

ARTHUR HADLER FERREIRA MACHADO

**VALORAÇÃO DE UMA EMPRESA VAREJISTA NO SETOR DE VESTUÁRIO EM
PROCESSO DE VENDA DE PARTICIPAÇÃO PARA UM FUNDO DE
INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES PRIVADAS**

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

São Paulo

2015

ARTHUR HADLER FERREIRA MACHADO

**VALORAÇÃO DE UMA EMPRESA VAREJISTA NO SETOR DE VESTUÁRIO EM
PROCESSO DE VENDA DE PARTICIPAÇÃO PARA UM FUNDO DE
INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES PRIVADAS**

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

Orientador: Prof. Dr. Erik Eduardo Rego

São Paulo

2015

DEDALUS - Acervo - EPRO



32100012582

ACOMPANHA CD

2749866

TF-2015

f118v

tomso: 4 20154

FICHA CATALOGRÁFICA

Machado, Arthur Hadler Ferreira

Valoração de uma empresa varejista no setor de vestuário em processo de venda de participação para um fundo de investimentos em participações privadas / A. H. F. Machado -- São Paulo, 2015.

121 p.

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

Departamento de Engenharia de Produção Escola Politécnica da USP AVALIAÇÃO DO TRABALHO DE FORMATURA	
Prof. <i>Erik Eduardo</i>	<i>B</i>
Prof. <i>Clara de Oliveira</i>	<i>B</i>
Prof. <i>Luiz Fernando</i>	<i>B</i>
Neta Final	<i>B</i>

RESUMO

Nas últimas décadas, a indústria de investimentos em participações privadas desenvolveu-se rapidamente no Brasil. Caracterizado por horizontes longos de investimentos, iliquidez dos ativos em portfólio e alto grau de risco, o setor movimentou mais de R\$100 bilhões em 2014¹. Tal expansão trouxe às companhias fechadas brasileiras uma nova alternativa de financiamento, propulsionando crescimento em diversos setores da economia.

Desde meados de 2014, no entanto, as gestoras de fundos de investimentos em participações privadas enfrentam novos desafios à medida que o cenário econômico se deteriora. Em um cenário de inflação elevada, recessão econômica e baixo acesso ao crédito, as companhias de capital fechado têm seu crescimento limitado, o que desestimula os fundos a investirem. Nesse contexto, o risco intrínseco da indústria se eleva, tornando as metodologias de valoração de empresas essenciais para se estimar os retornos dos investimentos em participações privadas.

Considerando os novos desafios impostos por cenários de retração econômica, o presente trabalho tem como objetivo auxiliar a tomada de decisão de fundos de investimentos em participações privadas utilizando metodologias tradicionais de valoração de empresas. Baseando-se em uma companhia do setor de varejo de vestuário – extremamente suscetível a ciclos econômicos devido a sua baixa resiliência na cesta de bens consumidos pela população –, o autor demonstra as principais precauções a serem tomadas em modelagens financeiras e para mensurar com a maior acurácia possível o risco (e o possível retorno) dos investimentos.

Nota-se que as análises realizadas neste trabalho não se limitam apenas ao varejo de vestuário, uma vez que as premissas consideradas no modelo financeiro adequam-se a outros segmentos da economia. Em ciclos econômicos desfavoráveis, a escolha por ativos rentáveis torna-se um desafio para as gestoras, o que faz com que a diversificação de análise seja benéfica.

Palavras-chave: Varejo de Vestuário. Investimento em Participações Privadas. Private Equity. Avaliação de Empresas. Fundo de Investimentos.

¹ Em capital comprometido, segundo a KPMG (2014).

ABSTRACT

In the last decades, the Brazilian private equity industry grew rapidly. Characterized by long term investments, asset illiquidity and high risk, the sector moved over R\$100 billion in 2014. This expansion brought new funding alternatives to private companies, leveraging growth in a wide range of economic sectors.

Since mid-2014, though, private equity firms have faced new challenges as the Brazilian economy deteriorates. In an economic landscape constituted by high inflation rates, low or negative GDP growth and no access to financing, private companies have trouble growing, discouraging funds to invest. This scenario raises the intrinsic industry risk, which makes valuation techniques indispensable tools for determining private equity investments returns.

Considering the new challenges imposed by the current economic retraction, this paper sought to aid private equity funds in their decision making process through traditional valuation techniques. Based on an apparel retailer – extremely susceptible to economic cycles due to its low resilience in consumer's basket of goods – the author demonstrates the main precautions to be taken into consideration in a financial model, determining with accuracy the risk (and the possible return) of an investment.

One notes that the financial analysis presented in this paper are not limited to the retail apparel industry since the basic premises considered in the financial model fit to other industries as well. During unfavorable economic cycles, choosing profitable assets in the private equity universe can prove to be a real challenge. Portfolio diversification, in this case, can be very beneficial.

Keywords: Retail Apparel. Private Equity. Valuation. Investment Funds.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Relação Entre Agentes da Indústria de Investimentos em Participações Privadas..	26
Figura 2 - Percentual do Capital Comprometido no Brasil por Investidor.....	29
Figura 3 - Origem do Capital Comprometido no Brasil	29
Figura 4 - Percentual do Valor Desinvestido por Tipo de Saída	36
Figura 5 - Graduação dos Tipos de Risco.....	45
Figura 6 – Diferença entre Valor do Capital Próprio e Valor da Firma	52
Figura 7 - Varejistas no Modelo de Distribuição de Produtos ao Consumidor Final.....	53
Figura 8 - Vendas Nominais - Varejo de Vestuário no Brasil (Base 2011=100)	56
Figura 9 - Exemplo de Remarcação de Produtos: Lojas Renner	57
Figura 10 - Inflação Anual Histórica no Brasil	59
Figura 11 - Taxa de Juros Anual Histórica no Brasil	60
Figura 12 - Crescimento do PIB e de Investimentos no Brasil	60
Figura 15 - Participação de Mercado das Principais Redes Varejistas de Vestuário do Brasil	61
Figura 16 - Evolução do Número de Lojas - Marisa	63
Figura 17 - Desempenho da Ação da Lojas Marisa e do IBOVESPA.....	65
Figura 18 - Evolução do Número de Lojas - Renner.....	66
Figura 19 - Desempenho da Ação da Lojas Renner e do IBOVESPA.....	68
Figura 20 - Evolução do Número de Lojas - Riachuelo	69
Figura 21 - Desempenho da Ação da Lojas Riachuelo e do IBOVESPA	71
Figura 22 - Evolução do Número de Lojas - Malibu.....	73
Figura 23 - Estrutura Organizacional Lojas Malibu.....	74
Figura 24 - Expansão Geográfica de Lojas	76
Figura 25 - Exemplo de Maturação de uma Loja	80
Figura 26 - Dias de Recebimento - Lojas Malibu e Concorrentes	89
Figura 27 - Dias de Estoques - Lojas Malibu e Concorrentes	89
Figura 28 - Histórico de Investimentos e Adição de Área Bruta de Vendas.....	90
Figura 29 - Comparação de Margem Bruta Entre Malibu e Concorrentes.....	92
Figura 30 - Comparação de Margem LAJIDA Entre Varejistas de Vestuário	93

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estrutura da Demonstração do Resultado do Exercício	39
Tabela 2 - Estrutura da Demonstração do Fluxo de Caixa	41
Tabela 3 - Diferenças Entre Fluxo de Caixa Livre para Investidores e para Acionistas	47
Tabela 4 - Modelos de Negócio do Varejo de Vestuário Mundial	55
Tabela 5 - Indicadores Financeiros Lojas Marisa.....	64
Tabela 6 - Indicadores Financeiros Lojas Renner	67
Tabela 7 - Indicadores Financeiros Lojas Riachuelo.....	70
Tabela 8 - Principais Famílias de Produtos Malibu.....	76
Tabela 9 - Indicadores Financeiros e Operacionais Lojas Malibu	78
Tabela 10 - Resumo de Indicadores - Lojas Malibu e Concorrentes	79
Tabela 11 - Balanço Patrimonial Lojas Malibu (2012-2014).....	82
Tabela 12 - Demonstração de Resultados Lojas Malibu (2012-2014)	83
Tabela 13 - Indicadores de Capital de Giro Lojas Malibu (2012-2014)	84
Tabela 14 - Investimentos Lojas Malibu (2012-2014)	85
Tabela 15 - Endividamento Lojas Malibu (2012-2014)	86
Tabela 16 - Curva de Maturação Considerada no Modelo Financeiro.....	87
Tabela 17 - Correlação Entre Vendas na Maturação, Inflação e PIB.....	88
Tabela 18 - Projeção de Demonstração de Resultados Lojas Malibu (2015-2020)	94
Tabela 19 - Projeção de Balanço Patrimonial Lojas Malibu (2015-2020)	95
Tabela 20 - Projeção de Demonstração de Fluxo de Caixa Lojas Malibu (2015-2020)	96
Tabela 21 - Projeção de Fluxo de Caixa Livre para Investidores (2015-2020).....	97
Tabela 22 - Cálculo da Taxa Livre de Risco Brasil.....	98
Tabela 23 - Beta Desalavancado das Companhias Comparáveis	98
Tabela 24 - Cálculo do Valor do Capital Próprio Lojas Malibu - FCD	99
Tabela 25 - Base Acionária Lojas Malibu Após o Investimento.....	100
Tabela 26 - Múltiplos de Negociação de Companhias Comparáveis à Malibu.....	101
Tabela 27 - Valor do Capital Próprio Lojas Malibu - Avaliação Relativa	101
Tabela 28 - Base Acionária Lojas Malibu Após o Investimento.....	102
Tabela 29 - Fluxo de Capital para a PE Investimentos.....	103

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRASCE – Associação Brasileira de Shopping Centers

ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BP – Balanço Patrimonial

CAPEX – *Capital Expenditures* (Despesas de Capital)

CAPM – *Capital Asset Pricing Model* (Modelo de Precificação de Ativos Financeiros)

CDI – Certificado de Depósito Interbancário

CEO – *Chief Executive Officer* (Diretor Executivo)

CF – *Cash Flow* (Fluxo de Caixa)

CFO – *Chief Financial Officer* (Diretor Financeiro)

DFC – Demonstração do Fluxo de Caixa

D&A – Depreciação e Amortização

DRE – Demonstração do Resultado do Exercício

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes* (Lucro Antes de Juros e Imposto de Renda)

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (Lucro Antes de Juros, Imposto de Renda, Depreciações e Amortizações)

EV – *Enterprise Value* (Valor da Firma)

FCD – Fluxo de Caixa Descontado

FCF – Fluxo de Caixa das Atividades de Financiamento

FCFE – *Free Cash Flow to Equity* (Fluxo de Caixa Livre para Acionistas)

FCFF – *Free Cash Flow to Firm* (Fluxo de Caixa Livre para Investidores)

FCI – Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento

FCO – Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais

FGV-EAESP – Fundação Getúlio Vargas – Escola de Administração de Empresas de São Paulo

FIP – Fundo de Investimento em Participações

FMIEE – Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes

GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

LAJIDA – Lucro Antes de Juros, Imposto de Renda, Depreciações e Amortizações

OPI – Oferta Pública Inicial

PIB – Produto Interno Bruto

ROE – *Return on Equity* (Retorno Sobre o Capital Próprio)

ROI – *Return on Investment* (Retorno Sobre o Investimento)

SEBRAE - Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas

TIR – Taxa Interna de Retorno

UDM – Últimos Doze Meses

VPL – Valor Presente Líquido

WACC – *Weighted Average Cost of Capital* (Custo Médio Ponderado de Capital)

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	19
1.1 O Estágio.....	19
1.2 O Problema.....	20
1.3 Objetivos	21
1.4 Estrutura do Trabalho de Formatura	21
1.5 Metodologia	22
2. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	25
2.1 Investimentos em Participações Privadas.....	25
2.1.1 A Indústria	25
2.1.2 Ciclo de Investimentos e Análise de Projetos	31
2.2 Contabilidade e Modelagem Financeira	36
2.2.1 Balanço Patrimonial.....	36
2.2.2 Demonstração do Resultado do Exercício	38
2.2.3 Demonstração do Fluxo de Caixa.....	40
2.3 Avaliação de Empresas.....	42
2.3.1 Análise de Retorno de Investimentos	43
2.3.2 Risco, Retorno e Custo de Capital Próprio	44
2.3.3 Fluxo de Caixa Descontado	46
2.3.4 Avaliação Relativa	50
3. O SETOR DE VAREJO DE VESTUÁRIO.....	53
3.1 Características Gerais	53
3.1.1 Modelos de Negócio	54
3.1.2 Sazonalidade	56
3.1.3 Promoções e Disposição da Loja.....	57
3.2 Propulsores de Crescimento do Setor	58

3.2.1	<i>Taxa de Juros e Inflação</i>	58
3.2.2	<i>Tendências de Consolidação</i>	61
3.2.3	<i>Considerações Sobre as Expectativas de Crescimento nas Vendas</i>	62
3.3	Companhias Abertas no Brasil	62
3.3.1	<i>Lojas Marisa</i>	63
3.3.2	<i>Lojas Renner</i>	65
3.3.3	<i>Lojas Riachuelo</i>	68
4.	A COMPANHIA	73
4.1	Histórico e Características Gerais	73
4.1.1	<i>Estrutura Organizacional</i>	74
4.1.2	<i>Localização das Lojas</i>	75
4.1.3	<i>Portfólio de Produtos</i>	76
4.2	Resumo Financeiro	77
4.3	Estratégias de Crescimento	79
5.	MODELAGEM FINANCEIRA	81
5.1	Dados Históricos	81
5.1.1	<i>Demonstrativos Financeiros</i>	81
5.1.2	<i>Capital de Giro, Investimentos e Dívida</i>	84
5.2	Premissas das Projeções	86
5.2.1	<i>Premissas de Crescimento de Receita</i>	86
5.2.2	<i>Premissas de Capital de Giro</i>	88
5.2.3	<i>Premissas de Investimentos e Depreciação</i>	90
5.2.4	<i>Premissas de Dívida e Resultados Financeiros</i>	91
5.2.5	<i>Premissas de Margens</i>	91
5.2.6	<i>Premissas de Caixa</i>	93
5.3	Projeções	93
6.	AVALIAÇÕES DA COMPANHIA	97

6.1	Fluxo de Caixa Descontado	97
6.2	Avaliação Relativa	100
6.3	Retorno para o Fundo de Investimentos em Participações Privadas	102
7.	CONCLUSÃO	105
	APÊNCIDE A – MODELAGEM FINANCEIRA COMPLETA	111
	APÊNCIDE B – CD-ROM.....	121

1. INTRODUÇÃO

1.1 O Estágio

Durante o trabalho de formatura do curso de Engenharia de Produção, foi realizado um estágio supervisionado em uma gestora de fundos de investimentos em participações privadas, ou *private equity*, aqui denominada PE Investimentos². A gestora, com sede em São Paulo, é uma subsidiária de uma grande instituição financeira brasileira e, até o primeiro semestre de 2015, contava com onze profissionais – quatro sócios, um diretor, dois associados, dois analistas e dois estagiários.

A PE Investimentos tem como estratégia a compra de participações minoritárias em empresas brasileiras de forma a impulsionar seu crescimento e, a partir daí, vender sua participação, gerando retorno sobre seu capital investido. Por uma questão de experiência prévia do time, a gestora se propõe a investir em segmentos específicos, como Consumo Doméstico (Educação, Saúde, Varejo, Serviços) e Indústria (de base e/ou diretamente relacionados com infraestrutura).

O portfólio de ativos da gestora consiste, atualmente, em empresas dos seguintes segmentos:

- *Educação* - crédito universitário
- *Serviços* - aluguel de automóveis
- *Saúde* – medicina diagnóstica
- *Mídia e Entretenimento* – publicidade
- *Varejo* – vestuário
- *Indústria* – revestimentos cerâmicos

Cada companhia é monitorada por uma combinação diferente dos onze profissionais, acarretando uma boa troca de conhecimento entre o time. Usualmente, de três a quatro pessoas são alocadas em um projeto, o que faz com que um profissional divida seu tempo entre dois ou três projetos.

² Para fins de confidencialidade, o verdadeiro nome da gestora foi preservado.

Apesar dos fundos terem apenas uma participação minoritária nas empresas, os gestores visam a uma geração de valor nas companhias investidas por meio de uma gestão ativa baseada em Governança Corporativa, Planejamento Estratégico e Planejamento Financeiro. Usualmente, uma das condições para o investimento em uma companhia é a indicação de um diretor financeiro (CFO) para auxiliar na estruturação dessas três vertentes.

O trabalho enfatiza o investimento na companhia de varejo de vestuário, aqui denominada Lojas Malibu (“Malibu” ou “Companhia”) por motivos de confidencialidade. A Companhia, fundada em 1978 e presente em 11 estados, vende roupas e calçados para um público de baixa e média renda, posicionando-se como concorrente direto de empresas como Lojas Marisa e C&A. Antes do investimento da PE Investimentos, a companhia era gerenciada unicamente por uma família, característica ainda comum na grande parte das empresas brasileiras. A empresa baseia seu crescimento na abertura de novas lojas em regiões onde ainda não está presente, bem como em melhorias operacionais como controle de estoque e melhoria dos sistemas logísticos.

1.2 O Problema

O universo de uma gestora de investimentos em participações privadas envolve, intrinsicamente, empresas de capital fechado, o que, no contexto de avaliação de empresas, causa uma dificuldade de precificação para as gestoras. Além da iliquidez dos ativos, a assimetria de informação entre os sócios de uma companhia e os gestores do fundo faz com que um alto grau de subjetividade envolva a valoração feita pelas duas partes.

Nesse contexto, se forma um claro conflito: uma companhia analisada – nem sempre auditada e muitas vezes com pobre gerenciamento financeiro - tenta revelar resultados contábeis positivos para atrair investidores enquanto que os métodos de avaliação de empresas fechadas utilizados pelas gestoras envolvem tais valores fornecidos. Caso os números sejam mal obtidos, a gestora corre o risco de precificar um ativo erroneamente, podendo destruir valor para seus cotistas.

No caso de um investimento em uma empresa varejista no segmento de vestuário, a análise também envolve o entendimento do mercado, desde tendências de consumo discricionário até os movimentos de fusões e aquisições que ocorrem no setor. Por esse motivo, nota-se a necessidade de se estruturar uma metodologia de avaliação de empresas que considere, além da assimetria de informação, tais fatores conjunturais.

1.3 Objetivos

Tendo em vista as dificuldades de precificação e assimetria de informação inerentes à indústria de investimentos em participações privadas, o objetivo deste trabalho consistirá, por meio de um estudo de caso focado nas Lojas Malibu, na sumarização das possíveis discrepâncias contábeis que podem ocorrer nesse tipo de transação, explicitando maneiras de atenuar o conflito sócio-gestora do fundo. A partir daí, estruturar maneiras confiáveis de precificação desses ativos, evidenciando as metodologias de valoração utilizadas no mercado de investimentos em participações privadas.

1.4 Estrutura do Trabalho de Formatura

O trabalho de formatura foi estruturado de maneira a detalhar os principais ambientes envolvidos em uma transação de compra de participações privadas – A indústria, o setor da companhia investida e a companhia em si – e os principais métodos de avaliação de empresas usualmente usados no mercado financeiro. O trabalho se dividirá da seguinte maneira:

- 1) *Introdução*: Descrição do trabalho de formatura, da indústria de investimentos em participações privadas, da gestora na qual o autor estagia e da companhia investida que será enfatizada no trabalho. Detalhamento do problema que inspirou a realização do trabalho e dos principais objetivos a serem realizados com ele;
- 2) *Revisão Bibliográfica*: Descrição da metodologia e dos conceitos utilizados nas análises setoriais e de avaliação de empresas. Envolve revisões sobre contabilidade, conceitos e técnicas de valoração e descrições sobre a indústria de investimentos em participações privadas. São detalhados os principais agentes envolvidos em uma transação, bem como as etapas de um investimento em participações;
- 3) *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 abertas do setor no Brasil;
- 4) *A Companhia*: Descrição das Lojas Malibu, detalhando seu histórico, características gerais, estratégia de crescimento e situação financeira;

- 5) *Modelagem Financeira*: Descrição da modelagem utilizada para a realização da valoração, com detalhamento das premissas utilizadas e das projeções resultantes;
- 6) *Avaliações da Companhia*: Uso das metodologias de avaliação de empresas nas Lojas Malibu, explicitando as diferenças entre as avaliações feitas e a perspectiva de retorno do investimento sob a ótica de um fundo de investimentos em participações privadas;
- 7) *Conclusão e Considerações Finais*: Apresentação dos resultados obtidos na tentativa de mitigar os problemas de avaliação de empresas de capital fechado, explicitando as principais diferenças entre as duas metodologias de avaliação. Destaque da contribuição efetiva do trabalho sobre a gestora de investimentos em participações privadas.

1.5 Metodologia

O estudo envolveu a coleta de informações referentes ao mercado de investimentos em participações privadas, ao mercado de varejo de vestuário no Brasil e, acima de tudo, à companhia em análise. Além disso, foram utilizadas metodologias de contabilidade e valoração de empresas, presentes de maneira ampla na bibliografia.

Utilizaram-se, majoritariamente, dados secundários de diversas fontes. Entre elas, cita-se:

- *Páginas da internet*. Grande parte dos dados sobre a indústria de investimentos em participações minoritárias está disponível em portais de associações brasileiras como a ANBIMA³ ou o GVcepe⁴;
- *Relatórios de bancos de investimentos*. Os relatórios da área de pesquisa de bancos de investimento detalham as características de um setor ou de uma companhia específica, sendo de grande utilidade para a análise do varejo de vestuário;
- *Material fornecido pela companhia*. A Lojas Malibu troca informações diariamente com o fundo PE Investimentos e, dentro de acordos de confidencialidade

³ Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (www.portal.anbima.com.br).

⁴ Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP (www.gvcepe.com)

estabelecidos, propôs-se a fornecer informações financeiras e operacionais para a realização deste trabalho;

- *Obras Literárias.* Há uma extensa literatura, tanto nacional quanto internacional, a respeito de temas tratados neste trabalho. Foram amplamente utilizadas obras com enfoques em contabilidade, varejo e valoração de empresas.

2. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

2.1 Investimentos em Participações Privadas

2.1.1 A Indústria

A indústria de investimentos em participações privadas foi desenvolvida ao longo do século XX, nos Estados Unidos (RIBEIRO; CARVALHO, 2008). Com o aumento da complexidade do capitalismo moderno, novos métodos de investimento em empresas foram criados, sendo um deles o investimento em participações de empresas de capital fechado. Firms que gerenciavam grandes fortunas (as chamadas *Family Offices*) começaram a investir em pequenas e médias empresas com o intuito de fazê-las crescerem, vendendo sua participação para terceiros no futuro. Casos de sucesso, como com as empresas AT&T e RJR Nabisco, fizeram com que a indústria de investimentos em participações privadas se disseminasse pelo mundo, até mesmo em países com mercados de capitais pouco desenvolvidos.

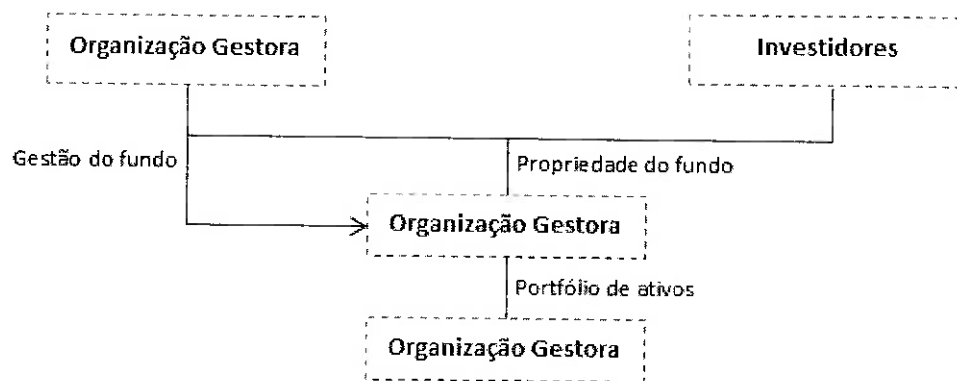
Dependendo do estágio no qual a empresa se encontra, os investimentos em participações podem ser caracterizados como *Private Equity* ou *Venture Capital*. Segundo a ANBIMA, a distinção entre os termos *Private Equity* e *Venture Capital* refere-se ao estágio de desenvolvimento em que se encontram as empresas investidas no momento do aporte de capital. De maneira geral, o *Venture Capital* diz respeito a investimentos realizados em empresas que se encontram em estágios iniciais de desenvolvimento, ao passo que o termo *Private Equity* é empregado para designar investimentos em companhias que se encontram em estágios mais maduros.

De acordo com o Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP, a definição da indústria consiste em investimentos em empresas de capital fechado (*private*) por meio da compra de participações acionárias (*equity*), podendo haver controle ou não pelo novo acionista. Tais investimentos são considerados extremamente ilíquidos, de longo prazo e caracterizados por terem grandes assimetrias de informação entre as duas partes. Dessa maneira, são considerados investimentos de alto risco (principalmente se comparados a investimentos em ações ou renda fixa), porém podem proporcionar grandes retornos aos investidores (RIBEIRO; CARVALHO, 2008).

Os investimentos em participações são uma alternativa de financiamento para empresas em desenvolvimento, sendo um grande propulsor de produtividade em economias modernas. Além do capital investido, as gestoras tendem a gerar valor nas companhias por meio de governança corporativa, conhecimentos financeiros e planejamento estratégico. Tais diferenciais refletem na percepção de valor de uma companhia por investidores externos: segundo dados da BM&FBOVESPA, empresas que têm como sócios fundos de investimentos em participações privadas são, na média, melhor precificadas em Ofertas Públicas Iniciais (OPIs) que empresas que não têm.

A indústria de investimentos em participações privadas moderna se caracteriza pela estruturação de Fundos de Investimentos em Participações (FIPs), administradas por gestoras que realizam as etapas de escolha dos ativos, investimento, monitoramento e desinvestimento. Cabe aos investidores a escolha de gestores capazes de escolherem os melhores ativos e, em muitos casos, a aprovação de ativos para se investir. A figura 1 exibe a relação entre Investidor, Gestor, Fundo e Ativo:

Figura 1 - Relação Entre Agentes da Indústria de Investimentos em Participações Privadas



Fonte: Adaptado de Carvalho et al. (2006)

2.1.1.1 Gestoras de Fundos

As organizações gestoras de fundos fazem, essencialmente, a intermediação entre os investidores e os ativos a serem investidos (empresas de capital fechado), por meio dos veículos de investimento – os fundos. Por esse motivo, participam de todas as etapas de um fundo, desde a sua captação de capital de investidores até o seu desinvestimento, gerando retorno sobre o capital investido (CARVALHO et al., 2006). São responsáveis pela análise e escolha de ativos, dependendo diretamente de boas relações com assessores financeiros e

empresas, bem como de profissionais capacitados a fazerem tais escolhas (PEARL; ROSENBAUM, 2008).

As gestoras de fundos são comumente remuneradas por meio de taxas de administração e taxa de desempenho. A primeira corresponde à parcela fixa de pagamento dos gestores, em torno de 2% ao ano sobre o capital comprometido pelos investidores. Já a segunda, variável, corresponde ao compartilhamento da remuneração sobre o retorno que exceder a taxa mínima esperada de um fundo. A segunda taxa tem como objetivo alinhar interesses entre investidor e gestor, fazendo com a gestora se empenhe para gerar o maior retorno possível sobre os investimentos.

Há, segundo Ribeiro (2005), quatro tipos de organizações gestoras na indústria de investimentos em participações privadas:

- *Organizações Independentes*. Estrutura mais comum no Brasil e no mundo, consiste em uma equipe independente de instituições financeiras ou grupos empresariais;
- *Corporate Venture*. Equipes que fazem parte de um grupo empresarial, normalmente focados em realizar investimentos em setores específicos;
- *Instituições Financeiras*. Equipes que fazem parte da divisão de investimentos alternativos de uma instituição financeira, normalmente bancos. Nesses casos, a possível existência de conflitos de interesse entre as diferentes áreas da instituição faz com que seja criada uma independência de atuação entre elas;
- *Setor Público*. Em alguns casos, o governo pode agir como gestor, promovendo setores que, para ele, requerem maiores investimentos. No Brasil, o BNDES atua como gestor nos segmentos de *private equity* e *venture capital* por meio das empresas BNDESPar Private Equity e BNDESPar Venture Capital.

Nota-se, no Brasil, uma grande concentração de fundos de investimentos em participações no estado de São Paulo, principal polo financeiro do país. De acordo com Ribeiro (2005), a concentração regional é uma característica importante da indústria de investimentos em participações privadas uma vez que a proximidade entre investidores, gestores, assessores e empresas facilita o desenvolvimento de transações.

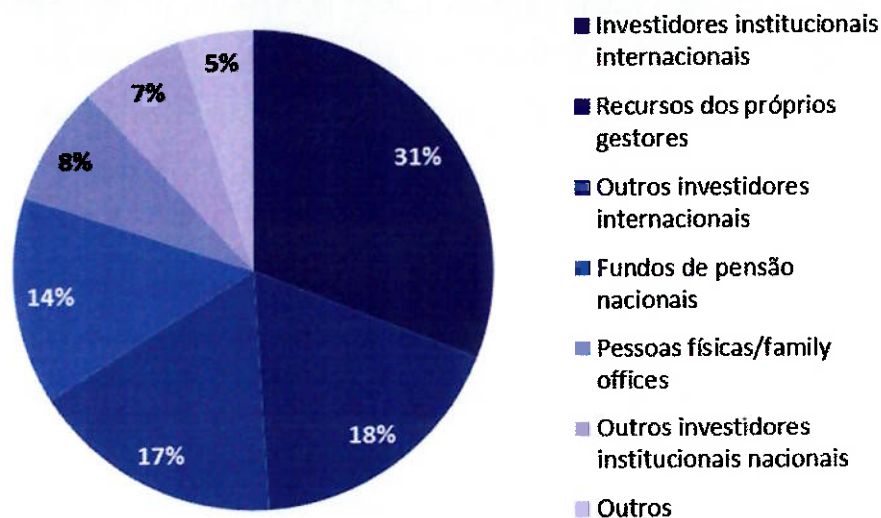
2.1.1.2 Investidores

Os investidores de fundos de investimentos em participações privadas devem aceitar as características intrínsecas da indústria – longos prazos, iliquidez e alto risco. Por esse motivo, os investidores mais comuns na indústria são instituições ou pessoas que podem comprometer seu capital por um horizonte longo de tempo, correndo riscos consideráveis. Segundo o Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP, os investidores em participações privadas mais comuns no Brasil são:

- *Fundos Institucionais*. Normalmente compostos por fundos de pensão de empresas públicas, visam ao rendimento de capital para proporcionar benefícios de saúde ou aposentadoria para seus funcionários. Também incluem fundos de outras instituições, como hospitais e faculdades que utilizam os rendimentos para auxiliar no pagamento de custos e despesas de operação;
- *Fundos de Fundos*. Fundos estruturados que investem em outros fundos. Com o intuito de diversificar o portfólio de investimento, tais fundos tendem a investir em diversas modalidades de investimento, desde fundos de renda fixa até fundos com maior risco, como os fundos de investimentos em participações privadas;
- *Fundos Corporativos*. Empresas que mantêm altos volumes de caixa e estruturam fundos para obter bons rendimentos sobre esse capital acumulado;
- *Bancos e Seguradoras*. Instituições que, por características intrínsecas a suas operações, têm passivos com prazos de pagamentos longos, o que torna investimentos de longo prazo atrativos;
- *Family Offices*. Empresas que administram fortunas de pessoas ou famílias que tendem a diversificar seus portfólios de investimento com prazos e riscos diferentes;
- *Agências de Fomento*. Instituições governamentais que, visando ao desenvolvimento de um setor ou indústria específico, investem em fundos de investimentos em participações privadas especializados. Complementam as organizações gestoras públicas de investimentos em participações privadas.

Ao final de 2013, o total do capital comprometido por investidores somava R\$100,2 bilhões (KPMG, 2014), dividido de acordo com a figura 2.

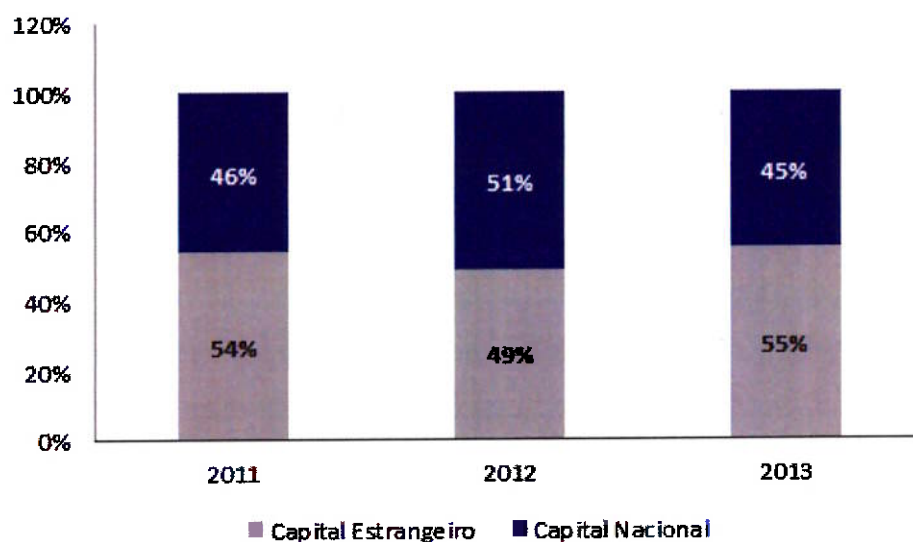
Figura 2 - Percentual do Capital Comprometido no Brasil por Investidor



Fonte: Adaptado de KPMG (2014)

No Brasil, os principais investidores de fundos de investimentos em participações privadas são originados por capital estrangeiro, como exibido na figura 3.

Figura 3 - Origem do Capital Comprometido no Brasil



Fonte: Adaptado de KPMG (2014)

2.1.1.3 Veículos de Investimento

De acordo com Kaplan e Shoar (2005), os veículos de investimentos são estruturas legais criadas por fundos de investimentos para estabelecer a captação financeira dos investidores, ou seja, o veículo pelo qual o investidor realiza seus investimentos. Usualmente, são compostos por duas partes – Sócios Investidores e Sócios Gestores:

- *Sócios Investidores*. Sócios com menor responsabilidade que se comprometem a alocar recursos em um veículo de investimento criado. Nesse caso, representado pelos investidores de investimentos em participações privadas citados no item 2.1.1.2;
- *Sócios Gestores*. Sócios com maior responsabilidade, comprometidos a investir o capital comprometido e prover retornos em prazos pré-estabelecidos. Para fundos de investimentos em participações privadas, esses prazos variam, girando em torno de cinco anos para investimentos e dez anos para o desinvestimento e retorno.

Segundo Ribeiro (2005), há duas figuras jurídicas que podem representar um veículo de investimento no Brasil: Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEEs) e Fundos de Investimento em Participações (FIPs). As duas figuras, instituídas pela Comissão de Valores Mobiliários, têm restrições relativas à cobrança de taxa, entrada de capital estrangeiro e outros temas relevantes. O ambiente regulatório da indústria de investimentos em participações privadas vem se desenvolvendo fortemente nos últimos anos, dando espaço à entrada de novos investidores (RIBEIRO, 2005).

2.1.1.4 Portfólio de Ativos

Segundo Ribeiro (2005), a carteira de ativos de uma gestora de investimentos em participações privadas pode abranger empresas que estão em diversos estágios de seu ciclo de vida e que pertencem a diferentes setores da economia. Como evidenciado anteriormente, a indústria de *private equity* se diferencia da indústria de *venture capital* quanto ao estágio da empresa investida. Aprofundando a análise, os investimentos em participações podem ser divididos de acordo com as necessidades de cada companhia (ASSUMPÇÃO, 2007):

- *Expansão*. Investimentos focados em aumento da capacidade produtiva da empresa, financiamento de capital de giro ou abertura de novas unidades;

- *Estágios Avançados.* Investimentos em empresas maduras, com fluxos de caixa estáveis e positivos. Visam a expansões não graduais;
- *Aquisições.* Financiamento de crescimento por meio de aquisições de concorrentes ou de empresas pertencentes a mercados para quais a companhia pretende se expandir;
- *Compra de Controle pelos Executivos.* Auxílio na tomada de controle por parte dos profissionais que fazem parte da operação da empresa, mais propensos a saber gerar valor para os acionistas;
- *Estágio Pré-emissão.* Aporte de capital em um estágio anterior à abertura de capital de uma companhia, tornando-a mais atrativa no momento da OPI;
- *Recuperação.* Investimento em empresas que passam por dificuldades financeiras e/ou operacionais com o intuito de retomar o seu crescimento;
- *Mezanino.* Aporte de capital através de dívidas subordinadas (não cobertas por garantias reais ou flutuantes);
- *Investimento Privado em Empresas Públicas.* Aquisição de ações de empresas listadas, podendo haver ou não o fechamento de capital.

No Brasil, as modalidades de investimento mais presentes ainda são as de expansão e aquisições (CARVALHO et al., 2006). Nessa modalidade, os fundos de investimentos em participações privadas tendem a focar em setores específicos nos quais os gestores tem mais experiência. É comum que uma gestora tenha participações em algumas empresas varejistas, por exemplo, pois seus profissionais conhecem os detalhes das operações do varejo. O mesmo pode ocorrer para infraestrutura, agronegócio, setor imobiliário, entre outros. (CARVALHO et al., 2006)

2.1.2 Ciclo de Investimentos e Análise de Projetos

De acordo com Carvalho et al. (2006), os investimentos em participações privadas são divididos em cinco etapas: (i) Captação de Recursos; (ii) Prospecção de Investimentos; (iii) Execução de Investimentos; (iv) Monitoramento de Investimentos e (v) Preparação e Execução de Desinvestimentos. Estas etapas são descritas nos subitens que seguem.

2.1.2.1 Captação de Recursos

Estágio que envolve a estruturação de um veículo de investimento, acompanhada da busca por recursos de terceiros por meio de visitas, reuniões e apresentações a investidores. Nesse sentido, a experiência e o histórico de transações da equipe são de grande importância para atrair novos investidores, uma vez que a expectativa de retorno está relacionada diretamente com o retorno adquirido no passado (KAPLAN; SHOAR, 2005). Apesar dos sócios gestores aportarem capital no fundo, usualmente a maior parcela do fundo é composta por capital de terceiros.

2.1.2.2 Prospecção de Investimentos

As oportunidades de investimento em participações privadas surgem da necessidade de financiamento das companhias de capital fechado (CARVALHO et al., 2006). Por esse motivo, os principais métodos de prospecção de investimentos envolvem meios de se comunicar com empresas que necessitam de financiamento. Os três principais métodos de prospecção, segundo os autores, são:

- *Prospecção dos Gestores*. Modo de prospecção ativa no qual os gestores entram em contato com sócios de empresas, normalmente por telefone, para agendar reuniões e discutir possíveis transações. O método, apesar de pouco confiável, pode ocasionar processos sem a concorrência de outros fundos;
- *Indicação de Assessores*. Modo de prospecção passiva no qual os gestores recebem oportunidades de investimento de terceiros – bancos de investimentos, consultorias, boutiques de fusões e aquisições, entre outros. Tal método pressupõe concorrência com outros fundos de investimentos em participações privadas uma vez que os assessores tendem a enviar propostas para diversas gestoras para aumentar as chances de realizar uma transação;
- *Candidatura Espontânea*. Modo de prospecção passiva no qual a própria empresa apresenta a oportunidade de investimento, sem o auxílio de assessores. Apesar de menos comum, tal método pode acelerar o processo de investimento por não contar com intermediários.

Independentemente do método de prospecção utilizado, as gestoras devem realizar um longo processo de análise das companhias mapeadas e dos setores onde elas atuam. Essa

análise inclui visões abrangentes, como crescimento do setor, viabilidade do modelo de negócio da companhia no longo prazo, etc. até visões mais específicas, como grau de endividamento, controle de capital de giro e conversão de caixa. Usualmente, ocorrem também visitas aos parques fabris das companhias, bem como reuniões periódicas com os sócios e funcionários das empresas.

2.1.2.3 Execução de Investimentos

Uma vez comprovado, por meio de análises prévias, que o investimento é atrativo para a gestora, é necessário estruturar a transação com o auxílio de contratos e realizar o aporte de capital na companhia. Visto que há um alto grau de risco na indústria de investimentos em participações privadas, as gestoras tendem a criar mecanismos de proteção nos contratos de investimento. De acordo com Carvalho et al. (2006), os mecanismos de proteção mais utilizados nas transações de investimentos em participações privadas são:

- *Acordo de Acionistas.* Alinha interesses entre todos os sócios – incluindo os novos entrantes – fazendo com que todos se alinhem para aumentar o valor da companhia;
- *Escolha de Auditores Independentes.* As gestoras usualmente contratam auditores independentes para avaliar o grau de precisão dos dados fornecidos pela companhia para que, após o investimento, ela não tenha que lidar com passivos desconhecidos;
- *Indicação de Executivos.* O direito de escolha de um diretor executivo ou de um diretor financeiro é comum na entrada de um fundo, ajudando a profissionalizar a gestão;
- *Instrumentos Financeiros Protetivos.* Caso a companhia não tenha o desempenho esperado, alguns mecanismos financeiros, como ajustes de desempenhos futuros, são utilizados;
- *Investimento em Fases.* Realização de aportes ao longo de um período pré-determinado de tempo, à medida que a companhia mostre o desempenho esperado;
- *Condições de Saída.* Mecanismos contratuais que evitam que haja conflitos de interesse na fase de desinvestimento (saída) de um fundo de investimentos em participações privadas;

- *Não-competição.* Cláusula de contrato que evita que os executivos da companhia iniciem atividades em empresas concorrentes.

De acordo com Bonfim (2008), outro ponto extremamente importante na negociação entre gestora e companhia consiste na valoração da companhia. Normalmente, o valor a ser investido é fixo, o que faz com que o valor da companhia determine a participação da gestora sobre a base acionária total. Segundo o autor, quanto menor for a apuração de valor da companhia, mais participação acionária terá a gestora após o aporte de capital. Por esse motivo, a negociação envolve a gestora tentando aplicar uma valoração baixa enquanto que a companhia aplica uma valoração alta.

2.1.2.4 Monitoramento de Investimentos

A relevante participação de fundos de investimentos em participações privadas sobre a base acionária de uma empresa investida, em adição ao elevado grau de risco que uma gestora corre, faz com que o fundo busque monitorar ativamente o desempenho financeiro e operacional da companhia. Nesse sentido, os fundos de investimentos em participações privadas se diferenciam de fundos de ações ou de credores, que podem ser considerados investidores mais passivos (CARVALHO et al., 2006).

Segundo Manigart e Wright (2013), os fundos de investimentos em participações privadas devem minimizar as assimetrias de informação que existem entre o fundo e os gestores da companhia. Para isso, devem administrar a relação fundo-gestores em três dimensões: estratégia (médio e longo prazo), operação (curto prazo) e pessoal.

Segundo os autores, tal necessidade surge porque nem sempre os interesses dos sócios são os mesmos. Os fundos, por terem restrições relativas ao tempo de permanência nas empresas e retorno esperado, podem incentivar decisões que se opõem àquelas dos gestores. Manter relações transparentes com os gestores das empresas é essencial para o sucesso do investimento.

O monitoramento ativo dos fundos de investimentos em participações privadas se dá, na prática, de algumas maneiras. As mais comuns são (MANIGART; WRIGHT, 2003):

- *Presença em Conselhos de Administração.* Dependendo da participação acionária adquirida, os fundos de investimentos em participações privadas têm

direito a lugares nos conselhos das empresas, influenciando diretamente nas decisões estratégicas tomadas;

- *Especialização Financeira.* A formação financeira dos profissionais dos fundos auxilia nas decisões operacionais da companhia, principalmente relativas a fusões e aquisições, captação de dívidas e a capital de giro;

- *Redes de Contatos.* A atuação da gestora no mercado financeiro faz com que ela crie uma rede de contatos com diversos agentes relevantes para a companhia – bancos, concorrentes, compradores, entre outros. Além de auxiliar a empresa financeiramente, a rede de contatos pode facilitar a sua profissionalização.

2.1.2.5 Preparação e Execução de Desinvestimentos

Segundo Carvalho et al. (2006), os fundos de investimentos em participações privadas, na tentativa de maximizar o seu retorno na saída, adicionam valor às empresas investidas por meio de um monitoramento ativo durante o período de investimento. Ao final desse período, os fundos devem estruturar métodos de desinvestimento, seja para a própria companhia ou para terceiros (ASSUMPÇÃO, 2007). De acordo com o autor, o desinvestimento impacta diretamente o retorno do projeto, podendo impactar em decisões durante todas as fases anteriores. Por esse motivo, o fundo de investimentos em participações privadas deve escolher, entre as saídas possíveis, a alternativa que gera o maior retorno para seu investidor. Entre elas, Assumpção (2007) cita:

- *Oferta Pública de Ações.* Ações da companhia passam a ser negociadas no mercado de capitais, oferecendo liquidez para os acionistas;

- *Venda Estratégica.* Venda de parte ou totalidade das ações da companhia para outra empresa, usualmente de maior porte;

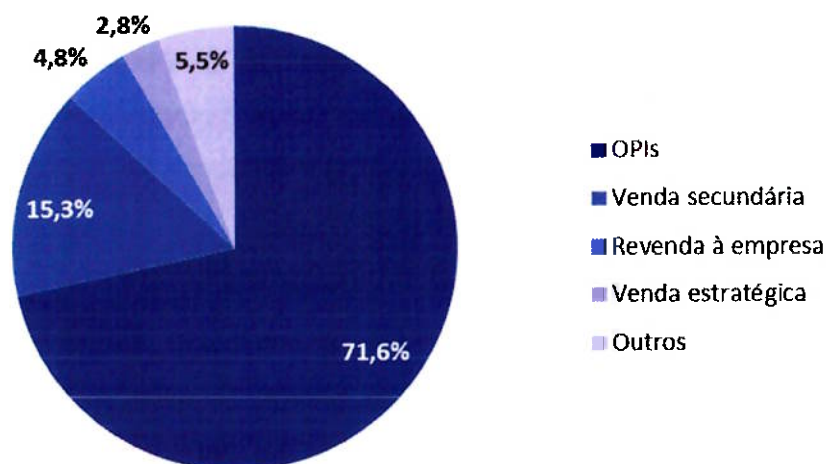
- *Venda Secundária.* Venda de participação para outro fundo de investimentos em participações privadas;

- *Recompra de Ações.* Venda da participação do fundo de investimentos em participações privadas para os sócios originais;

- *Liquidação de Ativos.* Levantamento de recursos por meio da venda de parte ou totalidade de ativos da companhia. Pode ocorrer em situações de dificuldades financeiras.

No Brasil, os métodos mais comuns de saída de fundos de investimentos em participações privadas, segundo a KPMG (2014), são a Venda Secundária e a Oferta Pública de Ações, como demonstrado na figura 4.

Figura 4 - Percentual do Valor Desinvestido por Tipo de Saída



Fonte: Adaptado de KPMG (2014)

2.2 Contabilidade e Modelagem Financeira

As análises financeiras que serão utilizadas no trabalho requerem conhecimentos de contabilidade e modelagem financeira uma vez que os demonstrativos utilizados exibem a situação financeira de uma companhia em diversos períodos. Segundo Brigham e Ehrhard (2013), os principais demonstrativos utilizados em análises financeiras de empresas são o Balanço Patrimonial (BP), a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC). Com eles, os fundos de investimentos em participações privadas podem aprofundar as análises nos estágios de prospecção e monitoramento de companhias de capital fechado.

2.2.1 Balanço Patrimonial

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 duas colunas – Ativo e Passivo + Patrimônio Líquido.

2.2.1.1 Ativo

Ainda segundo Marion (2012), os ativos são “todos os bens e direito de propriedade da empresa, mensuráveis monetariamente, que representam benefícios presentes ou benefícios futuros para a empresa”. O autor deixa clara a distinção entre bens e direitos, sendo o primeiro máquinas, terrenos, estoques, dinheiro em moeda, ferramentas, etc. e o segundo contas a receber, títulos, ações, depósitos em contas bancárias, entre outros.

Brigham e Ehrhard (2013) explicitam outra visão sobre o ativo: a conta representa como a companhia utilizou todo o capital financiado, pois os bens e direitos da empresa tiveram origem das fontes de financiamento da empresa (passivo + patrimônio líquido).

A coluna do ativo pode ser dividida em três, seguindo uma ordem de liquidez (MARION, 2012):

- *Ativo Circulante*. Composto por ativos extremamente líquidos, como caixa, títulos a receber no curto prazo, estoques, etc.;
- *Ativo realizável a Longo Prazo*. Contas que se transformarão em dinheiro mais lentamente, normalmente após o período de um ano fiscal;
- *Ativo Permanente*. Ativos que dificilmente serão transformados em dinheiro e que normalmente não são vendidos, como imóveis, máquinas, entre outros.

2.2.1.2 Passivo e Patrimônio Líquido

De acordo com Brigham e Ehrhard (2013), o lado direito do balanço patrimonial, composto pelo Passivo e pelo Patrimônio Líquido, representa todas as fontes de financiamento de uma companhia, seja por capital próprio (Patrimônio Líquido) ou por capital de terceiros (Passivo).

Da mesma maneira que o ativo é dividido de acordo com a liquidez de suas contas, o passivo se divide no prazo das obrigações:

- *Passivo Circulante*. Obrigações e dívidas de curto prazo, normalmente inferiores a um ano fiscal;
- *Passivo Não Circulante*. Obrigações e dívidas de médio e longo prazo, normalmente superiores a um ano fiscal.

O Patrimônio Líquido é composto, essencialmente, por o capital aplicado pelos sócios da companhia e pelo resultado acumulado que a companhia apresentou historicamente. Uma empresa lucrativa tende a aumentar seu Patrimônio Líquido mesmo que seus sócios deixem de integralizar capital adicional na empresa. (BRIGHAM; EHRHARD, 2013).

Visto que as duas colunas estão sempre equilibradas, ou seja, as fontes de financiamento sempre equivalem aos bens e direitos de uma companhia, a soma das linhas de ativos sempre devem equivaler à soma das linhas de passivo e patrimônio líquido.

2.2.2 Demonstração do Resultado do Exercício

A Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) compreende as contas de receita, custos e despesas de um exercício (usualmente um ano) de uma companhia. Seu principal objetivo é apurar um grande indicador global de eficiência: o Resultado do Exercício – lucro ou prejuízo, segundo Marion (2012). De acordo com o autor, “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, ou seja, não se acumulam despesa e receita de um ano para o outro (Independência Absoluta de Períodos)”. Tais demonstrativos são, usualmente, construídos mensalmente, trimestralmente e anualmente (BRIGHAM; EHRHARD, 2013). A estrutura básica de uma DRE consiste na tabela 1.

Tabela 1 - Estrutura da Demonstração do Resultado do Exercício

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO

Receita Bruta
 (-) Deduções
 (=) Receita Líquida
 (-) Custo dos Produtos Vendidos
 (=) Lucro Bruto
 (-) Despesas Operacionais
 (=) Lucro Operacional
 (±) Despesas e Receitas Não Operacionais
 (=) Lucro Antes do Imposto de Renda
 (-) Imposto de Renda
 (=) Lucro Líquido

Fonte: Adaptado de Marion (2012)

- *Receita Bruta.* Resultado da venda total de mercadorias no período, sem deduções ou qualquer outro tipo de abatimento;
- *Receita Líquida.* Resultado da venda total de mercadorias no período após ocorrerem as deduções por devoluções, impostos sobre mercadorias, entre outros abatimentos;
- *Lucro Bruto.* Diferença entre a venda de mercadorias e o custo desta mercadoria vendida, sem considerar despesas administrativas, de vendas e financeiras (para empresas prestadoras de serviços, o raciocínio é análogo);
- *Lucro Operacional.* Lucro resultante da atividade operacional da empresa, deriva da diferença entre o lucro bruto e as despesas operacionais, que estão diretamente relacionadas à operação da companhia;
- *Lucro Antes do Imposto de Renda.* Diferença entre lucro operacional e despesas e receitas não operacionais, ou seja, ganhos ou gastos que não têm relação direta com a operação da companhia;
- *Lucro Líquido.* Sobra líquida à disposição dos sócios ou acionistas, deriva da diferença entre o lucro antes do imposto de renda e o imposto de renda efetivamente pago pela companhia.

Segundo Marion (2012), além dos indicadores de eficiência apresentados, há outro muito utilizado em análises financeiras: o LAJIDA⁵. Tal indicador exibe o potencial de geração de caixa de uma companhia, sendo uma boa medida de comparação entre empresas de um mesmo setor. Ele pode até ser utilizado em comparações entre companhias de diferentes países, uma vez que seu cálculo não abrange linhas de juros, impostos e depreciação, contas que variam muito entre os países.

O LAJIDA é, de acordo com Brigham e Ehrhard (2013), resultado da subtração entre receita líquida, custos e despesas (excluindo depreciação e amortização). Os autores argumentam que o LAJIDA é um melhor indicador da força financeira de uma empresa que o lucro líquido, uma vez que não considera a saída de itens *não-caixa*⁶ em sua análise. Por esse motivo, como será mostrado posteriormente, as análises por múltiplos de companhias utilizam recorrentemente o LAJIDA como parâmetro.

2.2.3 Demonstração do Fluxo de Caixa

Segundo Brigham e Ehrhard (2013), a posição de caixa de uma companhia, reportada no Balanço Patrimonial ao final de exercícios contábeis, sofre mutações nos períodos. Tais mutações não são iguais ao Resultado Líquido do Exercício, uma vez que o Lucro Líquido pode ser usado de diversas maneiras – pagamento de dividendos, aumento de estoques, investimentos em imobilizado, entre outras. Assim, é necessário que a empresa tenha um demonstrativo que controle as entradas e saídas de caixa, a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC).

A DFC é dividida em três segmentos (Marion, 2012): Fluxo de Caixa Operacional, Fluxo de Caixa de Investimentos e Fluxo de Caixa de Financiamentos. O primeiro segmento envolve todas as entradas e saídas de caixa relacionadas diretamente com a atividade principal da empresa, como compra de estoques, pagamento de fornecedores ou financiamento de clientes a prazo. O segundo segmento, Investimentos, se refere à variação do imobilizado bruto e dos investimentos societários realizados pela companhia. O terceiro está relacionado às fontes de financiamento da companhia, tanto de capital próprio quanto de capital de terceiros. A tabela 2 exibe um modelo padrão de uma DFC com destaque para os três segmentos.

⁵ Lucro antes de juros, imposto de renda, depreciação e amortização.

⁶ Itens como depreciação e amortização que, apesar de deduzirem o lucro líquido, não consomem o caixa da companhia.

Tabela 2 - Estrutura da Demonstração do Fluxo de Caixa

DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA
Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais (FCO)
(=) Lucro Líquido
(+) Depreciação e Amortização
(+/-) Redução/Aumento do Ativo Circulantes
(+/-) Aumento/Redução do Passivo Circulante
(=) Fluxo de Caixa Operacional
 Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento (FCI)
(+/-) Redução/Aumento do Ativo Imobilizado Bruto
(+/-) Redução/Aumento de Investimentos Societários
(=) Fluxo de Caixa de Investimentos
 Fluxo de Caixa das Atividades de Financiamento (FCF)
(+/-) Emissão/Amortização de Dívida
(+/-) Aumento/Redução do Patrimônio Líquido
(-) Dividendos Pagos
(=) Fluxo de Caixa de Financiamentos
 (=) Saldo Líquido de Caixa no Período

Fonte: Adaptado de Marion (2012)

O Saldo Líquido de Caixa no Período é a variação total do caixa no período considerado (BRIGHAM; EHRHARD, 2013). Somando a esse valor a posição de caixa do período anterior, é possível se obter a posição de caixa ao final do período considerado, como demonstrado na equação 1.

Equação 1 – Posição do Caixa em Períodos Sequenciais

$$Posição\ do\ Caixa_t = Posição\ do\ Caixa_{t-1} + Saldo\ Líquido\ de\ Caixa\ no\ Período\ t$$

2.3 Avaliação de Empresas

As metodologias de avaliação de empresas têm como objetivo alcançar o seu valor justo de mercado, representando de maneira equilibrada sua potencialidade econômica (MARTINS, 2001). A avaliação deve refletir os retornos esperados para investidores – sócios ou credores – e o risco que estes correm. O preço dos ativos, dessa maneira, está diretamente relacionado à previsão do fluxo de caixa futuro que eles geram, bem como à probabilidade desses fluxos ocorrerem (DAMODARAN, 2007). Para Damodaran (2007), há quatro papéis fundamentais da avaliação de empresas:

- *Avaliação na Gestão de Carteiras.* Para investidores com características mais ativas, a valoração é de suma importância para se avaliar se um ativo em carteira está bem precificado;
- *Avaliação na Análise de Aquisições.* Para que empresas ou indivíduos possam realizar uma oferta de aquisição razoável, uma análise de avaliação da empresa alvo é imprescindível. Tal análise, segundo Damodaran (2007), deve considerar, além do valor da empresa operando independentemente, o valor da empresa após a compra;
- *Avaliação em Finanças Corporativas.* Para pequenas e médias empresas, a valoração é fundamental para que a abordagem de investidores em participações privadas seja realizada. De acordo com o autor, “A parte da empresa que um capitalista de risco demandará em troca da injeção de capital dependerá do valor que estimar para a empresa.”;
- *Avaliação Para Fins Legais e Tributários.* A avaliação de empresas é fundamental para se analisar com acurácia impostos sobre imóveis, reestruturações societárias, entre outras situações.

No trabalho serão detalhadas duas metodologias de avaliação de empresas. Elas requerem conhecimentos básicos de Análise de Investimentos, Risco, Custo de Capital e Fluxo de Caixa Livre, vistos a seguir.

2.3.1 *Análise de Retorno de Investimentos*

Ao se investir em um ativo, espera-se que ele gere fluxos de caixa futuros (DAMODARAN, 2007). Para se mensurar se os fluxos de caixa futuros geram o retorno esperado, Brigham e Ehrhard (2013) recomendam o uso de duas análises semelhantes: análise por Valor Presente Líquido (VPL) e Taxa Interna de Retorno (TIR).

2.3.1.1 Valor Presente Líquido

De acordo com Brigham e Ehrhard (2013), o VPL é, essencialmente, a soma do valor de todos os fluxos de caixa futuros trazidos a valor presente por uma taxa pré-determinada. Usualmente, a taxa utilizada é o retorno mínimo esperado pelos acionistas, o que implica em dizer que, caso o resultado da soma for positivo, o investimento em questão trará um retorno atrativo. Matematicamente, a fórmula do VPL consiste na equação 2.

Equação 2 – Valor Presente Líquido

$$VPL = \sum_{n=0}^n \frac{FC_t}{(1+i)^t}$$

2.3.1.2 Taxa Interna de Retorno

De maneira análoga ao VPL, a TIR utiliza os fluxos de caixa descontados que se espera de um ativo (BRIGHAM; EHRHARD, 2013). Segundo os autores, a TIR é a taxa que, usada para trazer os fluxos de caixa futuros a valor presente, resulta em um VPL igual a zero. Caso a TIR seja maior que o custo de capital da companhia, o investimento tem um retorno atrativo para seus acionistas. Matematicamente, a fórmula da TIR consiste na equação 3.

Equação 3 – Taxa Interna de Retorno

$$0 = \sum_{n=0}^n \frac{FC_t}{(1+TIR)^t}$$

Na indústria de investimentos em participações privadas, o uso da TIR para a análise de retorno de investimentos é mais comum visto que, usualmente, os gestores lidam com taxas anuais – lucratividade, juros, inflação, retorno esperado, etc. Segundo Damodaran

(2012), uma das críticas mais comuns feitas ao VPL é o fato que o indicador lida com números absolutos, e não a relação entre o retorno e a quantia investida.

2.3.2 Risco, Retorno e Custo de Capital Próprio

Um dos desafios da valoração de empresas, segundo Damodaran (2012), é estimar o custo de capital de um investidor, ou seja, o retorno esperado por ele dado certo risco de investimento. De acordo com o autor, tal estimativa fica mais complexa quando se lida com capital próprio uma vez que, usualmente, o retorno ou o prazo de maturação não são pré-determinados contratualmente. Por esse motivo, existem algumas metodologias de estimativa de custo de capital próprio, sendo a mais utilizada o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) (BRIGHAM; EHRHARD, 2013). Segundo os autores, para um melhor entendimento da metodologia, os conceitos de risco e retorno devem estar claros.

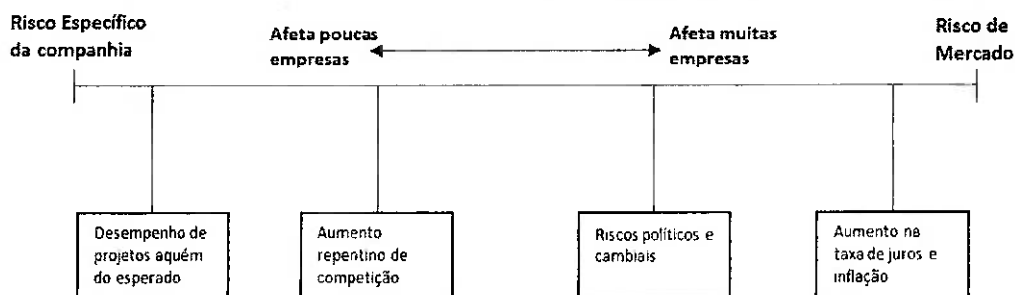
2.3.2.1 Risco e Retorno

Brigham e Ehrhard (2013) definem risco como “algo que se refere à chance de um evento desfavorável acontecer”. Ao se investir em um ativo, o risco está relacionado à disparidade entre o retorno esperado e o retorno realizado: quanto mais arriscado um ativo é, menos provável é a chance de ele prover um retorno igual ao retorno esperado pelo investidor. Nesse sentido, os autores resumem o retorno de um ativo como uma distribuição normal, com média representando o retorno esperado e desvio-padrão representando o risco.

Nesse contexto, segundo Damodaran (2012), o risco de um ativo pode ser dividido em duas partes: risco de mercado e risco específico da companhia. O primeiro refere-se ao risco global, que afeta diversos mercados e empresas, e o segundo refere-se ao risco de uma companhia específica. Essa distinção, de acordo com o autor, é “crítica para a maneira como atribuímos risco em finanças”.

Ainda segundo Damodaran (2012), um investidor, quando compra uma ação de uma empresa, está exposto a riscos de mercado e riscos específicos da empresa. Entre os possíveis riscos, podemos citar um aumento repentino de competição, um desempenho aquém do esperado de um projeto, um aumento de inflação, entre outros. Podemos construir, assim, uma graduação de riscos, de riscos específicos para riscos cada vez mais globais, conforme figura 5.

Figura 5 - Graduação dos Tipos de Risco



Fonte: Adaptado de Damodaran (2012)

De acordo com Brigham e Ehrhard (2013), quando mais um investidor diversifica seus investimentos, menos exposto a riscos específicos de companhias ele fica. Na teoria, se um investidor adquirisse as ações de todas as companhias do mercado, seu risco total seria muito próximo do risco único de mercado. De acordo com os autores, um portfólio teórico composto por todas as ações de um mercado é chamado de portfólio de mercado, com desvio padrão convencionalmente denominado σ_m .

2.3.2.2 Custo de Capital Próprio

O mais utilizado método de estimativa do custo de capital próprio de um investidor é o *Capital Asset Pricing Model*, ou CAPM (BRIGHAM; EHRHARD, 2013). De acordo com os autores, o método se baseia na premissa de que todos os investidores podem diversificar seus portfólios, criando uma carteira com baixo risco específico de uma companhia – o portfólio de mercado e podem investir em um ativo com zero risco e retornos previsíveis, chamado de ativo livre de risco. Dependendo do perfil de risco de cada investidor, ele tem a possibilidade de investir uma maior proporção de seu capital no portfólio de mercado ou no ativo livre de risco, ajustando seu retorno esperado.

A partir das definições de portfólio de mercado e ativo de zero risco, Brigham e Ehrhard (2013) concluem que, para se estimar o risco (e, consequentemente, o retorno esperado) de um ativo individualmente, podemos comparar o seu risco com a média de mercado, usando sempre como referência de retorno mínimo o ativo livre de risco, conforme indicado na equação 4.

Equação 4 – Retorno Esperado de um Ativo i

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

Onde: $E(R_i)$ = Retorno Esperado do Ativo i

R_f = Retorno do Ativo Livre de Risco

$E(R_m)$ = Retorno Esperado do Portfólio de Mercado

β_i = Beta do Ativo i, correspondente à razão entre a covariância do ativo i com o portfólio de mercado e a variância do portfólio de mercado (medida de risco)

Visto que, na perspectiva de um investidor, o retorno esperado por ele de um ativo corresponde ao seu custo de capital, tem-se que (BRIGHAM; EHRHARD, 2013):

Equação 5 – Fórmula do Custo de Capital de um Investidor

$$k_e = E(R_i)$$

Onde: k_e = Custo de Capital de um Investidor

$E(R_i)$ = Retorno Esperado do Investimento

2.3.3 Fluxo de Caixa Descontado

A primeira metodologia de avaliação de empresas apresentada é o Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Tal metodologia, segundo Damodaran (2012) “tenta estimar o valor intrínseco de um ativo, baseando-se em seus fundamentos”, ou seja, de maneira independente de outras empresas, como é o caso da metodologia de avaliação relativa.

Ainda segundo o autor, o valor de um ativo é “o valor presente dos fluxos de caixa previstos deste ativo, descontado a uma taxa que reflita o grau de risco desses fluxos de caixa”. Matematicamente, o conceito é dado pela equação 6.

Equação 6 – Fórmula do Valor de um Ativo i

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Onde: n = Vida do Ativo

CF_t = Fluxo de Caixa no Período t

r = Taxa de Desconto que reflete o risco dos fluxos de caixa estimados

2.3.3.1 Fluxo de Caixa Livre

De acordo com Martins (2001), há dois tipos principais de fluxo de caixa no contexto de avaliação de empresas, cada um usado para calcular valores distintos em uma companhia:

- *Fluxo de Caixa Livre para Investidores (FCFF – Free Cash Flow to Firm).*

Caixa gerado para todos os investidores de uma companhia, incluindo investidores de capital próprio (sócios) e de capital de terceiros (credores);

- *Fluxo de Caixa Livre para Acionistas (FCFE – Free Cash Flow to Equity).*

Caixa gerado para os investidores de capital próprio.

A diferença entre o Fluxo de Caixa Livre para Investidores e o Fluxo de Caixa Livre para Acionistas é a presença de variações no caixa decorrentes de investimentos financiados dívidas, como evidenciado na tabela 3.

Tabela 3 - Diferenças Entre Fluxo de Caixa Livre para Investidores e para Acionistas

FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA INVESTIDORES	FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA ACIONISTAS
(=) Resultado Operacional (LAJIR)	(=) Lucro Líquido
(-) Imposto Operacional	(+) Depreciação
(+) Depreciação	(-) CAPEX
(-) CAPEX ⁷	(-) Invest. em Capital de Giro Líq.
(-) Invest. em Capital de Giro Líq. ⁸	(-) Pagamento de Principal de Dívida
(=) Fluxo de Caixa para Investidores	(+) Emissão de Novas Dívidas
	(=) Fluxo de Caixa para Acionistas

Fonte: Adaptado de Serra; Wickert (2013)

De acordo com Damodaran (2012), há três maneiras de se estimar os fluxos de caixa futuros de uma companhia:

⁷ *Capital Expenditures* (Investimentos em bens de capital)

⁸ Diferença entre a variação do ativo circulante (não caixa) e o passivo circulante (não dívida) em um período.

- *Análise histórica.* Analisar os resultados passados da empresa, algo que, para o autor, pode ser errôneo – um alto crescimento histórico não se traduz sempre em um crescimento futuro;
- *Estimativas de outras fontes.* Algumas fontes mais informadas, como a administração da empresa, podem fornecer mais dados a respeito de seu crescimento futuro. Tal visão também pode ser enviesada;
- *Análise dos Lucros.* Analisar o projeto de reinvestimento dos lucros gerados pela companhia e, acima disso, analisar a eficácia dos projetos nos quais os lucros serão investidos.

Segundo Serra e Wickert (2013), os Fluxos de Caixa Livres para Acionistas, trazidos a valor presente pelo Custo de Capital Próprio (k_e) geram o Valor do Capital Próprio da companhia. Para que seja estimado o valor da companhia como um todo, é necessário que os Fluxos de Caixa Livres para Investidores sejam trazidos a valor presente por uma taxa que pondera o Custo de Capital Próprio e o Custo da Dívida, como visto a seguir.

2.3.3.2 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

O Custo Médio Ponderado de Capital (Custo de Capital dos Investidores ou WACC, sigla de *Weighted Average Cost of Capital*), segundo Serra e Wickert (2013), é a media do custo dos investidores de uma empresa – tanto acionistas como credores – ponderada pelo volume de capital aportado nela. Foi demonstrado que a parcela de capital próprio do WACC pode ser calculada por meio da metodologia do CAPM. O custo dos credores (ou custo da dívida) pode ser estimado de quatro maneiras (SERRA; WICKERT, 2013):

- *Modelo de Crédito.* Segundo os autores, “Um modelo de crédito estabelece, a partir de análise com empresas similares, o risco de crédito que é posteriormente usado na definição de um spread a ser cobrado acima de uma taxa básica”;
- *Média Ponderada de Dívidas Existentes.* Usando como base as dívidas existentes de uma companhia, é possível se estimar o custo de dívida dela, com o cuidado de considerar apenas dívidas que sejam representativas em termos de tamanho, custo, prazo e garantias;

- *Título de Dívida Líquido*. Caso a empresa tenha algum título de dívida que seja negociada no mercado com boa liquidez, pode-se estimar o custo da dívida por meio da taxa implícita do título;
- *CAPM*. Por meio da mesma técnica utilizada na estimativa de custo de capital próprio, é possível se estimar o custo da dívida. Tal prática, no entanto, não é tão comum pois é necessária uma série histórica longa de retornos da dívida, algo que nem sempre é facilmente obtido.

Uma característica específica da dívida, segundo Brigham e Ehrhard (2013), é o fato que ela, em geral gera um benefício fiscal para a companhia. Isso ocorre porque, contabilmente, o pagamento de juros de uma dívida é visto como despesas dedutíveis do lucro antes do imposto de renda. Para o custo da dívida, isso se traduz em uma redução do custo de capital dos credores, visto que a empresa tem um benefício contábil ao se financiar por dívidas. O custo de uma dívida efetivamente observado por uma companhia, segundo os autores, é dado pela equação 7.

Equação 7 – Custo de Dívida

$$k_d = r_d \times (1 - t)$$

Onde: k_d = Custo efetivamente observado pela companhia

r_d = Custo de capital dos credores

t = Alíquota de imposto de renda

O cálculo do WACC, por fim, se traduz na equação 8 (SERRA; WICKERT, 2013).

Equação 8 – Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

$$WACC = \frac{D}{D + E} \times [k_d \times (1 - t)] + \frac{E}{E + D} \times k_e$$

Onde: D = Volume de capital aportado por credores na companhia

E = Volume de capital aportado por acionistas na companhia

k_d = Custo de dívida

k_e = Custo de capital próprio

t = Alíquota de imposto de renda

Uma vez estabelecidos o WACC e os Fluxos de Caixa Livres para Investidores, estima-se o valor de uma companhia por meio da equação 6.

2.3.4 Avaliação Relativa

A Avaliação Relativa, ou Avaliação por Múltiplos, ao contrário da avaliação por Fluxo de Caixa Descontado, não estima o valor intrínseco de uma companhia, mas tenta determinar o valor de uma companhia usando como base de comparação outras empresas do mesmo setor (Damodaran, 2012). Segundo o autor, empresas com tamanhos, rentabilidades e custos de capital semelhantes tendem a ser precificadas de maneira semelhante, fazendo com que o método de Avaliação Relativa seja útil para comparar companhias de um mesmo segmento de atuação. Tal análise tende a ser complementar ao Fluxo de Caixa Descontado (Damodaran, 2012).

De acordo com Serra e Wickert (2013), a análise por múltiplos “deve ser entendida como uma avaliação relativa a uma amostra e, portanto, é essencial que as empresas componentes dessa amostra sejam similares à companhia que está sendo avaliada”.

Os múltiplos são parâmetros de comparação que, usualmente, envolvem a razão do preço (ou valor) estimado da companhia e um parâmetro operacional ou financeiro dela (SERRA, WICKERT, 2013). Entre os múltiplos de comparação mais utilizados pode-se citar:

- *Múltiplo EV/EBITDA*. Razão entre o valor da firma (soma do valor do capital próprio e da dívida líquida) e o LAJIDA (tradução do EBITDA) que uma empresa gera em um exercício;
- *Múltiplo P/E*. Razão entre o valor do capital próprio e o lucro líquido que uma empresa gera em um exercício;
- *Múltiplo EV/Sales*. Razão entre o valor da firma e o faturamento que uma empresa gera em um exercício;
- *Múltiplo Price/Book*. Razão entre o Valor do Capital Próprio e o patrimônio líquido de uma empresa. Tais valores são distintos, pois o primeiro é um valor de mercado e o segundo, um valor contábil.

Com os múltiplos de empresas comparáveis à companhia a ser avaliada, estima-se seu valor de acordo com a equação 9 (SERRA; WICKERT, 2013).

Equação 9 – Avaliação Relativa: Equação Geral

$$\text{Valor} = M \times IR$$

Onde: M = Múltiplo de empresas comparáveis

IR = Indicador operacional ou financeiro de resultado

Nota-se que, dependendo do múltiplo e do indicador de resultado utilizado, o valor encontrado pode se referir ao valor do capital próprio ou ao valor da firma de maneira que as equações 10 e 11 sejam verdadeiras.

Equação 10 – Valor do Capital Próprio na Avaliação Relativa

$$\text{Valor do Capital Próprio} = M_e \times IR_e$$

Equação 11 – Valor da Firma na Avaliação Relativa

$$\text{Valor da Firma} = M_f \times IR_f$$

Onde: M_e = Múltiplo relacionado ao capital próprio (ex.: P/E)

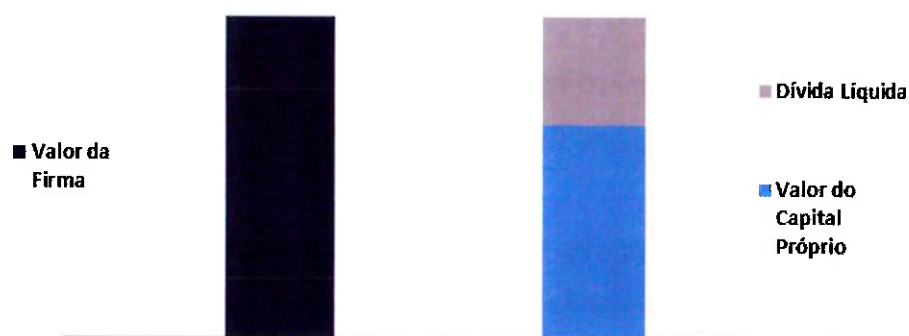
IR_e = Indicador de resultado relacionado ao capital próprio (ex.: lucro líquido)

M_f = Múltiplo relacionado ao capital total dos investidores (ex.: EV/EBITDA)

IR_e = Indicador de resultado relacionado ao capital total dos investidores (ex.: LAJIDA)

Novamente, a diferença entre o valor do capital próprio e o valor da firma é a inclusão do cálculo da dívida líquida – que representa o valor líquido do capital de terceiros – como representado na figura 6.

Figura 6 – Diferença entre Valor do Capital Próprio e Valor da Firma



Fonte: Elaborado pelo autor

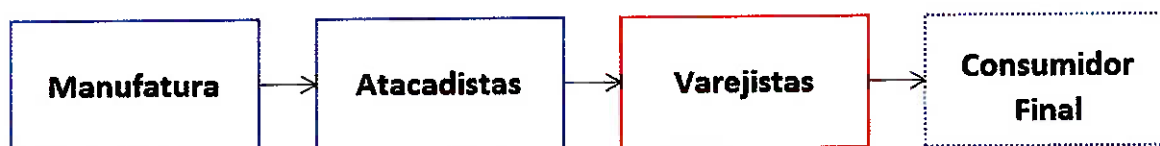
Serra e Wikcert (2013) enfatizam a importância de se estabelecer uma amostra com boa comparabilidade à companhia a ser analisada. Segundo os autores, há, no Brasil, “um baixo número de empresas listadas por setor de atuação”, fazendo com que, em geral, a amostra seja pequena. Existem outros filtros para serem usados na análise, como tamanho, crescimento, endividamento, rentabilidade, liquidez, entre outros (SERRA; WICKERT, 2013). Tais filtros devem ser usados caso haja poucas empresas de mesmo setor na amostra.

3. O SETOR DE VAREJO DE VESTUÁRIO

3.1 Características Gerais

As lojas Malibu se encaixam em um modelo varejista de negócio, ou seja, “em uma atividade comercial de venda de produtos ou serviços feita diretamente ao consumidor final” (FERREIRA, 1999). Uma rede varejista, por definição, comercializa mercadorias em pequenas quantidades, ao contrário de uma rede atacadista. Considerando um modelo clássico de distribuição, composto por manufatura, atacadistas e varejistas, nota-se que o varejo localiza-se no último elo da cadeia, como demonstrado na figura 7 (LEVY; WEITZ, 2000).

Figura 7 - Varejistas no Modelo de Distribuição de Produtos ao Consumidor Final



Fonte: Adaptado de Levy e Weitz (2000)

O varejo, segundo Costa e Santos (1997), exibe características clássicas de operação comercial, incluindo a procura e seleção de produtos, aquisição, distribuição, comercialização e entrega. Segundo as autoras, “é tradicional absorvedor de mão de obra, historicamente menos qualificada que a empregada no setor industrial, caracterizando-se pela alta rotatividade do emprego”. O recente aumento da concorrência e tecnologias disponíveis no setor tende, no entanto, a exigir uma melhor qualificação dos empregados.

Ainda segundo as autoras, o setor varejista está diretamente exposto à conjuntura econômica do país, seja por meio da inflação, da renda disponível ou do acesso ao crédito. No caso do varejo de vestuário, que se enquadra no varejo de bens semiduráveis, as variações na massa salarial e na disponibilidade de crédito são especialmente sensíveis.

O varejo de vestuário compreende a venda direta de artigos vestuários – camisetas, sapatos, calças, chapéus, etc. - para um consumidor final. É um mercado que movimenta, segundo o SEBRAE-SP (2014), quase R\$150 bilhões ao ano no país e gera mais de 600 mil

postos de trabalho. É composto por empresas de variados tamanhos e focos, compreendendo microempresas familiares até grandes grupos empresariais listados na bolsa de valores.

O aumento do número de *shopping centers* nos últimos anos fez com que o hábito de consumo de roupas mudasse consideravelmente. Segundo dados da ABRASCE (2015), as vendas em *shoppings* já correspondem a 20% do total do varejo nacional, movimentando R\$140 bilhões em 2014. Isso faz com que as redes varejistas de vestuário criem suas estratégias de expansão dando grande peso a boas localizações em *shoppings*.

Outra característica relevante do setor é a pulverização de mercado. Apesar de muito competitivo, o setor varejista de vestuário é composto por muitas empresas distintas. Esse fato se dá pela presença de poucas barreiras de entrada para empreendedores no setor.

3.1.1 Modelos de Negócio

De acordo com o Banco BTG Pactual (2015), o varejo de vestuário pode ser dividido entre Lojas de Departamento, Varejistas de Moda Rápida, Varejistas de Moda de Valor e Lojas de Especialidades. Tal divisão discerne o modelo de venda proposto por cada empresa, como demonstrado na tabela 4:

Tabela 4 - Modelos de Negócio do Varejo de Vestuário Mundial

	Lojas de departamento	Varejista de Moda Rápida	Varejistas de Moda de Valor	Lojas de Especialidades
Principais Companhias	Macy's, Sears, Marks&Spencer	Inditex, 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
Ponto de Preço	Acessível	Acessível	Baixo	Alto
Atendimento ao 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: Adaptado de BTG Pactual (2015)

Como a demanda por produtos vestuários é incerta, um varejista com curtos *lead-times* de produção e distribuição garante que a oferta e a demanda se correspondem. Sistemas de gestão de estoques e de compras são ferramentas cada vez mais utilizadas para encurtar os períodos da cadeia de suprimentos (BTG Pactual, 2015). A Inditex/Zara, uma das maiores redes de varejo de vestuário do mundo, prefere manter a maior parte de sua produção na Europa (em contrapartida à Ásia, com mão de obra mais barata) para que o produto final chegue mais rápido ao consumidor – a companhia tem uma cadeia de suprimentos com *lead time* médio de 20 dias.

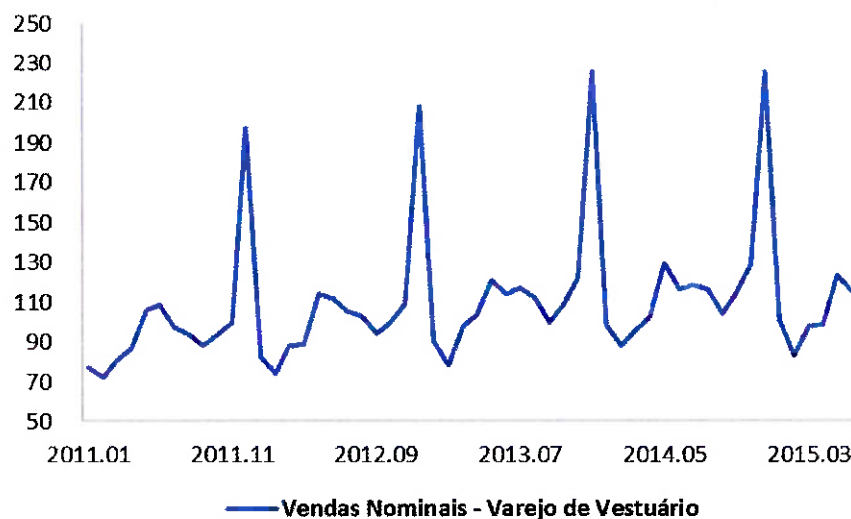
A gestão da cadeia de suprimentos impacta principalmente a margem bruta das varejistas de vestuário. Isso porque o controle de estoques, fornecedores e transporte reduz custos para as empresas, aumentando seu lucro bruto. Em meio a mercados de alta rotação, como é o caso do mercado da moda, as companhias precisam equilibrar a redução de custos

com a atualização constante de seus produtos, prática também chamada de resposta ao mercado (BTG Pactual, 2015).

3.1.2 Sazonalidade

Uma das características principais do setor é o forte impacto da sazonalidade nas vendas. Isso ocorre porque os consumidores, em média, compram mais roupas em épocas próximas ao natal e ao verão. Tal fenômeno é explicitado na figura 8, que reproduz o total de vendas nominal do varejo de vestuário no país em relação a uma base de 2011.

Figura 8 - Vendas Nominais - Varejo de Vestuário no Brasil (Base 2011=100)



Fonte: Adaptado de IPEA (2015)

Por meio da figura 8, percebe-se que as vendas de dezembro são consideravelmente maiores que no resto do ano. Essa característica, presente em quase todos os segmentos de varejo de vestuário, exige que as companhias planejem sua oferta para que não subestimem as vendas nesses períodos, podendo perder potenciais vendas por falta de produtos nas lojas.

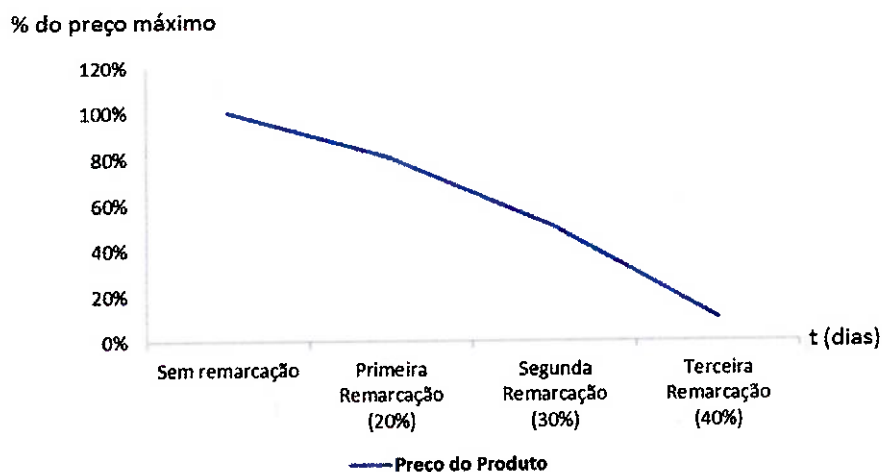
Percebe-se, também, um pico de vendas no meio do ano, causado principalmente pelo início do inverno. A primeira grande queda de temperatura no ano faz com que o consumidor vá às compras por itens de inverno, aumentando as vendas nos meses de junho e julho (CARVALHO DE MESQUITA; MARTINS, 2011).

3.1.3 Promoções e Disposição da Loja

O varejo de vestuário é um mercado extremamente dinâmico, com alta dependência de fatores qualitativos como força de marca, experiência do cliente na loja e tendências da moda. Tal característica faz com que as redes varejistas foquem grande parte de seu esforço operacional em renovação constante de peças, seguindo as tendências mais atuais, e na disposição das lojas físicas, facilitando o acesso a peças mais populares ou rentáveis.

Um dos principais desafios de uma empresa varejista de vestuário é conseguir girar seu estoque de maneira a maximizar a rentabilidade de seus produtos. Para isso, a remarcação a partir da gestão do ciclo de vida do produto é essencial. Com esse método, os produtos vão ficando cada vez mais baratos à medida que eles não são vendidos para que sua atratividade aumente. Evidentemente, a remarcação de produtos diminui a margem bruta da companhia e, por isso, deve ser feita de maneira calculada. Usualmente, as remarcações são mais agressivas à medida que um produto permanece nas prateleiras por muito tempo, como demonstrado na figura 9.

Figura 9 - Exemplo de Remarcação de Produtos: Lojas Renner



Fonte: Adaptado de Lojas Renner (2014)

A figura exibe um período de aproximadamente 180 dias. Percebe-se que, ao final do período, o produto está com um preço equivalente a 10% do preço inicialmente proposto para ele, o que representa uma relevante perda de margem para a companhia. Provavelmente, o produto foi vendido a uma margem negativa (custo maior que receita), situação que as redes varejistas tentam evitar ao máximo.

Além da remarcação agressiva de preços, as companhias do setor tendem a organizar a disposição de seus produtos nas lojas de maneira que produtos mais rentáveis fiquem em locais com mais fácil acesso (próximo à entrada da loja ou do caixa). No caso da redução do giro de estoque e na consequente remarcação dos produtos, as lojas costumam exibir produtos em promoção de maneira conjunta, criando seções nos quais os consumidores podem focar suas compras. Tal prática também ajuda a reduzir as perdas de margens dos produtos.

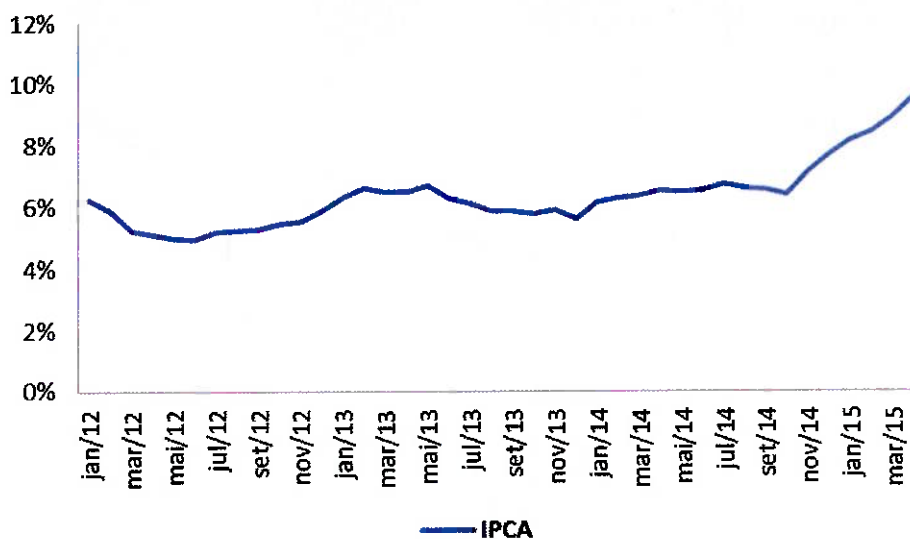
3.2 Propulsores de Crescimento do Setor

O setor de varejo de vestuário é discricionário, ou seja, consideravelmente sensível a ciclos econômicos. Está constantemente exposto a fatores como inflação e crescimento do produto interno bruto de um país. Além disso, a alta pulverização do mercado faz com que haja, nos últimos anos, uma tendência de consolidação do setor, formando grandes companhias que ocupam posições de liderança no mercado.

3.2.1 Taxa de Juros e Inflação

O aumento generalizado dos preços em uma economia diminui o poder de compra dos consumidores, fazendo com que seus salários tenham menor capacidade de suprir todos os seus gastos. Como os gastos com vestuário podem normalmente ser postergados, a redução do poder de compra dos consumidores – principalmente nas camadas mais pobres da população - freia o crescimento do setor no país. Em épocas de desaceleração econômica, as pessoas tendem a gastar seus salários com artigos essenciais, como água, luz e alimentos (Adaptado de Lojas Marisa, 2014).

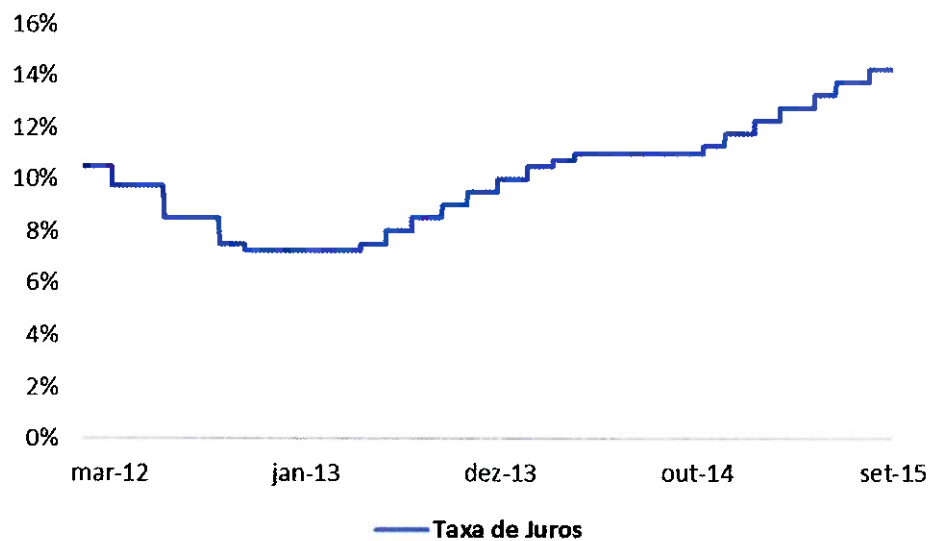
Do ponto de vista das empresas varejistas, o principal fator que as obriga a aumentar os preços é a alta de preços dos fornecedores. Para que as margens sejam mantidas, um aumento nos custos exige um aumento proporcional nas receitas, o que, usualmente, se traduz em aumento de preços. A figura 10 exibe a evolução do índice de preços ao consumidor amplo (IPCA) nos últimos 3 anos, indicador que melhor reflete o aumento de custos de fornecedores para as redes varejistas.

Figura 10 - Inflação Anual Histórica no Brasil

Fonte: IBGE (2015)

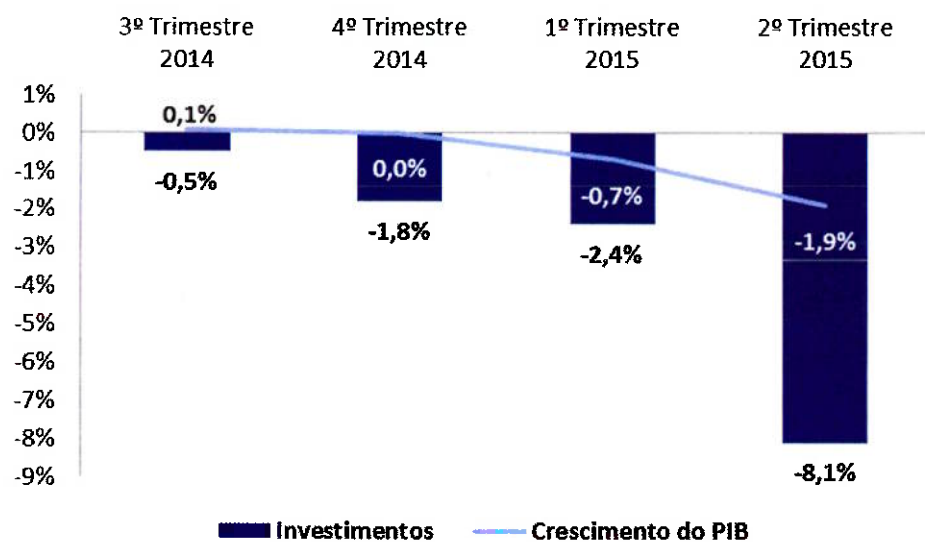
Para controlar o avanço da inflação, o governo federal age sobre a economia por meio de aumento da taxa de juros, mudanças nas políticas fiscais, controle de preços e limites sobre as importações. O aumento da taxa de juros é uma das alternativas que causa o maior impacto sobre a economia como um todo, afetando em larga escala a quantidade de dinheiro poupado e investido no país (Adaptado de JP Morgan, 2015).

Com a elevação da taxa básica de juros da economia, aumenta-se a atratividade de atividades poupadoras, como a compra de títulos públicos ou privados. Isso causa uma restrição de crédito ao consumidor, que também leva ao aumento da taxa de juros no varejo e consequência redução no consumo geral da população, arrefecendo a economia e reduzindo a pressão sobre os preços. Apesar de, a curto prazo, tal medida ter o efeito benéfico de reduzir a inflação, períodos extensos de juros altos tendem a reduzir a atratividade de investimentos no país, reduzindo o crescimento econômico. A figura 11 mostra a evolução da taxa básica de juros (Selic), que quase dobrou nos últimos 2 anos, levando ao efeito descrito neste parágrafo.

Figura 11 - Taxa de Juros Anual Histórica no Brasil

Fonte: Banco Central do Brasil (2015)

Mesmo não sendo o único causador, este aumento na taxa de juros para controle da inflação já impacta no crescimento econômico do país, como demonstrado na figura 12.

Figura 12 - Crescimento do PIB e de Investimentos no Brasil

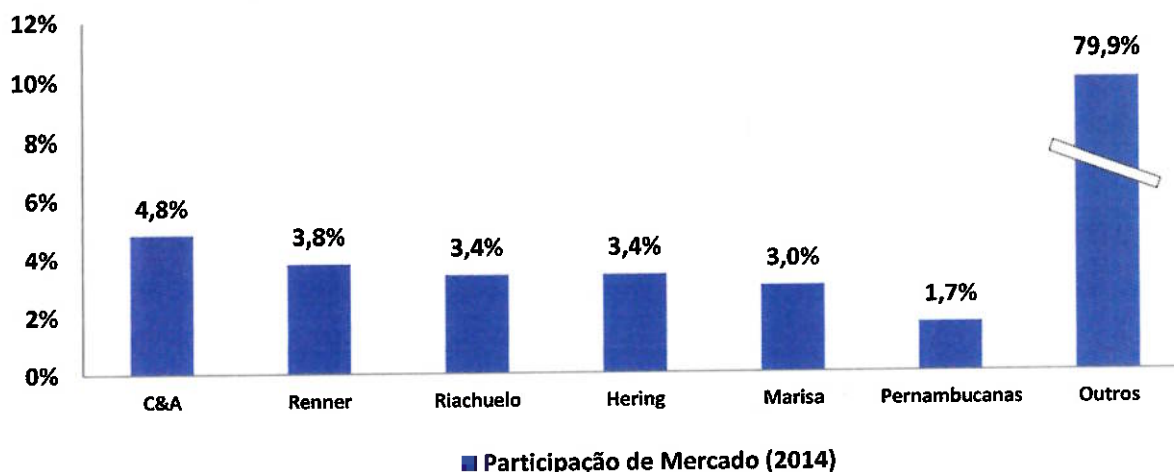
Fonte: IBGE (2015)

Apesar da inflação e do crescimento econômico influenciarem diretamente o setor como um todo, a análise de correlação realizada no item 5.2.1 mostra que, para a Lojas Malibu, o crescimento de PIB é o fator mais importante em suas vendas.

3.2.2 Tendências de Consolidação

O setor varejista de vestuário sofre de maneira lenta e gradual um processo de consolidação. Fragmentado e com altos índices de informalidade, o setor pode ser dividido, simplificada, entre grandes redes varejistas – Renner, Riachuelo, Marisa, entre outras – e pequenas empresas, com presenças regionais e com poucos ganhos de escala. Frente a cenários de instabilidade econômica, percebe-se um ganho de participação de mercado de marcas mais consolidadas em contrapartidas de companhias menores, causando uma tendência natural de consolidação. Em 2014, as principais redes varejistas de vestuário ocupavam a parcela do mercado ilustrada pela figura 15.

Figura 13 - Participação de Mercado das Principais Redes Varejistas de Vestuário do Brasil



Fonte: Lojas Marisa (2014)

O gráfico explicita o grau de pulverização do mercado brasileiro. Em outros países, como nos Estados Unidos, o setor varejista de vestuário é consideravelmente mais consolidado, com as seis maiores companhias representando aproximadamente 30% do mercado, segundo a Forbes (2014).

Tal cenário pode ser uma vertente de crescimento para as redes varejistas maiores. O ganho de escala e a maior eficiência operacional apresentada por elas faz com que muitas redes pequenas não consigam competir com as maiores, sofrendo processos de fusão ou aquisição pelas grandes redes.

3.2.3 Considerações Sobre as Expectativas de Crescimento nas Vendas

Os propulsores descritos acima impactam diretamente o crescimento de vendas para o varejo de vestuário à medida que o consumidor final está fortemente exposto a variações na taxa de juros, inflação e desemprego do país. Para a Lojas Malibu, a recente recessão econômica causou uma desaceleração do crescimento de abertura de lojas e de vendas em lojas maduras, bem como uma elevação dos níveis de endividamento da companhia, limitando sua geração de caixa. A fim de estabelecer uma estrutura de capital saudável e continuar o seu processo de expansão de lojas, a companhia buscou uma nova injeção de capital por meio de investidores em participações privadas. O investimento atenuaria alguns problemas decorrentes da deterioração do cenário econômico brasileiro de 2014 e 2015.

3.3 Companhias Abertas no Brasil

Apesar de menor tamanho, a Lojas Malibu pode ser comparada a grandes redes varejistas de capital aberto no país, em um processo denominado *benchmarking*. Tal análise tenta estabelecer um grupo de empresas comparáveis, seja por modelo de negócio, área de atuação, tamanho, ou outra característica, explicitando indicadores financeiros e operacionais relevantes para cada empresa do grupo.

Isso será importante neste estudo pois, a partir de dados de companhias abertas comparáveis, é possível analisar se os indicadores operacionais e financeiros da Lojas Malibu estão em linha com a média de mercado ou se a empresa pode apresentar ganhos de eficiência com o auxílio do fundo PE Investimentos.

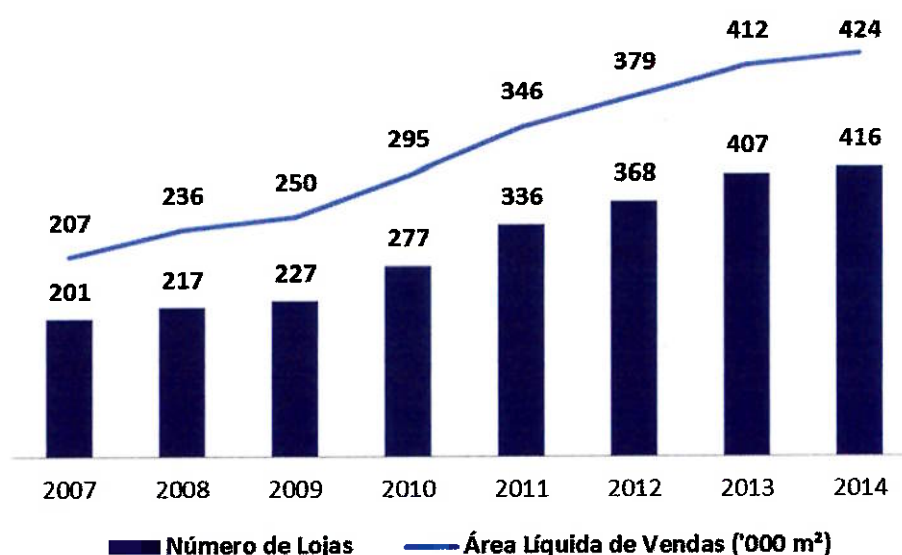
No Brasil, as empresas de capital aberto mais comparáveis à Lojas Malibu são a Lojas Marisa (listada sob o código AMAR3), Lojas Renner (listada sob o código LREN3) e, em menor grau de comparabilidade, Lojas Riachuelo (listada sob o código GUAR3)⁹. Esta tem um modelo de negócios verticalizado, produzindo boa parte de suas peças para venda no varejo, o que faz com seja necessária uma estrutura de produção eficiente. Naturalmente, a empresa comporta um ativo imobilizado consideravelmente maior que suas concorrentes.

⁹ Outras redes varejistas de vestuário de capital aberto, como Cia. Hering (HGTX3) ou Le Lis Blanc (LLIS3) não foram consideradas devido a seus modelos de negócio distintos.

3.3.1 Lojas Marisa

Com foco de atuação no público feminino entre 20 e 35 anos de idade da classe C e D, a rede de lojas Marisa atingiu a marca de 416 lojas no final de 2014. Presente em todo o país, a companhia opera por meio de fornecedores terceirizados, cinco centros de distribuição e lojas em shoppings (54% do total) e ruas (46% do total). Abriu o capital em 2007, captando mais de R\$400 milhões e, desde então, iniciou um programa de expansão de lojas agressivo, dobrando sua área líquida de vendas em seis anos, conforme indica a figura 16.

Figura 14 - Evolução do Número de Lojas - Marisa



Fonte: Lojas Marisa (2015)

A tabela 5 resume o resultado financeiro e operacional da companhia em 2014, podendo ser utilizado como base no processo de *benchmarking* da Lojas Malibu.

Tabela 5 - Indicadores Financeiros Lojas Marisa

Indicadores Financeiros e Operacionais (2014)	
Faturamento (R\$ milhões)	R\$ 4.379
Lucro Bruto (R\$ milhões)	R\$ 1.566
Margem Bruta	46,8%
LAJIDA (R\$ milhões)	R\$ 387
Margem LAJIDA	11,6%
Lucro Líquido (R\$ milhões)	R\$ 51
Margem Líquida	1,5%
ROE ¹⁰	4,4%
Dívida Líquida / EBITDA	1,6x
Número de Lojas	416
Dias de Estoque ¹¹	100
Dias de Recebimento ¹²	82
Eficiência de Loja ¹³ (R\$/m ²)	8.602

Fonte: Adaptado de Lojas Marisa (2015)

Utilizando como base o início de 2014, o a figura 17 exhibe a evolução histórica do preço da ação ordinária da Lojas Marisa, comparando seu desempenho com o principal índice da bolsa brasileira, o IBOVESPA (Base jan/2014=100%):

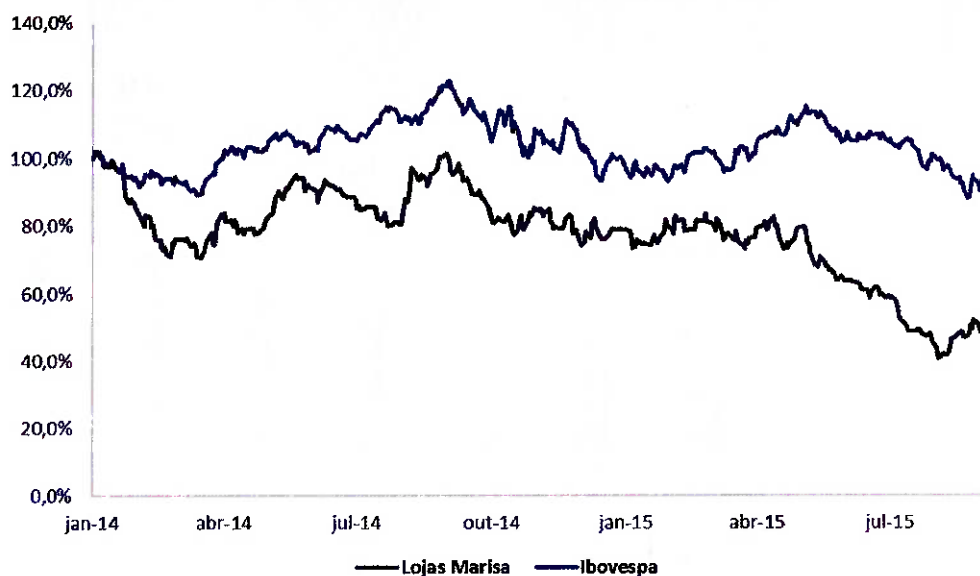
¹⁰ Retorno sobre o capital próprio (lucro líquido/patrimônio líquido)

¹¹ Número de dias médio necessários para que todo o estoque seja consumido, levando em consideração a proporção (estoque/custo de mercadoria vendida)

¹² Número de dias médio necessários para que a companhia receba seus pagamentos a prazo

¹³ Razão entre faturamento total e área líquida de vendas no final do período, indicando quanto o incremento de 1 m² de área de loja aumenta no faturamento da companhia

Figura 15 - Desempenho da Ação da Lojas Marisa e do IBOVESPA



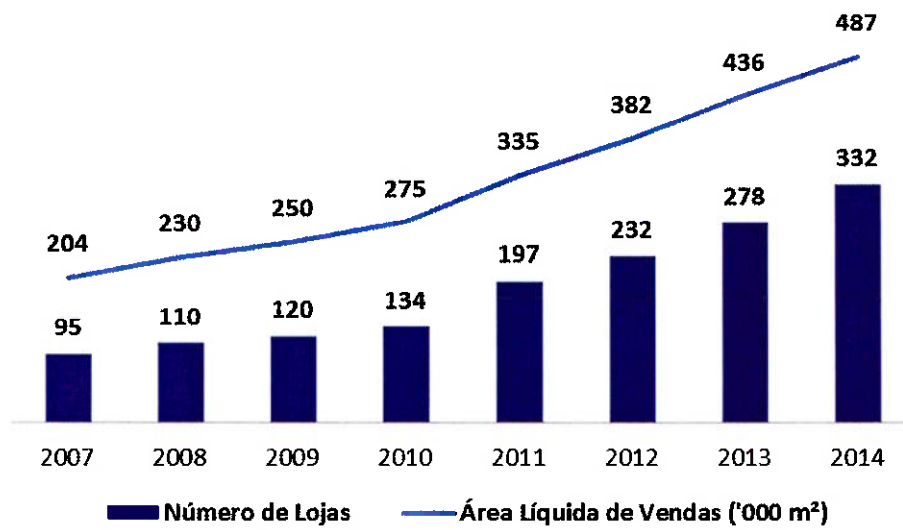
Fonte: Capital IQ (2015)

Percebe-se, nos últimos meses, uma clara desvalorização da ação da companhia em comparação ao IBOVESPA, em parte fruto da deterioração do cenário macroeconômico e dos resultados demonstrados nos trimestres de 2014 e 2015.

3.3.2 Lojas Renner

A rede Renner, que abrange as marcas Renner (moda geral), Camicado (casa e decoração) e Youcom (moda jovem), totalizou 332 unidades em dezembro de 2014. As lojas são distribuídas por todos os estados do país, concentrando-se mais nas regiões sul e sudeste. A empresa conta com quatro centros de distribuição em São Paulo, Rio de Janeiro e Santa Catarina e enfatiza sua presença em *shopping centers* (93% das lojas Renner são em shoppings). Segue um modelo de negócio semelhante à Lojas Marisa, com fornecedores terceirizados, porém focando em um público de classe A, B e C. Abriu o capital em 1967 e fez uma nova distribuição pública primária de ações em 2005, captando R\$220 milhões para auxiliar no plano de expansão de lojas. A figura 18 exibe a evolução histórica do número de lojas da companhia desde 2007.

Figura 16 - Evolução do Número de Lojas - Renner



Fonte: Lojas Renner (2015)

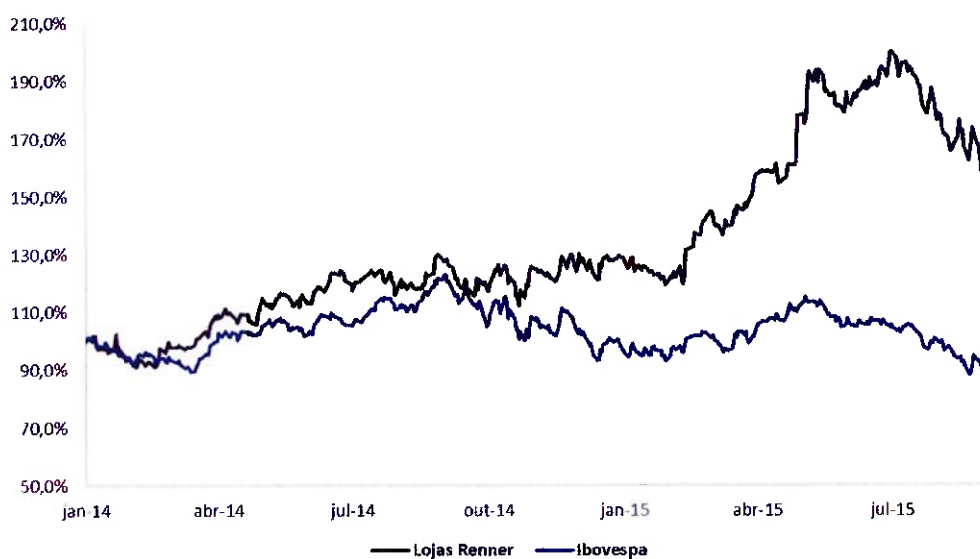
A tabela 6 resume o resultado financeiro e operacional da companhia em 2014, podendo ser utilizado como base no processo de *benchmarking* da Lojas Malibu.

Tabela 6 - Indicadores Financeiros Lojas Renner

Indicadores Financeiros e Operacionais (2014)	
Faturamento (R\$ milhões)	R\$ 6.846
Lucro Bruto (R\$ milhões)	R\$ 3.051
Margem Bruta	58,5%
LAJIDA (R\$ milhões)	R\$ 1.053
Margem LAJIDA	20,2%
Lucro Líquido (R\$ milhões)	R\$ 471
Margem Líquida	9,0%
ROE	25,4%
Dívida Líquida / EBITDA	1,1x
Número de Lojas	332
Dias de Estoque	104
Dias de Recebimento	102
Eficiência de Loja (R\$/m ²)	12.806

Fonte: Adaptado de Lojas Renner (2015)

Utilizando como base o início de 2014, a figura 19 exhibe a evolução histórica do preço da ação ordinária da Lojas Renner, comparando seu desempenho com o IBOVESPA (Base jan/2014=100%):

Figura 17 - Desempenho da Ação da Lojas Renner e do IBOVESPA

Fonte: Capital IQ (2015)

O desempenho da ação da Lojas Renner sofreu uma apreciação considerável no período analisado. Isso porque, apesar do cenário macroeconômico desfavorável, a companhia apresentou sólidos resultados financeiros e uma perspectiva de crescimento para os próximos trimestres, com novos projetos logísticos e de cadeia de suprimentos.

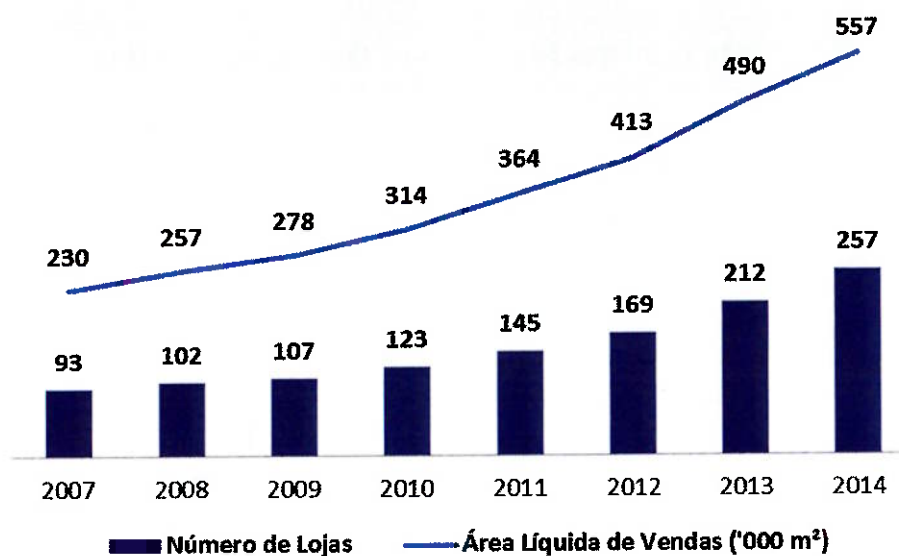
A companhia, além disso, segmenta seus produtos para públicos com maior poder aquisitivo, menos suscetíveis a recessões econômicas. Dessa maneira, enquanto o varejo de vestuário sofre impactos relevantes devido às condições macroeconômicas do país, a Lojas Renner vem demonstrando, nos trimestres de 2014 e 2015, resultados surpreendentes, com vendas “mesmas lojas¹⁴” crescendo acima de 10% ao ano.

3.3.3 Lojas Riachuelo

Com um modelo distinto de negócio, a Lojas Riachuelo verticaliza a cadeia de suprimentos, participando tanto da produção quanto da distribuição via varejo. A empresa tem seis unidades de produção no Rio Grande do Norte e no Ceará e atingiu a marca de 257 lojas varejistas e três centros de distribuição ao final de 2014. Iniciando suas operações em Natal (RN), a companhia abriu seu capital em 1970 e demonstrou uma constante evolução histórica de lojas, conforme ilustra a figura 20.

¹⁴ Receita da base de lojas com mais de um ano de idade.

Figura 18 - Evolução do Número de Lojas - Riachuelo



Fonte: Lojas Riachuelo (2015)

A tabela 7 resume o resultado financeiro e operacional da companhia em 2014, podendo ser utilizado como base no processo de *benchmarking* da Lojas Malibu.

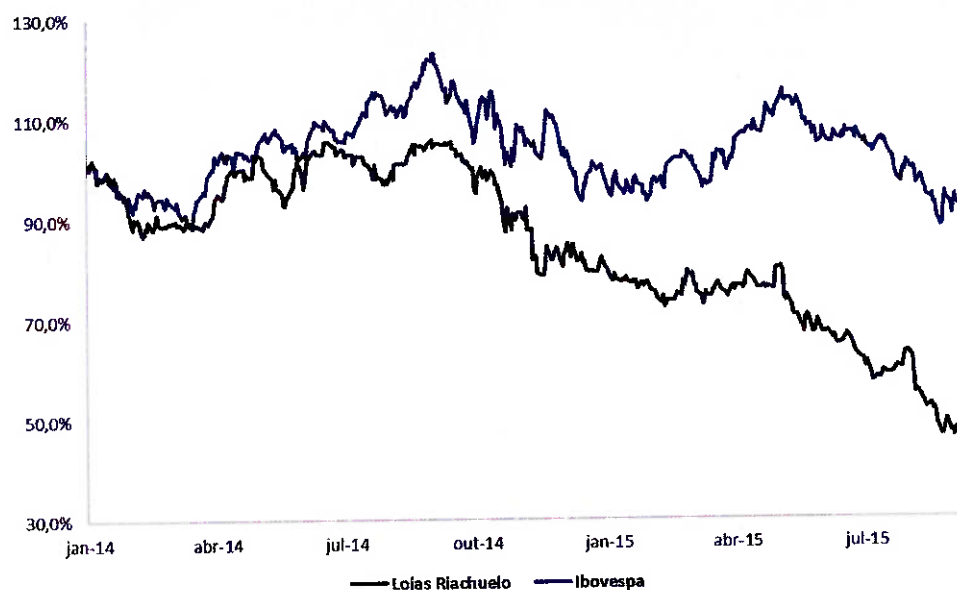
Tabela 7 - Indicadores Financeiros Lojas Riachuelo

Indicadores Financeiros e Operacionais (2014)	
Faturamento (R\$ milhões)	R\$ 6.219
Lucro Bruto (R\$ milhões)	R\$ 2.851
Margem Bruta	61,0%
LAJIDA (R\$ milhões)	R\$ 889
Margem LAJIDA	19,0%
Lucro Líquido (R\$ milhões)	R\$ 480
Margem Líquida	10,2%
ROE	15,1%
Dívida Líquida / EBITDA	0,7x
Número de Lojas	257
Dias de Estoque	167
Dias de Recebimento	123
Eficiência de Loja (R\$/m ²)	9.408

Fonte: Adaptado de Lojas Riachuelo (2015)

Utilizando como base o início de 2014, a figura 21 exibe a evolução histórica do preço da ação ordinária da Lojas Riachuelo, comparando seu desempenho com o IBOVESPA (Base jan/2014=100%):

Figura 19 - Desempenho da Ação da Lojas Riachuelo e do IBOVESPA



Fonte: Capital IQ (2015)

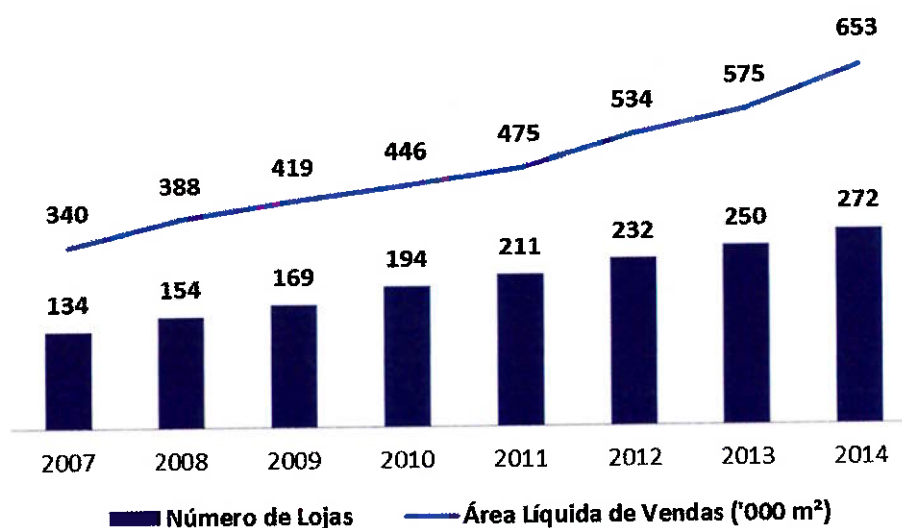
Percebe-se, nos últimos meses, uma clara desvalorização da ação da companhia em comparação ao IBOVESPA, em parte fruto da deterioração do cenário macroeconômico e dos resultados demonstrados nos trimestres de 2014 e 2015. Com custos de produção crescendo acima da inflação, o modelo de negócios baseado na produção próprias das peças tem impactado negativamente os resultados da companhia.

4. A COMPANHIA

4.1 Histórico e Características Gerais

A Lojas Malibu iniciou suas operações ao final da década de 1970 como uma loja familiar comercializadora de roupas e tecidos. Ao longo da década de 1990, desenvolveu-se na região Centro-Oeste, estruturando duas marcas varejistas – uma voltada a roupas e outra, a calçados e acessórios. Iniciou, no final desse período, um agressivo plano de expansão de lojas, chegando a abrir 20 lojas por ano e atingindo a marca de 250 lojas em 2013, conforme ilustrado na figura 22.

Figura 20 - Evolução do Número de Lojas - Malibu



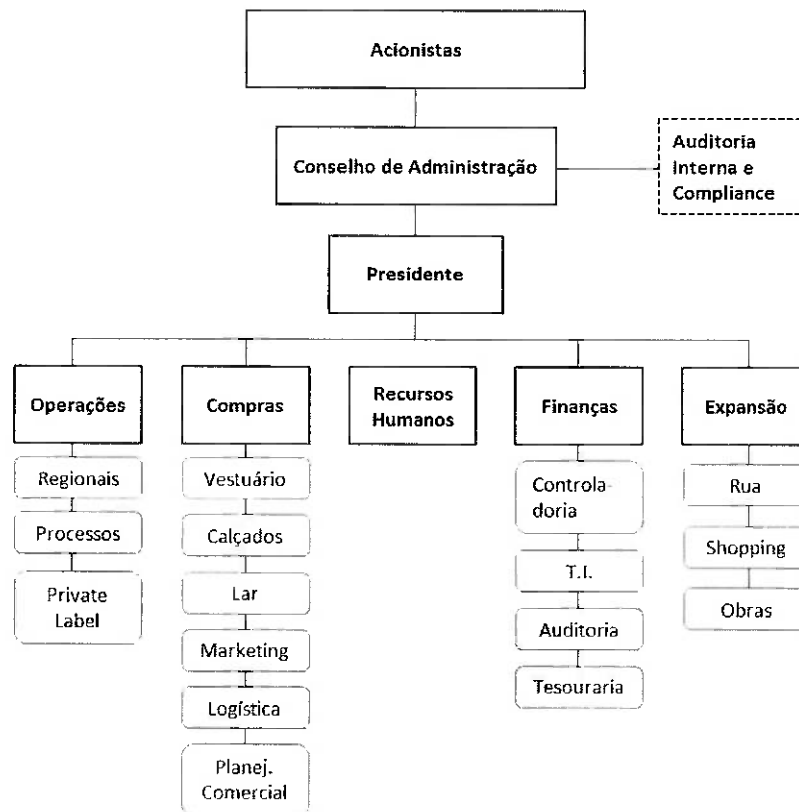
Fonte: Companhia (2015)

Em 2014, a Companhia recebeu um aporte de capital do fundo PE Investimentos para sustentar o seu plano de crescimento orgânico via abertura de novas lojas. Tal plano consumia demasiadamente caixa – seja pelo investimento inicial necessário ou pelo intenso uso de capital de giro – e, para não alavancar demasiadamente a empresa, os acionistas controladores decidiram formar uma sociedade com um fundo de investimentos em participações privadas.

4.1.1 Estrutura Organizacional

De maneira a desenvolver a governança corporativa da Malibu, a PE Investimentos instituiu, como pré-requisito à sua entrada, a contratação de um diretor financeiro (CFO) de mercado, gerando a estrutura organizacional retratada pela figura 23.

Figura 21 - Estrutura Organizacional Lojas Malibu



Fonte: Companhia (2015)

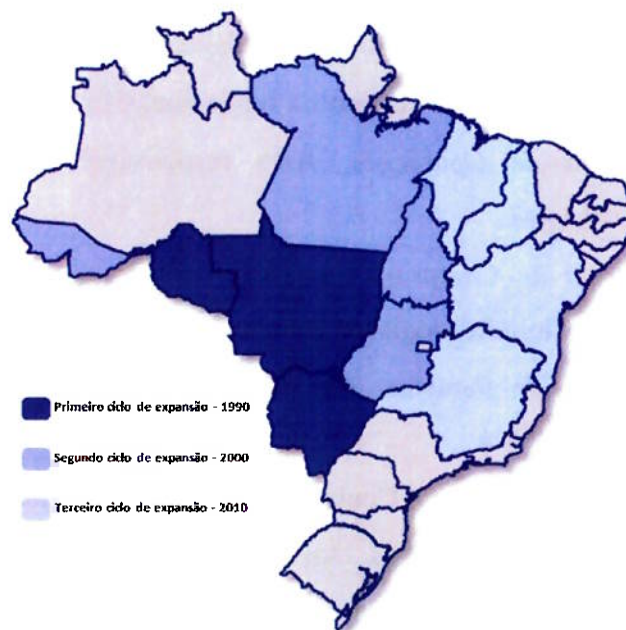
Anteriormente à entrada da PE Investimentos, a Malibu possuía uma gestão estritamente familiar, característica ainda comum em grande parte das empresas brasileiras. A nova estrutura teve como objetivo melhorar os processos internos da Companhia, sem remover o protagonismo dos acionistas controladores, cuja experiência é essencial para o crescimento futuro do negócio. As principais áreas da companhia são:

- *Acionistas*. Composto pelos detentores de capital da companhia, incluindo a família fundadora e o fundo PE Investimentos.

- *Conselho de Administração.* Composto pela família fundadora, o fundo PE Investimentos e um conselheiro independente de mercado.
- *Presidente.* Membro da família fundadora, CEO da companhia.
- *Diretoria de Operações.* Área responsável pelo aspecto operacional e processual das lojas.
- *Diretoria de Compras.* Área responsável pelo gerenciamento da cadeia e suprimentos, incluindo a logística e a relação com fornecedores.
- *Diretoria de Recursos Humanos.* Área responsável pela coordenação de pessoas da companhia.
- *Diretoria Financeira.* Controle financeiro da companhia.
- *Diretoria de Expansão.* Área responsável pelos projetos de expansão da empresa, incluindo compras e aluguéis de terrenos, construções de lojas e reformas.

4.1.2 Localização das Lojas

O processo de expansão da companhia ao longo das últimas décadas acarretou um avanço para diversos estados, aumentando a área de atuação da companhia no país. Por um lado, tal expansão alcançou novos mercados, aumentando a base de clientes da Malibu. Por outro, no entanto, obrigou a companhia a desenvolver seu sistema logístico para que grandes distâncias não impactassem as margens operacionais das lojas. Ao final de 2014, a empresa contava com três centros de distribuição localizados na região Centro Oeste e uma extensa rede logística para atender a lojas a uma distância de até 2.500 km. A figura 24 representa a agressiva expansão geográfica das lojas ao longo do tempo, levando em consideração três grandes fases – década de 1990, década de 2000 e pós 2010.

Figura 22 - Expansão Geográfica de Lojas

Fonte: Companhia (2015)

4.1.3 Portfólio de Produtos

A companhia segmenta seus produtos de acordo com a tabela 8.

Tabela 8 - Principais Famílias de Produtos Malibu

Família	Descrição	Margem Bruta Média
Feminino	Roupas para mulheres	44,5%
Masculino	Roupas para mulheres	41,2%
Infantil	Roupas para crianças	42,9%
Calçados	Calçados para todas as idades	44,1%
Lar	Itens de cama, mesa e banho	40,8%
Outros	Acessórios para homens e mulheres	42,3%

Fonte: Companhia (2015)

Grande parte de seu faturamento provém da linha “Feminino” (54% do total) e, por esse motivo, a companhia tende a dar mais relevância a fornecedores desses produtos. Comprando quantidades maiores desses produtos, a Malibu tem um maior poder de barganha frente aos fornecedores, possibilitando uma redução no custo dos produtos, aumentando suas margens.

4.2 Resumo Financeiro

A base para a valoração da companhia é o seu histórico financeiro, composto pelos principais demonstrativos financeiros: Demonstração de Resultados do Exercício (DRE), Balanço Patrimonial (BP) e Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC). É por meio deles que a PE Investimentos analisa alguns pontos críticos a respeito da empresa:

- *Tamanho da companhia.* Uma análise de faturamento, lucro bruto, LAJIDA e lucro líquido exhibe o tamanho da companhia e se ela se encaixa no perfil de investimento do fundo de investimentos em participações privadas. Essencialmente, o fundo analisa se, dado certo valor de investimento, sua participação na composição acionária da companhia é aceitável.
- *Endividamento.* Comumente, empresas demasiadamente endividadas procuram aportes de capital para ajustar sua estrutura de capital. Os fundos de investimentos em participações privadas devem analisar se, após o investimento, a companhia terá uma estrutura de capital saudável, conseguindo cumprir suas obrigações financeiras.
- *Geração de caixa.* Uma análise detalhada do DFC exhibe a geração de caixa de uma companhia e se ela se encontra em uma situação saudável ou não. Muitas vezes, companhias ineficientes ou em crescimento consomem boa parte do caixa gerado pelas operações, restando pouco fluxo livre para os investidores.

A seguir, alguns pontos principais extraídos dos três demonstrativos financeiros citados para os anos de 2013 e 2014 (demonstrativos completos estão na seção “Anexos”). Alguns indicadores, como dias de estoque e dias de recebimento, são especialmente importantes no setor varejista de vestuário, como demonstrado na tabela 9.

Tabela 9 - Indicadores Financeiros e Operacionais Lojas Malibu

Principais Indicadores Financeiros e Operacionais			
	2013	2014	% Var.
Faturamento (R\$ milhões)	1.429	1.705	19,3%
Lucro Bruto (R\$ milhões)	371	562	51,3%
Margem Bruta	39,9%	42,8%	
LAJIDA (R\$ milhões)	108	149	37,4%
Margem LAJIDA	11,6%	11,3%	
Lucro Líquido (R\$ milhões)	41	45	10,7%
Margem Líquida	4,4%	3,4%	
ROE	31,0%	21,4%	
Dívida Líquida / LAJIDA	3,3x	3,0x	
Número de Lojas	250	272	8,8%
Dias de Estoque	128	129	0,4%
Dias de Recebimento	108	108	-0,3%
Eficiência de Loja (R\$/m ²)	5.716	6.269	9,7%

Fonte: Companhia (2015)

Observando a tabela 10, nota-se que, frente às principais comparáveis abertas – Marisa, Renner e Riachuelo – a Lojas Malibu ainda tem consideráveis defasagens operacionais, explicitadas pelos indicadores de eficiência de loja, margens, dias de estoque e dias de recebimento. Tais defasagens são, para o fundo PE Investimentos, claras oportunidades de geração de valor, uma vez que o trabalho da gestora consiste na melhoria operacional da empresa investida.

Tabela 10 - Resumo de Indicadores - Lojas Malibu e Concorrentes

Principais Indicadores Financeiros e Operacionais (2014)				
	Lojas Malibu	Lojas Marisa	Lojas Renner	Lojas Riachuelo
Faturamento (R\$ milhões)	1.705	4.379	6.846	6.219
Lucro Bruto (R\$ milhões)	562	1.566	3.051	2.851
Margem Bruta	42,8%	46,8%	58,5%	61,0%
LAJIDA (R\$ milhões)	149	387	1.053	889
Margem LAJIDA	11,3%	11,6%	20,2%	19,0%
Lucro Líquido (R\$ milhões)	45	51	471	480
Margem Líquida	3,4%	1,5%	9,0%	10,2%
ROE	21,4%	4,4%	25,4%	15,1%
Dívida Líquida / LAJIDA	3,0x	1,6x	1,1x	0,7x
Número de Lojas	272	416	332	257
Dias de Estoque	129	100	104	167
Dias de Recebimento	108	82	102	123
Eficiência de Loja (R\$/m ²)	6.269	8602	12.806	9.408

Fonte: Companhias (2015)

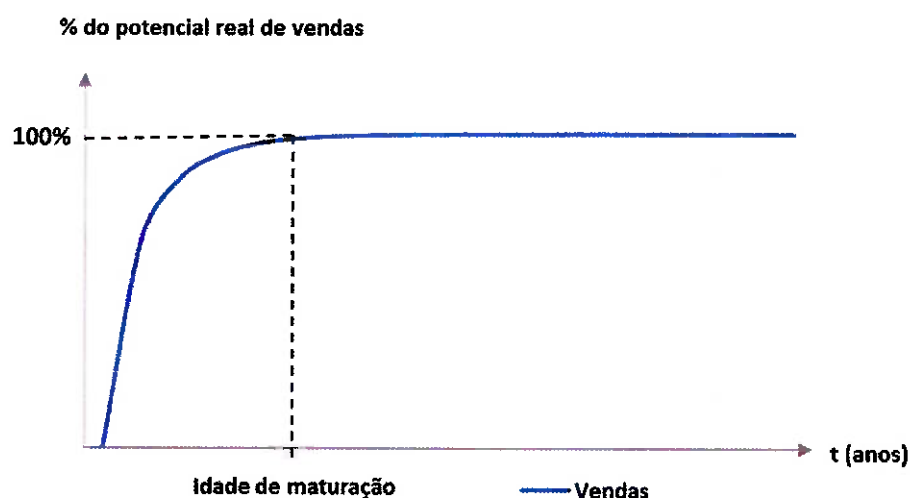
A construção da tabela de *benchmarking* é essencial para a construção do modelo financeiro uma vez que muitas premissas são baseadas no potencial de atingimento de indicadores operacionais, dentro de limites razoáveis.

4.3 Estratégias de Crescimento

A Lojas Malibu apresentou, nos últimos cinco anos, um notável crescimento em termos de número de lojas, faturamento e base de clientes. Tal crescimento se baseou em três pilares:

- *Abertura de Lojas em Regiões Estratégicas.* A principal estratégia do grupo é aproveitar o alto grau de pulverização do mercado e abrir novas unidades em cidades nas quais a presença de grandes redes varejistas não é predominante. Cada abertura de loja demanda um investimento considerável e, por esse motivo, o caixa da companhia é o grande limitador de crescimento;
- *Melhorias Operacionais e Lançamento de Novos Produtos.* Enfatizando o crescimento orgânico da companhia, a Lojas Malibu tem melhorado os sistemas operacionais da cadeia de suprimentos e lançado novos produtos, incluindo um cartão de bandeira própria¹⁵;
- *Maturação de Lojas Novas.* Um fenômeno comum observado em diversos segmentos do varejo é a maturação das lojas novas ao longo de alguns anos. Essencialmente, o fenômeno consiste em um comportamento assintótico das vendas de uma loja nova até que a loja atinja uma idade de maturação, como demonstrado na figura 25:

Figura 23 - Exemplo de Maturação de uma Loja



Fonte: Adaptado de BTG Pactual (2015)

O fenômeno descrito ocorre porque a divulgação da loja, seja por mecanismos ativos de marketing ou por divulgação “boca a boca”, leva tempo para atingir o público potencial de uma região. Segundo o banco BTG Pactual (2015), no caso do varejo de vestuário, estima-se que uma loja recém-inaugurada demore de 4 a 5 anos para atingir a sua maturação. A partir desse ponto, as vendas de uma loja tendem a crescer a ritmos consideravelmente menos acelerados.

¹⁵ Cartão de crédito emitido por uma varejista válido para a realização de compras em seus estabelecimentos

5. MODELAGEM FINANCEIRA

A modelagem financeira é a base para uma avaliação de empresas, seja por meio da metodologia de fluxo de caixa descontado ou por múltiplos. Em ambos os casos, as projeções dos principais demonstrativos financeiros de uma companhia – DRE, Balanço e Fluxo de Caixa – fornecem as informações utilizadas nas análises. Por esse motivo, uma modelagem financeira deve ser solidificada por informações confiáveis e premissas consistentes para que as projeções resultantes do modelo reflitam a realidade de maneira mais precisa possível.

A seguir, serão apresentadas as principais características do modelo financeiro da Lojas Malibu construído pelo autor. Naturalmente, será exposta apenas uma versão resumida do modelo (os demonstrativos financeiros completos encontram-se no Apêndice A e a versão completa do modelo encontra-se no *CD-ROM* que acompanha esse trabalho, no Apêndice B).

Vale ressaltar que, por motivos de confidencialidade, todos os valores exibidos no modelo financeiro – incluindo premissas de crescimento, margens e cronologia do aporte de capital – são fictícios. A tentativa do autor foi de representar, de maneira mais precisa possível, a lógica de avaliação da companhia sob a ótica de um fundo de investimentos em participações privadas, considerando as principais variáveis que envolvem tal processo, sem comprometer o acordo de confidencialidade assinado pela companhia e gestora do fundo.

5.1 Dados Históricos

5.1.1 *Demonstrativos Financeiros*

O ponto de partida de um modelo financeiro é a consolidação dos dados históricos de uma companhia, incluindo os dois principais demonstrativos. A Lojas Malibu começou a ser auditada por uma empresa independente no ano de 2012 e, por esse motivo, foi construído um modelo financeiro com dados a partir deste ano:

Tabela 11 - Balanço Patrimonial Lojas Malibu (2012-2014)

Balanço Patrimonial			
R\$ milhões	2012	2013	2014
Ativo	524,3	748,4	1.015,0
Ativo Circulante	384,7	578,5	802,7
Caixa e equivalentes	29,6	67,3	95,1
Contas a receber de clientes	194,2	275,9	388,3
Estoques	136,0	196,9	265,7
Impostos a recuperar	10,4	16,1	22,7
Demais contas a receber	14,6	22,2	30,9
Ativo não Circulante	139,6	169,9	212,3
Depósitos judiciais	0,2	0,3	0,2
Partes relacionadas	0,5	0,5	0,5
Investimentos	0,3	0,3	0,3
Imobilizado	137,8	168,0	210,4
Diferido	0,9	0,7	0,8
Passivo	524,3	748,4	1.015,0
Passivo Circulante	231,0	349,8	437,3
Fornecedores	110,1	161,7	218,3
Empréstimos e financiamentos	102,0	158,2	175,8
Encargos trabalhistas	7,4	11,5	16,5
Impostos, taxas e contribuições	11,4	17,6	24,7
Demais contas a pagar	0,0	0,8	2,1
Rever	0,0	0,0	0,0
Passivo não Circulante	202,7	267,5	367,5
Empréstimos e financiamentos	196,3	260,2	359,7
Impostos, taxas e contribuições	6,4	7,3	7,8
Patrimônio Líquido	90,5	131,1	210,1
Capital social	60,0	60,0	60,0
Lucros acumulados	30,5	71,1	150,1

Fonte: Companhia (2015)

Tabela 12 - Demonstração de Resultados Lojas Malibu (2012-2014)

Demonstrativo de Resultados

R\$ milhões	2012	2013	2014
Receita Bruta	909,1	1.428,9	1.705,3
(-) Impostos e devoluções	-248,6	-498,5	-392,1
Receita líquida Total	660,5	930,4	1.313,2
(-) Custo de Mercadorias Vendidas	-383,2	-559,4	-751,7
Lucro Bruto	277,3	371,1	561,5
<i>% margem bruta</i>	<i>42,0%</i>	<i>39,9%</i>	<i>42,8%</i>
(-) Despesas operacionais	-210,1	-262,9	-412,8
Despesas fixas	-21,0	-26,3	-41,3
Despesas variáveis	-189,1	-236,6	-371,5
LAJIDA	67,2	108,2	148,7
<i>% margem LAJIDA</i>	<i>10,2%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,3%</i>
(-) Depreciações e amortizações	-21,4	-30,3	-42,4
LAJIR	45,8	77,9	106,3
<i>% margem LAJIR</i>	<i>6,9%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,1%</i>
(+/-) Resultado financeiro	-26,3	-34,8	-53,5
Receitas financeiras	13,7	19,2	26,6
Despesas financeiras	-40,0	-54,0	-80,1
LAIR	19,5	43,1	52,8
<i>% margem LAIR</i>	<i>2,9%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,0%</i>
(-) IR e contribuição social	-3,9	-2,6	-7,8
Resultado líquido	15,5	40,6	44,9
<i>% margem líquida</i>	<i>2,3%</i>	<i>4,4%</i>	<i>3,4%</i>

Fonte: Companhia (2015)

A partir dos valores apresentados, serão projetados resultados futuros da companhia, utilizando como base premissas descritas no item 5.2.

5.1.2 Capital de Giro, Investimentos e Dívida

Alguns dados derivados das três demonstrações financeiras básicas também são de extrema importância para a construção do modelo. A maneira como a companhia gere o seu capital operacional, realiza investimentos de médio e longo prazo e se financia são relevantes para a análise, podendo alterar as lógicas das projeções. Nesse sentido, alguns indicadores são comumente utilizados ao se considerar tais aspectos:

- *Capital de Giro como dias de receita ou dias de custo.* Os ativos e passivos que compõem o capital de giro de uma companhia são usualmente comparados a sua geração de receita ou de custos em um ano. Com isso, é possível ser detalhado quantos dias de receita ou de custo ou certo ativo ou passivo operacional representa para a empresa. Para a Lojas Malibu, a situação de capital de giro nos últimos três anos está representada na tabela 13.

Tabela 13 - Indicadores de Capital de Giro Lojas Malibu (2012-2014)

Indicadores de Capital de Giro			
Indicador (em dias)	2012	2013	2014
Contas a receber – dias de receita	107,3	108,2	107,9
Estoques – dias de custos	129,5	128,5	129,0
Impostos a recuperar – dias de custos	9,9	10,5	11,0
Demais contas a receber – dias de custos	13,9	14,5	15,0
Fornecedores – dias de custos	104,9	105,5	106,1
Encargos trabalhistas – dias de custos	7,1	7,5	8,0
Impostos e taxas – dias de custos	10,9	11,5	12,2
Demais contas a pagar – dias de custos	0,0	0,5	1,0

Fonte: Companhia (2015)

- *Investimentos.* O crescimento vertiginoso da companhia nos últimos anos foi baseado na abertura de novas lojas que, naturalmente, exige grandes investimentos e consome seu caixa. A tabela 14 ilustra um resumo dos gastos com imobilizado nos últimos anos, bem como a depreciação e o saldo final de imobilizado nos períodos:

Tabela 14 - Investimentos Lojas Malibu (2012-2014)

Investimentos			
Em milhões de reais	2012	2013	2014
Saldo de imobilizado – início do período	109,7	137,8	168,0
(+) Investimentos	49,5	60,5	84,8
(-) Depreciação	(21,4)	(30,3)	(42,4)
Saldo de imobilizado – final do período	137,8	168,0	210,4

Fonte: Companhia (2015)

- *Dívida.* Devido ao alto crescimento e ao consequente consumo de caixa, a companhia apresentou, nos últimos anos, níveis alarmantes de endividamento. O aporte de capital do fundo PE Investimentos foi de grande auxílio para atenuar essa situação, fazendo com que a estrutura de capital da companhia se tornasse mais saudável. A tabela 15 exibe um resumo do endividamento da empresa de 2012 a 2014.

Tabela 15 - Endividamento Lojas Malibu (2012-2014)

	Endividamento		
Saldo / Indicador ao final do período	2012	2013	2014
Empréstimos de curto prazo (R\$m)	102,0	158,2	175,8
Empréstimos de longo prazo (R\$m)	196,3	260,2	359,7
Dívida Líquida (R\$m)	275,1	358,4	448,2
Dívida Líquida / EBITDA	4,1x	3,3x	3,0x
D / (D+E)	77,1%	76,5%	72,1%
Despesas Financeiras (R\$m)	40,0	54,0	80,1
Custo médio de dívida	13,4%	12,9%	15,0%

Fonte: Companhia (2015)

5.2 Premissas das Projeções

As projeções presentes no modelo se baseiam em premissas construídas a partir de diversas interações entre a administração da Lojas Malibu, a gestora PE Investimentos e terceiros, como instituições financeiras e consultorias. Tais premissas abrangem dados de mercado, como perspectivas de inflação e crescimento econômico, bem como estimativas de crescimento da companhia, como abertura de lojas, consumo de caixa e controle de capital de giro.

5.2.1 Premissas de Crescimento de Receita

As condições macroeconômicas descritas no item 3.2 impactam diretamente o crescimento de receita esperado para a companhia nos próximos anos. Como o varejo de vestuário tende a não ser essencial para a população, momentos de retração econômica afetam negativamente as vendas. É necessário, portanto, considerar correlações entre indicadores macroeconômicos relevantes e o crescimento de vendas nas projeções.

De modo a considerar o cenário macroeconômico brasileiro e o plano de crescimento da companhia, o modelo de crescimento de receita foi dividido em três partes:

- *Abertura de novas lojas.* Foi considerada a abertura de 12 lojas em 2015 e 20 lojas por ano a partir de 2016. Cada loja, apesar de requerer consideráveis investimentos por parte da companhia, gera incrementos de faturamento. Devido ao impacto da retração econômica sob a companhia, decidiu-se diminuir o número de aberturas em 2016 em relação ao histórico e, a partir deste ano, manter o mesmo ritmo de abertura que o passado da empresa apresentou sem o aporte de capital do fundo PE Investimentos;
- *Maturação de lojas.* Como mencionado, o fenômeno de maturação das lojas no varejo causa um significativo impacto no crescimento de receita das empresas. Nas projeções, foi considerada a curva de maturação das lojas novas exibida na tabela 16.

Tabela 16 - Curva de Maturação Considerada no Modelo Financeiro

Curva de Maturação de Lojas				
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4
% do potencial de vendas de uma loja	35%	75%	90%	100%

Fonte: Elaborada pelo autor

A tabela 16 foi construída a partir do histórico de crescimento de lojas em maturação. Foram analisadas 22 lojas com um ano de idade, 18 lojas com dois anos e 21 lojas com três anos e comparou-se a sua eficiência (em vendas/metro quadrado) com a eficiência de lojas maduras (com quatro anos ou mais);

- *Crescimento de lojas após a maturação.* Após uma loja atingir a idade de maturação – quatro anos -, o seu crescimento de receita é baseado na correlação entre as vendas, a inflação e o crescimento do produto interno bruto no período. A correlação entre as variáveis foi encontrada por meio da tabela 17 que considera o crescimento de receita de lojas maduras de 2010 a 2014 e a sua relação com a inflação e o crescimento do PIB nesses anos.

Tabela 17 - Correlação Entre Vendas na Maturação, Inflação e PIB

	2010	2011	2012	2013	2014	
Faturamento Lojas Maduras	998,6	1.069,8	1.135,7	1.202,2	1.279,0	
Crescimento de faturamento		7,1%	6,2%	5,9%	6,4%	Correlação: 90,6%
Fator de inflação + PIB		6,9%	6,0%	6,2%	6,4%	
Inflação		6,5%	5,8%	5,9%	6,4%	
Crescimento de PIB		3,9%	1,8%	2,7%	0,1%	

Fonte: Companhia (2015) e Projeções Itaú Unibanco (2015)

O fator de inflação + PIB é dado pela equação 12. Para determiná-lo, foram testados valores para f_1 e f_2 tal que a correlação do fator com o crescimento histórico de faturamento fosse maior que 90%:

Equação 12 - Cálculo do Fator de Inflação + PIB

$$\text{Fator de Inflação + PIB} = ((1 + f_1 * \text{inflação}) * (1 + f_2 * \text{PIB})) - 1$$

Onde: f_1 = multiplicador de inflação = 100%

f_2 = multiplicador de PIB = 10%

Visto que o multiplicador de inflação é 100%, conclui-se que o crescimento de vendas é neutro à inflação, ou seja, o crescimento real de vendas na maturação depende apenas do crescimento do PIB no período (elasticidade 0,1). Em outras palavras, as vendas dependem do crescimento nominal do PIB no período.

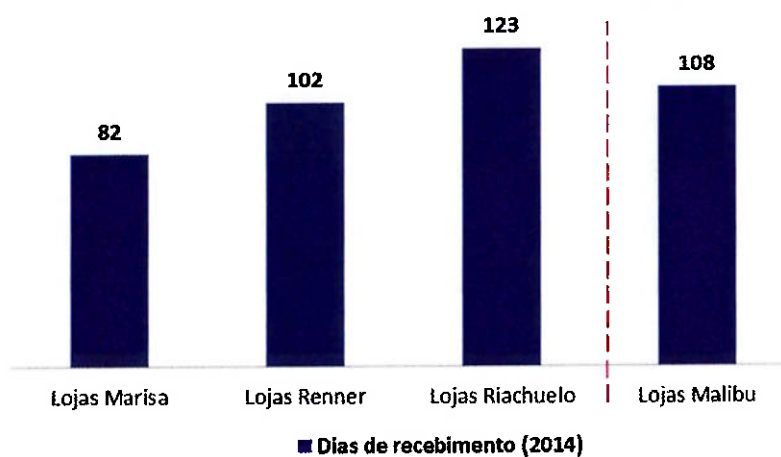
Vale notar que, devido ao baixo crescimento de PIB em 2014, o modelo projeta uma queda de receita líquida de 2014 para 2015. Esse efeito, no entanto, não ocorre nos próximos anos em função da abertura de lojas novas e do fenômeno de maturação de lojas;

5.2.2 Premissas de Capital de Giro

A tabela 13 foi usada para que as linhas de capital de giro do balanço fossem estimadas. Partindo do pressuposto que a companhia irá manter no futuro a mesma eficiência de gestão de capital de giro que ela apresentou em 2014, manteve-se constante os indicadores de dias de receita e dias de custos. Tal suposição é vista pelo autor como conservadora, visto que a entrada da PE Investimentos na companhia tende melhorar seus indicadores

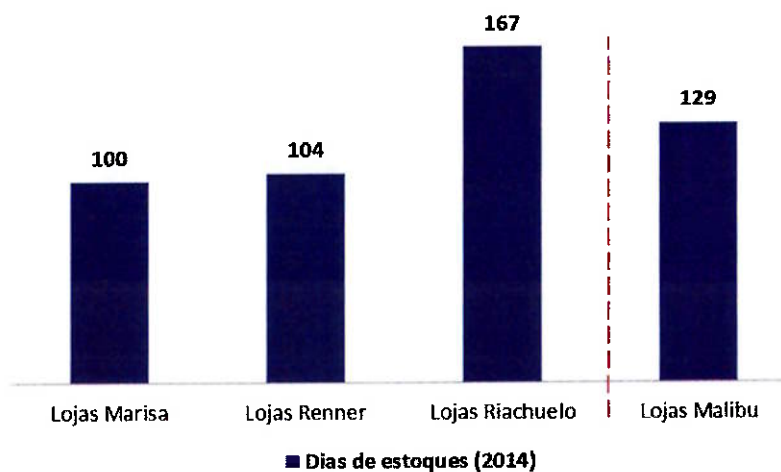
operacionais graças à expertise financeira do fundo. Além disso, com base na tabela 10 e nas figura 26 e 27, nota-se que, frente a seus principais concorrentes, a Lojas Malibu ainda tem espaço para melhorias operacionais de giro:

Figura 24 - Dias de Recebimento - Lojas Malibu e Concorrentes



Fonte: Companhias (2015)

Figura 25 - Dias de Estoques - Lojas Malibu e Concorrentes



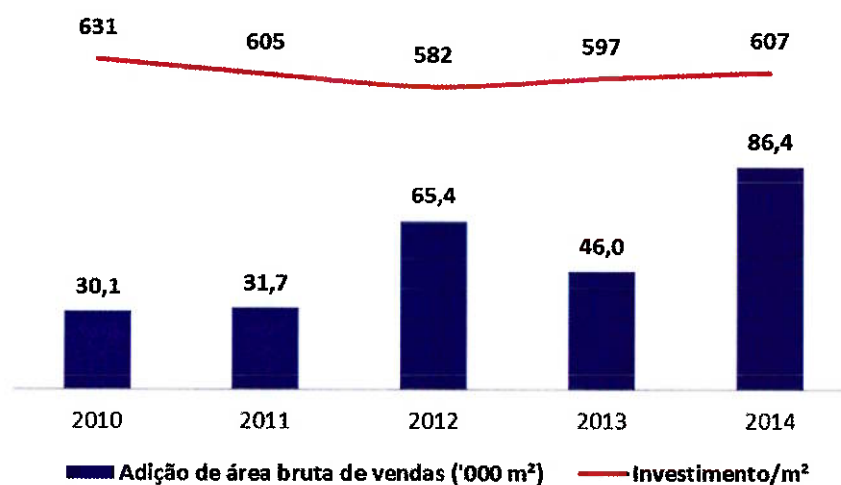
Fonte: Companhias (2015)

5.2.3 Premissas de Investimentos e Depreciação

O modelo financeiro divide os investimentos futuros da companhia em três – investimentos em novas lojas, investimentos em manutenção de lojas existentes e investimentos em centros de distribuição:

- *Investimentos em novas lojas.* Supôs-se uma abertura de 12 lojas em 2015 e 20 lojas por ano a partir de 2016. Cada loja nova tem, em média, 600 m² – em linha com o portfólio atual de lojas da companhia - e o preço médio de investimento por metro quadrado em 2015 é de R\$900, corrigido anualmente por inflação. O valor de investimento condiz com o que foi gasto nos últimos anos pela companhia, como demonstrado na figura 28 (dados corrigidos por a inflação histórica):

Figura 26 - Histórico de Investimentos e Adição de Área Bruta de Vendas



Fonte: Companhia (2015)

- *Investimentos em manutenção de lojas.* Supôs-se um ciclo médio de restauração de quatro anos, a um custo por metro quadrado de 50% o valor de investimento em novas lojas (R\$900 em 2015, corrigido anualmente por inflação);
- *Investimentos em centro de distribuição.* De modo a sustentar o crescimento agressivo de lojas previsto, a projeção leva em consideração a construção de centros de distribuição – um em 2016 e um por ano a partir de 2018. Cada centro de distribuição tem uma área média de 15.000 m² a um custo de R\$4.000/m², corrigido anualmente por inflação.

Os investimentos históricos e os novos investimentos são depreciados a uma taxa média aproximada de 20%, coerente com a taxa média histórica da companhia. Tal taxa leva em consideração que os principais investimentos realizados pela companhia envolvem bens com vida útil de cinco anos – automóveis, móveis para as lojas, etc.

5.2.4 Premissas de Dívida e Resultados Financeiros

Com a entrada da PE Investimentos, a companhia passa a ter uma estrutura de capital mais saudável, podendo amortizar suas dívidas e pagar menos despesas financeiras. Estima-se que as dívidas de curto e longo prazo serão amortizadas nos anos seguintes à entrada do fundo, sendo necessário apenas a emissão de *revolver*¹⁶ em alguns anos. As dívidas amortizadas nesse período têm as seguintes características:

- *Empréstimos e financiamentos de curto prazo.* Linhas de crédito de grandes bancos com um custo médio de CDI+5,0% e prazo de amortização de um ano;
- *Empréstimos e financiamentos de longo prazo.* Linhas de crédito de grandes bancos e debêntures com um custo médio de CDI+7,0% e prazo de amortização médio de dez anos;
- *Impostos, taxas e contribuições.* Parcelamentos de obrigações fiscais com custo médio de CDI+5,0% e prazo de amortização médio de dez anos.

5.2.5 Premissas de Margens

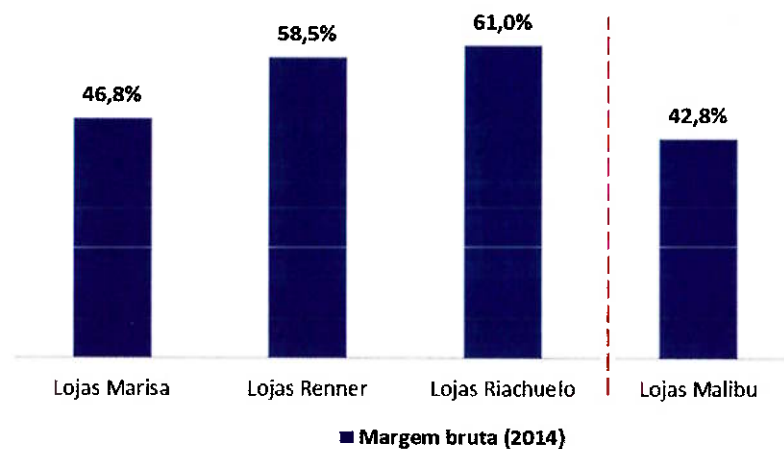
As premissas de margem bruta e margem LAJIDA da companhia seguem padrões históricos e levam em consideração a porcentagem de despesas fixas e despesas variáveis que compõem seu demonstrativo de resultados:

- *Proporção de receita líquida para receita bruta.* Foi considerada uma manutenção da proporção receita líquida/receita bruta visto que o que é pago de deduções de receita bruta está fortemente correlacionado com o aumento de faturamento da companhia.

¹⁶ Dívidas de curto prazo utilizadas para balancear o caixa do ano

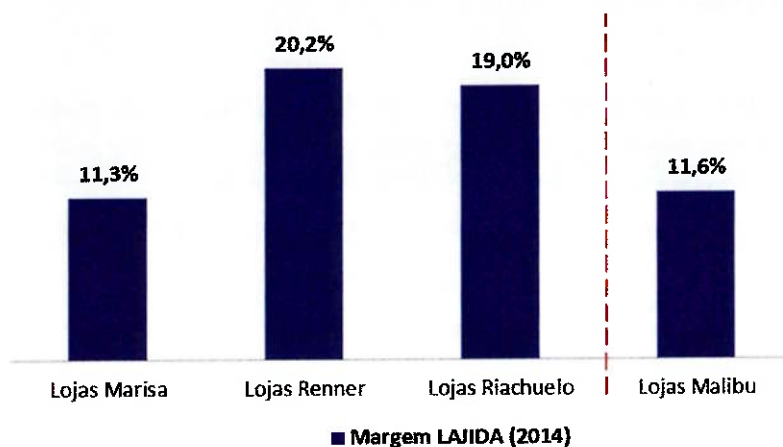
- *Margem bruta.* Supôs-se uma manutenção de margem bruta para os primeiros anos, havendo um ganho de um ponto percentual em 2017 e um ponto em 2019. Tais ganhos derivam de um maior poder de barganha frente aos fornecedores, decorrente do ganho de escala previsto para o futuro. Tal ganho deriva também da atual defasagem de margem bruta que a companhia apresenta em comparação à Lojas Marisa, Lojas Renner e Lojas Riachuelo, com demonstrado na figura 29:

Figura 27 - Comparação de Margem Bruta Entre Malibu e Concorrentes



Fonte: Companhias (2015)

- *Margem LAJIDA.* O modelo financeiro divide as despesas da companhia em despesas fixas – 10% das despesas totais, corrigidas por inflação no horizonte de previsão – e despesas variáveis, que dependem do crescimento de receita da empresa. Estas estão correlacionadas às vendas das lojas e a provisões para devedores duvidosos, enquanto que as despesas fixas estão correlacionadas à administração e à holding dos acionistas controladores. Comparando a margem LAJIDA da Lojas Malibu com suas comparáveis abertas, nota-se que ainda há espaço para ganhos por parte da companhia, como demonstrado na figura 30. Tais ganhos são projetados, ainda que de maneira conservadora, no modelo financeiro.

Figura 28 - Comparação de Margem LAJIDA Entre Varejistas de Vestuário

Fonte: Companhias (2015)

5.2.6 Premissas de Caixa

O modelo financeiro inclui uma integralização de 300,0 milhões de reais realizada em 2016 pela PE Investimentos. Naturalmente, a aporte influencia de maneira direta o fluxo de caixa da companhia, diminuindo seu grau de endividamento e aumentando sua liquidez. Conforme mencionado anteriormente, a injeção de capital na companhia será utilizada para sustentar o crescimento de lojas da empresa e para manter sua estrutura de capital em níveis saudáveis.

Além da injeção capital na companhia, o modelo financeiro considera uma possível distribuição de dividendos – caso a situação de caixa da empresa permita – de 25% do lucro líquido do exercício, bem como um mínimo de caixa que a empresa precisa ter ao final de cada ano (R\$10 milhões). Tal mínimo é considerado para fins de liquidez em casos de estresse financeiro.

5.3 Projeções

Com base nas premissas descritas acima, o modelo financeiro resultou em projeções de balanço, DRE e fluxo de caixa da companhia, melhores detalhados no Apêndice A e no CD-ROM que acompanha esse trabalho, no Apêndice B. Enquanto que, no modelo financeiro,

as projeções abrangeram um horizonte de 15 anos, nas tabelas 18, 19 e 20 será ilustrado um horizonte de cinco anos:

Tabela 18 - Projeção de Demonstração de Resultados Lojas Malibu (2015-2020)

Demonstrativo de Resultados						
R\$ milhões	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Receita Bruta	1.815,3	2.151,7	2.500,1	2.889,7	3.292,3	3.714,9
(-) Impostos e devoluções	-515,7	-611,3	-710,2	-820,9	-935,3	-1.055,4
Receita líquida Total	1.299,6	1.540,4	1.789,8	2.068,7	2.357,0	2.659,5
(-) Custo de Mercadorias Vendidas	-759,7	-900,5	-1.028,4	-1.188,7	-1.330,7	-1.501,5
Lucro Bruto	539,9	639,9	761,4	880,1	1.026,3	1.158,0
<i>% margem bruta</i>	<i>41,5%</i>	<i>41,5%</i>	<i>42,5%</i>	<i>42,5%</i>	<i>43,5%</i>	<i>43,5%</i>
(-) Despesas operacionais	-402,0	-471,0	-542,4	-622,0	-704,1	-790,0
Despesas fixas	-45,2	-48,1	-51,0	-54,1	-57,1	-59,9
Despesas variáveis	-356,8	-422,9	-491,3	-567,9	-647,0	-730,1
LAJIDA	137,9	168,9	219,1	258,1	322,2	368,0
<i>% margem LAJIDA</i>	<i>10,6%</i>	<i>11,0%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,5%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,8%</i>
(-) Depreciações e amortizações	-46,9	-74,9	-89,8	-115,3	-79,4	-100,6
LAJIR	91,0	94,0	129,3	142,8	242,7	267,4
<i>% margem LAJIR</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,1%</i>	<i>7,2%</i>	<i>6,9%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,1%</i>
(+/-) Resultado financeiro	-76,4	-81,6	-44,5	-38,9	-42,2	-40,8
Receitas financeiras	11,6	1,3	9,2	6,4	1,1	1,0
Despesas financeiras	-88,0	-82,9	-53,7	-45,3	-43,3	-41,8
LAIR	14,6	12,3	84,8	103,9	200,5	226,6
<i>% margem LAIR</i>	<i>1,1%</i>	<i>0,8%</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,0%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,5%</i>
(-) IR e contribuição social	-5,0	-4,2	-28,8	-35,3	-68,2	-77,0
Resultado líquido	9,7	8,1	55,9	68,6	132,4	149,6
<i>% margem líquida</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,5%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,6%</i>

Fonte: Elaborada pelo autor

No período considerado, A receita líquida, lucro bruto e LAJIDA crescem a uma taxa anual média de 15,4%, 16,5% e 21,7%, respectivamente. O ganho de 2 p.p. de margem bruta e a diluição de despesas fixas nos anos considerados contribuem para o ganho de margem LAJIDA observado.

Com o aporte do fundo PE Investimento, espera-se que o nível de endividamento da companhia diminua, refletindo em menores gastos com despesas financeiras nos períodos

após 2015. Tal cenário, em conjunto com o ganho expressivo de margem LAJIDA no período, resultam em significativos aumentos de lucro líquido a partir de 2017.

Tabela 19 - Projeção de Balanço Patrimonial Lojas Malibu (2015-2020)

Balanço Patrimonial						
R\$ milhões	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ativo	906,2	1.135,2	1.184,9	1.286,4	1.475,3	1.666,5
Ativo Circulante	717,0	919,7	1.025,3	1.126,6	1.272,2	1.434,1
Caixa e equivalentes	10,0	81,8	59,3	10,0	10,0	10,0
Contas a receber de clientes	384,3	455,5	529,3	611,8	697,0	786,5
Estoques	268,5	318,3	363,5	420,1	470,3	530,7
Impostos a recuperar	22,9	27,1	31,0	35,8	40,1	45,3
Demais contas a receber	31,2	37,0	42,3	48,8	54,7	61,7
Ativo não Circulante	189,2	215,5	159,7	159,8	203,1	232,4
Depósitos judiciais	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Partes relacionadas	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Investimentos	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Imobilizado	187,4	213,7	157,8	158,0	201,3	230,5
Diferido	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Passivo	906,2	1.135,2	1.184,9	1.286,4	1.475,3	1.666,5
Passivo Circulante	355,7	313,3	357,8	444,6	537,9	616,3
Fornecedores	220,6	261,5	298,7	345,2	386,5	436,1
Empréstimos e financiamentos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Encargos trabalhistas	16,7	19,7	22,5	26,1	29,2	32,9
Impostos, taxas e contribuições	25,0	29,6	33,8	39,1	43,8	49,4
Demais contas a pagar	2,1	2,5	2,8	3,3	3,6	4,1
Revolver	91,3	0,0	0,0	31,0	74,9	93,9
Passivo não Circulante	330,8	294,0	257,3	220,5	183,8	147,0
Empréstimos e financiamentos	323,7	287,8	251,8	215,8	179,9	143,9
Impostos, taxas e contribuições	7,1	6,3	5,5	4,7	3,9	3,1
Patrimônio Líquido	219,7	527,9	569,8	621,2	753,6	903,2
Capital social	60,0	360,0	346,0	328,9	328,9	328,9
Lucros acumulados	159,7	167,9	223,8	292,4	424,7	574,3

Fonte: Elaborada pelo autor

Tabela 20 - Projeção de Demonstração de Fluxo de Caixa Lojas Malibu (2015-2020)

Fluxo de Caixa						
R\$ milhões	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA	137,9	168,9	219,1	258,1	322,2	368,0
(-) IR/CSLL	-5,0	-4,2	-28,8	-35,3	-68,2	-77,0
(+/-) Variação em ativos circulantes	0,6	-131,0	-128,1	-150,5	-145,6	-162,0
(+/-) Variação em passivos circulantes	2,8	49,0	44,5	55,8	49,4	59,4
Fluxo de caixa operacional	136,3	82,7	106,7	128,0	157,8	188,4
(-) Investimentos	-23,8	-101,2	-33,9	-115,5	-122,8	-129,9
Fluxo de caixa livre para investidores (FCFF)	112,5	-18,5	72,7	12,5	35,1	58,5
(+) Receita financeira	11,6	1,3	9,2	6,4	1,1	1,0
(-) Despesa financeira - dívida	-88,0	-66,3	-53,7	-45,3	-38,3	-30,3
(-) Despesa financeira - revolver	0,0	-16,7	0,0	0,0	-5,0	-11,5
(+/-) Emissão / amortização de dívida	-212,6	-36,8	-36,8	-36,8	-36,8	-36,8
(+) Injeção de capital - equity	0	300	0	0	0	0
(-) Dividendos	0,0	0,0	-14,0	-17,1	0,0	0,0
Fluxo de caixa livre para acionistas (FCFE)	-176,5	163,1	-22,5	-80,3	-43,9	-19,0
Caixa - início de período	95,1	10,0	81,8	59,3	10,0	10,0
Caixa mínimo	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Revolver inicial	0,0	91,3	0,0	0,0	31,0	74,9
Emissão (amortização) de revolver	91,3	-91,3	0,0	31,0	43,9	19,0
Revolver final	91,3	0,0	0,0	31,0	74,9	93,9
Saldo final de caixa	10,0	81,8	59,3	10,0	10,0	10,0

Fonte: Elaborada pelo autor

O aporte de capital da PE Investimentos também tem um efeito claro sobre o balanço patrimonial e o fluxo de caixa da companhia. Nota-se que, no ano de 2015, há uma relevante amortização de dívida, aliviando a estrutura de capital da empresa. A partir deste ano, a empresa consegue realizar uma geração de caixa mais saudável, possibilitando o pagamento de dividendos em 2017 e 2018.

As planilhas suporte de capital de giro, investimentos e depreciação, dívida e receita estão melhores detalhadas no Apêndice A e no *CD-ROM* que acompanha esse trabalho, no Apêndice B.

6. AVALIAÇÕES DA COMPANHIA

6.1 Fluxo de Caixa Descontado

Conforme detalhado no capítulo 2, o método de avaliação por fluxo de caixa descontado tenta encontrar o valor intrínseco de uma companhia, independente de empresas comparáveis. O valor da companhia, segundo a equação 6, se dá pelo valor presente de seus fluxos de caixa descontados a uma taxa que reflita o grau de riscos desses fluxos, a taxa de custo médio ponderado de capital.

De acordo com a tabela 3, os fluxos de caixa utilizados na avaliação intrínseca são os Fluxos de Caixa Livre para os Investidores. Para a Lojas Malibu, tem-se a geração de caixa livre para investidores até 2020 apresentada na tabela 21.

Tabela 21 - Projeção de Fluxo de Caixa Livre para Investidores (2015-2020)

Fluxo de Caixa Descontado							
R\$m	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
LAJIR		91,0	94,0	129,3	142,8	242,7	267,4
(-) IR		-5,0	-4,2	-28,8	-35,3	-68,2	-77,0
(+) Depreciação e amortização		46,9	74,9	89,8	115,3	79,4	100,6
(+/-) Variação em Capital de Giro		3,4	-82,0	-83,6	-94,8	-96,2	-102,6
(-) Investimentos		-23,8	-101,2	-33,9	-115,5	-122,8	-129,9
Fluxo de caixa livre para investidores		112,5	-18,5	72,7	12,5	35,1	58,5

Fonte: Elaborada pelo autor

O seu custo médio ponderado de capital é calculado a partir da equação 8, partindo das seguintes premissas:

- *Taxa livre de risco.* Ao invés de se utilizar a taxa livre de risco do Brasil, optou-se por utilizar a taxa livre de risco dos Estados Unidos – um título do governo com prazo de dez anos – e adicionar sobre esse valor o Risco Brasil e o Diferencial de Inflação entre o Brasil e os Estados Unidos, conforme tabela 22:

Tabela 22 - Cálculo da Taxa Livre de Risco Brasil

Taxa livre de risco EUA	2,4%
Risco Brasil	2,9%
Diferencial de Inflação	2,8%
Taxa livre de risco Brasil	8,1%

Fonte: Damodaran (2015) e Projeções Itaú Unibanco (2015)

- *Prêmio de mercado.* O prêmio de mercado, que corresponde ao ganho sobre a taxa livre de mercado esperado por um investidor, corresponde, segundo Damodaran (2015), a 6,3% no Brasil;
- *Beta.* O beta da Lojas Malbu, que corresponde ao risco da companhia em relação com a média de risco do portfólio de mercado, foi calculado a partir dos valores de beta das três principais companhias comparáveis, de acordo com a tabela 23 e equação 13. Tal premissa pressupõe que, por causa do grau de comparabilidade entre as companhias, seus betas desalavancados¹⁷ são relativamente próximos:

Tabela 23 - Beta Desalavancado das Companhias Comparáveis

Companhia	Dívida (R\$m)	Valor do Capital Próprio (R\$m)	D/Mkt Cap	Beta Desalavancado
Lojas Marisa	1.255	1.512	83,0%	0,52
Lojas Renner	2.057	12.487	16,5%	0,59
Lojas Riachuelo	1.565	3.349	46,7%	0,45
Média				0,52
Mediana				0,52

Fonte: Bloomberg (agosto/2015)

Equação 13 - Beta Alavancado Lojas Malibu

$$\beta_{am} = \beta_{dc} * \left[1 + (1 - T) * \frac{D}{E} \right] = 1,18$$

Onde: β_{am} = Beta alavancado Lojas Malibu

β_{dc} = Beta desalavancado das companhias comparáveis à Malibu

T = Alíquota de imposto de renda

D/E = Proporção entre o valor da dívida e o valor do capital própria da Lojas Malibu

¹⁷ Valores de risco que desconsideram a estrutura de capital das companhias

A partir do cálculo do beta, é possível calcular o custo do capital próprio e, juntamente ao custo de dívida, calcular o custo médio ponderado de capital da Malibu, conforme equações de 14 a 16.

Equação 14 - Custo de Capital Lojas Malibu

$$k_e = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] = 15,5\%$$

Equação 15 - Custo de Dívida Lojas Malibu

$$k_d = r_d \times (1 - T) = 11,9\%$$

Equação 16 - Custo Médio Ponderado de Capital Lojas Malibu

$$WACC = \frac{D}{D + E} \times [k_d \times (1 - T)] + \frac{E}{E + D} \times k_e = 13,4\%$$

Calculados os fluxos de caixa livre para investidores e o custo médio ponderado de capital da companhia, estima-se o valor da firma por meio da equação 6, com aplicação dada pela equação 17. Nota-se que, para fins de projeções mais precisas, o horizonte de projeção do modelo financeiro é o ano de 2030 e o crescimento estimando para a perpetuidade é de 5,0%, equivalente à estimativa de inflação para o longo prazo de acordo com projeções do banco Itaú Unibanco de setembro de 2015.

Equação 17 - Valor da Firma Lojas Malibu – FCD

$$Valor da Firma = \sum_{t=1}^{t=30} \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t} = R\$1.194,3 \text{ milhões}$$

O valor do capital próprio da companhia é a diferença entre o Valor da Firma encontrado e a sua dívida líquida atual (vide tabela 24).

Tabela 24 - Cálculo do Valor do Capital Próprio Lojas Malibu - FCD

Valor da firma (R\$m)	1.194,3
(-) Dívida líquida (R\$m)	412,1
Valor do capital próprio (R\$m)	782,2

Fonte: Elaborado pelo autor

Avaliando o capital próprio da companhia em R\$782,2 milhões, a participação do fundo PE Investimentos, após o investimento, na base acionária da companhia é de 27,7%, como demonstrado na tabela 25:

Tabela 25 - Base Acionária Lojas Malibu Após o Investimento

Acionista	Participação (R\$m)	Participação (%)
Acionistas Originais Lojas Malibu	782,2	72,3%
Fundo PE Investimentos	300,0	27,7%
Total	1.082,2	100,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

O múltiplo EV/EBITDA 2015 implícito da avaliação, que corresponde à razão entre o Valor da Firma obtido na valoração por fluxo de caixa descontado e o EBITDA de 2015 da companhia é dado pela equação 18.

Equação 18 - Múltiplo EV/EBITDA Implícito Lojas Malibu

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{VF_{FCD}}{EBITDA\ 2015} = 8,7x$$

Onde: VF_{FCD} = Valor da Firma calculado na valoração por fluxo de caixa descontado

A projeção completa do Fluxo de Caixa Descontado, bem como o cálculo detalhado do custo médio ponderado de capital podem ser encontrados em *CD-ROM* no modelo que acompanha esse trabalho, no Apêndice B.

6.2 Avaliação Relativa

O método de avaliação relativa requer uma amostra de empresas comparáveis à Lojas Malibu, com tamanhos, rentabilidades e custos de capital semelhantes. Conforme mencionado anteriormente, as companhias abertas com características mais próximas à Malibu são a Lojas Marisa, Lojas Renner e Lojas Riachuelo. Em agosto de 2015, as três companhias eram negociadas na bolsa de valores de acordo com os seguintes múltiplos:

Tabela 26 - Múltiplos de Negociação de Companhias Comparáveis à Malibu**Comparáveis Malibu**

Empresa	Preço de ação	Número de ações (milhões)	Valor do Capital Próprio	Dívida Líquida	Valor da Firma	EV/EBITDA UDM
Lojas Marisa	8,4	224,5	1.885,8	879,8	2.765,6	7,9x
Lojas Renner	101,6	127,8	12.988,3	1.360,2	14.348,5	12,9x
Lojas Riachuelo	48,7	62,4	3.040,8	1.233,2	4.274,0	4,7x
Média						8,5x

Fonte: Capital IQ (2015)

O setor é usualmente precificado pelo múltiplo EV/EBITDA UDM¹⁸, pois as empresas varejistas de vestuário não têm significativas dispersões em termos de depreciação, amortização ou resultados financeiros entre elas. Dessa maneira, o LAJIDA é um indicador operacional que tem grande utilidade na comparação entre diferentes companhias do setor.

A partir da média dos múltiplos das comparáveis, é possível estimar o Valor de Firma e Valor do Capital Próprio da Lojas Malibu em 2015 por meio da equação 11 e da figura 6 do capítulo 2, cujo cálculo é apresentado pela equação 19 e o resultado pela tabela 27.

Equação 19 - Valor da Firma Lojas Malibu – Avaliação Relativa

$$\text{Valor da Firma} = EV/EBITDA_{\text{comparáveis}} \times EBITDA_{2015_{\text{Malibu}}} = R\$1.172,3$$

Tabela 27 - Valor do Capital Próprio Lojas Malibu - Avaliação Relativa

Valor da firma (R\$m)	1.172,3
(-) Dívida líquida (R\$m)	412,1
Valor do capital próprio (R\$m)	760,2

Fonte: Elaborado pelo autor

Avaliando o capital próprio da companhia em R\$760,2 milhões, a participação do fundo PE Investimentos na base acionária da companhia é de 28,3%, como demonstrado na tabela 28:

¹⁸ Últimos doze meses

Tabela 28 - Base Acionária Lojas Malibu Após o Investimento

Acionista	Participação (R\$m)	Participação (%)
Acionistas Originais Lojas Malibu	760,2	71,7%
Fundo PE Investimentos	300,0	28,3%
Total	1.060,2	100,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota-se que os valores de firma e capital próprio obtidos por meio das duas metodologias são próximos, indicando que o valor intrínseco da companhia se relaciona fortemente com seu valor relativo a outras empresas do setor. Tal fato indica que investidores tendem a enxergar valor na companhia da mesma maneira que enxergam valor nas companhias listadas. Outra maneira de analisar o valor observado por investidores é comparar o múltiplo EV/EBITDA implícito calculado na equação 18 com a média dos múltiplos das comparáveis da tabela 26.

6.3 Retorno para o Fundo de Investimentos em Participações Privadas

Os métodos de valoração utilizados nos itens 6.1 e 6.2 fornecem a base da análise de retorno do fundo PE Investimentos. Essencialmente, o fundo mede quanto vale, no futuro, o capital investido, calculando, por meio dos indicadores detalhados no item 2.3.1, o retorno esperado.

Na perspectiva de um fundo de investimentos em participações privadas, o retorno sobre o investimento é usualmente medido de três maneiras:

- *Taxa interna de retorno.* Utilizando como base o valor do capital próprio do fundo na companhia em seu ano de saída e possíveis dividendos pagos ao longo dos anos, calcula-se a TIR do investimento por meio da equação 3;
- *Valor presente líquido.* De maneira análoga à TIR, calcula-se o VPL de acordo com a equação 2;
- *ROI (sigla do inglês return on investment).* De uma maneira mais simplificada, o fundo analisa quantas vezes ele terá seu capital multiplicado no ano de saída, somando todas as entradas de capital (valor de capital próprio e dividendos) e dividindo pelo investimento feito em sua entrada.

Por conservadorismo de análise, o modelo financeiro da Lojas Malibu foi construído de tal maneira que o múltiplo EV/EBITDA de saída do fundo é igual ao múltiplo de entrada¹⁹, resultando no seguinte fluxo de capital para a PE Investimentos:

Tabela 29 - Fluxo de Capital para a PE Investimentos

	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Investimento (R\$m)	-300	0	0	0	0	0
Dividendos (R\$m)	0,0	0,0	14,0	17,1	0,0	0,0
Valor do Capital Próprio PE Investimentos (R\$m)	0	0	0	0	0	819,8
Fluxo total PE Investimentos	-300	0	14	17	0	820

Fonte: Elaborada pelo autor

O Valor do Capital Próprio da PE Investimentos em 2020 é a proporção acionária do fundo (28,3%) sobre o capital próprio total da companhia no ano – R\$2.897,2 milhões.

Tal fluxo é usado para o cálculo de TIR, VPL e ROI do investimento sob a ótica do fundo. O cálculo de TIR é apresentado na equação 20.

Equação 20 - Cálculo da TIR do Investimento

$$0 = -\frac{300,0}{(1 + TIR)^0} + \frac{0,0}{(1 + TIR)^1} + \frac{14,0}{(1 + TIR)^2} + \frac{17,1}{(1 + TIR)^3} + \frac{0,0}{(1 + TIR)^4} + \frac{819,8}{(1 + TIR)^5}$$

$$TIR = 23,8\%$$

Já o cálculo de VPL é representado pela equação 21.

Equação 21 - Cálculo do VPL do Investimento

$$VPL = -\frac{300,0}{(1 + i)^0} + \frac{0,0}{(1 + i)^1} + \frac{14,0}{(1 + i)^2} + \frac{17,1}{(1 + i)^3} + \frac{0,0}{(1 + i)^4} + \frac{819,8}{(1 + i)^5}$$

Onde: i = Retorno Mínimo Esperado pelo Fundo PE Investimentos²⁰

$$VPL = R\$49,1 \text{ milhões}$$

¹⁹ Usualmente, o múltiplo de saída de um fundo de investimentos em participações privadas é superior ao de entrada.

²⁰ Apesar de, na prática, variar de acordo com a inflação no período de investimento, foi considerado como 20%.

Por fim, o cálculo do ROI é dado pela equação 22.

Equação 22 - Cálculo do ROI do Investimento

$$ROI = \frac{14,0 + 17,1 + 819,8}{300,0}$$

$$ROI = 2,8x$$

De acordo com os resultados obtidos, pode-se interpretar o retorno do fundo de investimentos de três maneiras distintas:

- *Sob a perspectiva de TIR.* O investimento fará o capital render a uma média de 23,8% ao ano, ultrapassando o retorno mínimo esperado pelos cotistas;
- *Sob a perspectiva de VPL.* O investimento tem um valor presente de R\$49,1 milhões;
- *Sob a perspectiva de ROI.* O investimento multiplicou o capital dos investidores em 2,8 vezes.

Nota-se, portanto, que o investimento é atrativo para o fundo PE Investimentos. O retorno esperado pela valorização de sua participação na companhia ultrapassa o seu retorno mínimo, gerando um valor adicional a ser distribuído entre investidores e gestora.

7. CONCLUSÃO

O Trabalho de Formatura elaborado teve como objetivo principal detalhar o processo de valoração de companhias de capital fechado no universo de investimentos em participações privadas. Visto que a indústria de investimentos em participações é extremamente jovem no Brasil, ainda há uma escassez de informação a respeito das metodologias de análises dos fundos, bem como dos seus mecanismos de investimento e desinvestimento.

As valorações por fluxo de caixa descontado e por múltiplos são amplamente utilizadas na indústria de investimentos em participações privadas a fim de se avaliar a rentabilidade de um investimento em participações. De maneira complementar, as duas metodologias geram informações valiosas para as gestoras de fundos de investimentos, seja para analisar o valor intrínseco de uma companhia ou para encontrar o seu valor relativo na comparação com companhias abertas de um mesmo setor.

Os fundos de investimento em participações privadas lidam diariamente com companhias fechadas, o que ocasiona uma escassez de informação sobre as oportunidades de investimento. Nem sempre as gestoras têm acesso às informações financeiras completas de companhias antes de realizarem suas análises e, por esse motivo, utilizam técnicas diversas de valoração para que o erro de análise seja minimizado.

O estudo realizado na rede varejista Malibu evidenciou as dificuldades de elaboração de um modelo financeiro, como o processo de estimação de premissas aderentes à realidade do varejo de vestuário e a construção de uma amostra de empresas comparáveis em meio ao mercado de capitais brasileiro. Também evidenciou a necessidade de formulação de premissas consistentes com a realidade da indústria e a importância da utilização de mais de uma metodologia de valoração. Ambas as metodologias podem ser criticadas separadamente: o fluxo de caixa descontado se baseia inteiramente em premissas que podem ter grande variância, enquanto que a valoração por múltiplos parte da premissa que a amostra de companhias abertas é comparável à Malibu. Utilizando-se as duas metodologias em conjunto, no entanto, atenuam-se tais problemas.

O estudo de caso das Lojas Malibu detalhou a fase de prospecção dos fundos, que inclui a elaboração de modelos financeiros e a construção de metodologias de valoração necessárias para se estimar o retorno sobre os investimentos das gestoras. Tais metodologias envolvem premissas do mercado varejista de vestuário, como comportamento do consumidor,

impulsionadores de receita e principais redes atuantes, bem como premissas sobre a empresa, como posição de atuação e perspectivas de investimentos futuros.

O autor tentou representar de maneira fiel o processo de análise de fundos de investimentos em participações privadas, com ênfase na construção do modelo financeiro, que se encontra em versão completa no *CD-ROM* em Anexo ao trabalho. Em sua opinião, a análise de companhias de capital fechado deve ter como base um modelo nos moldes apresentados visto que, usualmente, uma grande quantidade de variáveis impacta o desempenho futuro de uma empresa.

Em casos de valoração de companhias varejistas, as metodologias utilizadas para se estimar geração de receita de lojas, margens e investimentos futuros são extremamente úteis, pois consideram peculiaridades do setor (a maturação de lojas novas é um bom exemplo). Muitas vezes, as premissas utilizadas são válidas para outros segmentos varejistas, podendo haver uma reutilização de modelos financeiros em outras análises.

Com a finalização deste trabalho, foi possível entender a análise de valoração de fundos de investimento em participações antes dos investimentos realizados, enfatizando a principal variável considerada por eles: o retorno a seus investidores. Para a PE Investimentos, a estruturação dos processos de análise (que efetivamente ocorreram) é de extrema importância para investimentos futuros. Caso a gestora venha a analisar outra companhia varejista, certamente haverá um aproveitamento de informação, seja por meio do modelo desenvolvido ou pelas premissas consideradas.

Na aplicação do estudo de caso, notou-se que o emprego das duas metodologias convergiu para um mesmo valor de companhia e, do ponto de vista do fundo PE Investimentos, o projeto mostra-se viável de acordo com os três indicadores utilizados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. **Os gestores de private equity e venture capital influenciam na governança corporativa das investidas: evidências das empresas entrantes na Bovespa.** Disponível em: < http://portal.anbima.com.br/a-anbima/premio-mercado-de-capitais/projetos-de-mestrado-e-doutorado/Documents/tese-ebook_sabrinagioielli.pdf>. Acesso em: 25 mai. 2015.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL. **Informações gerais sobre a indústria de private equity e venture capital.** Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br>>. Acesso em: 18 mai. 2015.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE SHOPPING CENTERS. **Informações gerais sobre o setor de shopping centers no Brasil.** Disponível em <<http://www.portaldoshopping.com.br>>. Acesso em 26 mai. 2015.

ASSUMPÇÃO, S. O. **Proposta de composição da carteira de um fundo de private equity focado em investimentos em biocombustíveis.** Trabalho de Formatura. Escola Politécnica. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Série histórica da taxa Selic.** Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/?SELICTAXA>>. Acesso em 12 Jul. 2015.

BONFIM, F.S.S. **Análise de viabilidade de um fundo de “private equity” voltado ao setor de habitação popular no Brasil.** Trabalho de Formatura. Escola Politécnica. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Financial management: theory and practice.** 12. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2013. 1071 p.

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

CAPITAL IQ. **Cotações de ação e múltiplos de avaliação de Lojas Marisa, Lojas Renner e Lojas Riachuelo.** Disponível em: <<https://www.capitaliq.com/home.aspx>>. Acesso em: 25 ago. 2015.

CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L. L.; FURTADO, C. V. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro.** Fundação Getúlio Vargas. São Paulo: Saraiva, 2006. 105 p.

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.

CENTRO DE ESTUDOS EM PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL DA FGV-EASEP. **Panorama da indústria brasileira de Private Equity e Venture Capital: relatório de pesquisa.** Disponível em: <http://gvcepe.com/site/wpcontent/uploads/2008/12/panorama_2008_ptbr.pdf>. Acesso em: 22 mai. 2015.

COPELAND, T; KOLLER, T; MURRIN, J. **Avaliação de empresas: calculando e gerenciando o valor das empresas.** São Paulo: Makron Books, 2000. 516 p.

COSTA, C. S.; SANTOS, A. M. **Características gerais do varejo no Brasil.** Rio de Janeiro: BNDES, 1997. 18 p.

CREDIT SUISSE AG. **An introduction to private equity.** Disponível em: <<https://www.credit-suisse.com/media/production/pb/docs/ch/privatkunden/factsheet-private-equity-3174-en.pdf>>. Acesso em: 23 jun. 2015.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas.** 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

_____. **Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset.** 3. ed. São Paulo: Wiley Finance, 2012.

FERREIRA, A. B. H. **Novo aurélio século XXI: o dicionário da língua portuguesa.** 8. ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2001. 2128 p.

FORBES. **Gap Inc is gradually losing its share in the U.S. apparel Market to fast-fashion counterparts.** Disponível em:

<<http://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2015/07/15/gap-inc-is-gradually-losing-its-share-in-the-u-s-apparel-market-to-fast-fashion-counterparts/>>. Acesso em: 26 Jul. 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Rio de Janeiro. **Principais indicadores da economia e indústria.** Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/mapa_site/mapa_site.php#indicadores>. Acesso em: 20 jul. 2015.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Dados de vendas no varejo do Brasil.** Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em 14 jun. 2015.

JP MORGAN; CHERMAN, E. S.; MARTINS, P. **Brazil 101: the 2015 country handbook.** São Paulo, 2015.

KAPLAN, S. N.; SCHOAR, A. **Private Equity performance: returns, persistence, and capital flows.** The Journal of Finance, Singapore, v. 60, n. 4, ago. 2005.

KPMG. **Consolidação de dados da indústria de private equity e venture capital no Brasil 2011/2012/2013.** São Paulo, 2014. Disponível em: <https://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/PPrivat-Equity/private-equity-br-2014.pdf>. Acesso em 12 jul. 2015

LEVY, M.; WEITZ, B. A. **A administração de varejo.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2000. 695 p.

LOJAS MARISA. **Informações institucionais, setoriais e dados históricos.** Disponível em: <<http://ri.marisa.com.br>>. Acesso em 21 ago. 2015.

LOJAS RENNER. **Informações institucionais, setoriais e dados históricos.** Disponível em: <<http://www.mzweb.com.br/renner>>. Acesso em 23 ago. 2015.

LOJAS RIACHUELO. **Informações institucionais, setoriais e dados históricos.** Disponível em: <<http://ri.riachuelo.com.br>>. Acesso em 24 ago. 2015.

MANIGART, S.; WRIGHT, M. **Venture capital investors and portfolio firms: foundations and trends in entrepreneurship,** Massachusetts, v. 9, n. 4-5, p. 365-569, 2013.

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

MARTINEZ, A. L. **Avaliação de empresas através de múltiplos**: uma comparação entre as empresas do Brasil e dos EUA. V Seminários em administração. São Paulo: FEA-USP, 2001.

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

PEARL, J; ROSENBAUM, J. **Investment banking: valuation, leveraged buyouts and merger & acquisitions**. New York: John Wiley & Sons, 2008. 448 p.

PIETRAROIA, C. M. **Mercado de medicina diagnóstica**: modelo de análise e algoritmo de avaliação para um fundo de private equity. Trabalho de Formatura. Escola Politécnica. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013.

RIBEIRO, L.L. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

RIBEIRO, L. L.; CARVALHO, A. G. **Private equity and venture capital in an emerging economy**: evidence from Brazil. Venture Capital: Na International Journal of Entrepreneurial Finance, Abingdon, v. 10, n. 2, p. 111-126. Apr. 2008.

SEBRAE – SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. **Informações gerais sobre a indústria de varejo de vestuário**. Disponível em: <<http://www.sebraesp.com.br>>. Acesso em: 12 mai. 2015.

SERRA, R.G.; WICKERT, M. **Valuation**: guia fundamental. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2013. 275 p.

STOWELL, D. P. **Investment banks, hedge funds, and private equity**. 2 ed. Academic Press, 2012. p. 315-342.

APÊNCIDE A – MODELAGEM FINANCEIRA COMPLETA

i. Valoração por Múltiplos

Valoração

Entrada

Avaliação de entrada

EBITDA 2015 (R\$m)	137,9
EV/EBITDA 2015	8,5
Valor da Firma 2015 (R\$m)	1.172,3
Dívida Líquida 2015 (R\$m)	412,1
Equity Value 2015 (R\$m)	760,2

Múltiplos Implícitos

EV/EBITDA 2016	6,9
P/E 2015	78,8
P/E 2016	93,3
EV/Sales 2015	0,6
EV/Sales 2016	0,4

Investimento PE Investimentos (R\$m) 300,0

Estrutura acionária após transação

	R\$m	%
Acionistas controladores originais	760,2	72%
PE Investimentos	300,0	28%
Total	1.060,2	100%

Saída

Avaliação de saída

Ano de saída	2020
EBITDA saída (R\$m)	368,0
EV/EBITDA 2020	8,5
Valor da Firma 2020 (R\$m)	3.128,1
Dívida Líquida 2020 (R\$m)	230,9
Equity Value 2020 (R\$m)	2.897,2

Estrutura acionária na saída

	R\$m	%
Acionistas controladores originais	2.077,3	72%
PE Investimentos	819,8	28%
Total	2.897,2	100%

	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Investimento (R\$m)	-300	0	0	0	0	0
Dividendos (R\$m)	0,0	0,0	14,0	17,1	0,0	0,0
Valor do Capital Próprio PE Investimentos (R\$m)	0	0	0	0	0	819,8
Fluxo total PE Investimentos	-300	0	14	17	0	820

TIR	23,8%
ROI	2,8

iii. Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

Demonstrativo de Resultados																
R\$ milhões	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Receita Bruta	1.815,3	2.151,7	2.500,1	2.886,7	3.292,3	3.714,9	4.172,5	4.667,7	5.247,1	5.781,9	6.406,7	7.080,9	7.808,0	8.591,6	9.435,7	10.344,4
(-) Impostos e devoluções	-515,7	-611,3	-710,2	-820,9	-935,3	-1.055,4	-1.185,4	-1.326,0	-1.490,6	-1.642,6	-1.820,1	-2.011,6	-2.218,2	-2.440,8	-2.680,6	-2.938,7
Receita líquida Total	1.299,6	1.540,4	1.789,8	2.065,7	2.357,0	2.659,5	2.987,1	3.341,7	3.756,4	4.139,3	4.586,6	5.069,3	5.589,8	6.150,8	6.755,1	7.405,7
(-) Custo de Mercadorias Vendidas	-759,7	-900,5	-1.028,4	-1.188,7	-1.330,7	-1.501,5	-1.686,5	-1.886,7	-2.120,8	-2.337,0	-2.589,5	-2.862,1	-3.155,9	-3.472,7	-3.813,8	-4.181,1
Lucro Bruto	539,9	639,9	761,4	880,1	1.026,3	1.158,0	1.300,6	1.455,0	1.635,6	1.802,3	1.997,1	2.207,2	2.433,9	2.679,1	2.941,3	3.224,5
% margem bruta	41,5%	41,5%	42,5%	42,5%	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%
(-) Despesa operacionais	-402,0	-471,0	-542,4	-622,0	-704,1	-790,0	-882,9	-983,4	-1.100,5	-1.209,1	-1.335,5	-1.471,9	-1.618,8	-1.777,0	-1.947,3	-2.130,5
Despesas fixas	-45,2	-48,1	-51,0	-54,1	-57,1	-59,9	-62,9	-66,1	-69,4	-72,8	-76,5	-80,3	-84,3	-88,5	-93,0	-97,6
Despesas variáveis	-356,8	-422,9	-491,3	-567,9	-647,0	-730,1	-820,0	-917,3	-1.031,2	-1.136,3	-1.259,1	-1.391,6	-1.534,5	-1.688,5	-1.854,3	-2.032,9
LAJIDA	137,9	168,9	219,1	258,1	322,2	368,0	417,7	471,6	535,1	593,2	661,5	735,4	815,1	901,2	994,0	1.094,0
% margem LAJIDA	10,6%	11,0%	12,2%	12,5%	13,7%	13,8%	14,0%	14,1%	14,2%	14,3%	14,4%	14,5%	14,6%	14,7%	14,7%	14,8%
(-) Depreciações e amortizações	-46,9	-74,9	-89,8	-115,3	-79,4	-100,6	-107,9	-130,2	-137,8	-145,8	-154,2	-163,1	-172,5	-182,5	-193,0	-204,1
LAJIR	91,0	94,0	129,3	142,8	242,7	267,4	309,8	341,5	397,2	447,4	507,3	572,2	642,6	718,7	801,0	889,9
% margem LAJIR	7,0%	6,1%	7,2%	6,9%	10,3%	10,1%	10,4%	10,2%	10,6%	10,8%	11,1%	11,3%	11,5%	11,7%	11,9%	12,0%
(+/-) Resultado financeiro	-76,4	-81,6	-44,5	-38,9	-42,2	-40,8	-36,9	-29,8	-17,9	-2,4	12,2	21,2	32,6	46,7	63,8	84,3
Receitas financeiras	11,6	1,3	9,2	6,4	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	12,2	21,2	32,6	46,7	63,8	84,3
Despesas financeiras	-88,0	-82,9	-53,7	-45,3	-43,3	-41,8	-38,0	-30,8	-18,9	-3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
LAIR	14,6	12,3	84,8	103,9	200,5	226,6	272,9	311,7	379,3	445,0	519,5	593,4	675,1	765,3	864,8	974,2
% margem LAIR	1,1%	0,8%	4,7%	5,0%	8,5%	8,5%	9,1%	9,3%	10,1%	10,8%	11,3%	11,7%	12,1%	12,4%	12,8%	13,2%
(-) IR e contribuição social	-5,0	-4,2	-28,8	-35,3	-48,2	-77,0	-92,8	-106,0	-129,0	-151,3	-176,6	-201,8	-229,5	-260,2	-294,0	-331,2
Resultado líquido	9,7	8,1	55,9	68,6	132,4	149,6	180,1	205,7	250,4	293,7	342,9	391,7	445,6	505,1	570,7	643,0
% margem líquida	0,7%	0,5%	3,1%	3,3%	5,6%	5,6%	6,0%	6,2%	6,7%	7,1%	7,5%	7,7%	8,0%	8,2%	8,4%	8,7%

Balanco Patrimonial																
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
em milhões	906,2	1.135,2	1.184,9	1.286,4	1.475,3	1.666,5	1.871,4	2.076,5	2.314,5	2.646,2	2.991,2	3.379,8	3.816,3	4.305,3	4.852,1	5.462,1
Ativo																
Ativo Circulante	717,0	919,7	1.025,3	1.126,6	1.272,2	1.434,1	1.609,6	1.799,4	2.021,5	2.336,4	2.663,7	3.033,4	3.460,0	3.918,1	4.442,7	5.029,3
Caixa e equivalentes	10,0	81,8	59,3	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	119,8	207,6	318,9	456,8	624,4	825,4	1.063,7
Contas a receber de clientes	384,3	455,5	529,3	611,8	697,0	786,5	883,4	988,2	1.110,9	1.274,1	1.459,1	1.653,1	1.819,0	2.051,9	2.297,7	2.590,1
Estoque	268,5	318,3	363,5	420,1	470,3	530,7	596,1	666,8	749,6	836,0	915,2	1.011,5	1.115,4	1.227,3	1.347,9	1.477,7
Impostos a recuperar	22,9	27,1	31,0	35,8	40,1	45,3	50,8	56,9	63,9	70,4	78,0	86,3	95,1	104,7	114,9	126,0
Demais contas a receber	31,2	37,0	42,3	48,8	54,7	61,7	69,3	77,5	87,2	96,0	106,4	117,6	129,7	142,7	156,7	171,8
Ativo não Circulante	189,2	215,5	159,7	159,8	203,1	232,4	261,9	277,0	293,0	308,8	327,6	346,4	366,2	387,2	409,4	432,8
Depósitos judiciais	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Partes relacionadas	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Investimentos	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Imobilizado	187,4	213,7	157,8	158,0	201,3	230,5	260,0	275,2	291,1	308,0	315,7	344,5	364,4	385,4	407,5	431,0
Diferido	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Passivo	906,2	1.135,2	1.184,9	1.286,4	1.475,3	1.666,5	1.871,4	2.076,5	2.314,5	2.646,2	2.991,2	3.379,8	3.816,3	4.305,3	4.852,1	5.462,1
Passivo Circulante	355,7	313,3	357,8	444,6	537,9	616,3	677,9	714,0	738,4	813,1	901,0	995,8	1.098,1	1.208,3	1.327,0	1.454,8
Fornecedores	220,6	261,5	298,7	345,2	386,5	436,1	489,8	547,9	615,9	678,7	752,0	831,2	916,5	1.008,5	1.107,6	1.214,2
Empréstimos e financiamentos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Encargos trabalhistas	16,7	19,7	22,5	26,1	29,2	32,9	37,0	41,4	46,5	51,2	56,8	62,7	69,2	76,1	83,6	91,6
Impostos, taxas e contribuições	25,0	29,6	33,8	39,1	43,8	49,4	55,4	62,0	68,7	76,8	85,1	94,1	103,8	114,2	125,4	137,5
Demais contas a pagar	2,1	2,5	2,8	3,3	3,6	4,1	4,6	5,2	5,8	6,4	7,1	7,8	8,6	9,5	10,4	11,5
Revolver	91,3	0,0	0,0	31,0	74,9	93,9	91,1	57,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passivo não Circulante	330,8	294,0	257,3	220,5	183,8	147,0	110,3	73,5	36,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empréstimos e financiamentos	323,7	287,8	251,8	215,8	179,9	143,9	107,9	71,9	36,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impostos, taxas e contribuições	7,1	6,3	5,5	4,7	3,9	3,1	2,4	1,6	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Patrimônio Líquido	219,7	527,9	568,8	621,2	753,6	903,2	1.083,3	1.289,0	1.539,3	1.833,0	2.090,2	2.364,0	2.718,2	3.097,0	3.526,1	4.007,3
Capital social	60,0	360,0	346,0	328,9	328,9	328,9	328,9	328,9	328,9	328,9	343,1	145,2	33,8	-92,5	-235,1	-395,9
Lucros acumulados	159,7	167,9	223,8	292,4	424,7	574,3	754,4	960,1	1.210,5	1.504,2	1.847,1	2.238,7	2.684,3	3.189,5	3.760,2	4.403,2
Dívida Líquida	412,1	212,3	198,0	241,5	248,7	230,9	191,4	121,0	27,2	-119,8	-207,6	-318,9	-456,8	-624,4	-825,4	-1.063,7
Dívida Líquida / EBITDA	3,0	1,3	0,9	0,9	0,8	0,6	0,5	0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0
D / E	1,5	0,6	0,5	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D + E)	65,8%	35,8%	31,1%	28,8%	25,6%	21,1%	15,7%	9,2%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / (D + E)	34,2%	64,2%	68,9%	71,2%	74,4%	78,9%	84,3%	90,8%	97,6%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

vi. Capital de Giro

Capital de Giro		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
R\$ milhões																				
Dias		365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365
Receita Líquida		600,5	930,4	1.313,2	1.299,6	1.540,4	1.788,8	2.088,7	2.357,0	2.659,5	2.987,1	3.341,7	3.756,4	4.139,3	4.586,6	5.069,3	5.589,8	6.150,8	6.755,1	7.405,7
Custos		-383,18	-593,37	-751,70	-759,74	-900,50	-1.028,41	-1.188,67	-1.330,74	-1.501,53	-1.686,50	-1.886,67	-2.120,84	-2.337,00	-2.587,54	-2.862,06	-3.155,94	-3.472,67	-3.813,84	-4.181,14
Ativo Circulante																				
Contas a receber		194,2	275,9	388,3	384,3	455,5	529,3	611,8	697,0	786,5	883,4	988,2	1.110,9	1.224,1	1.356,4	1.499,1	1.633,1	1.819,0	1.997,7	2.190,1
Dias de receita líquida		107,3	108,2	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9
Estoques		136,0	196,9	265,7	268,5	318,3	363,5	420,1	470,3	530,7	596,1	666,8	749,6	826,0	915,2	1.011,5	1.115,4	1.227,3	1.347,9	1.477,7
Dias de Custos		129,5	128,5	129	129	129	129	129	129	129	129	129	129	129	129	129	129	129	129	129
Impostos a recuperar		10,4	16,1	22,7	22,9	27,1	31,0	35,8	40,1	45,3	50,8	56,9	63,9	70,4	78,0	86,3	95,1	104,7	114,9	126,0
Dias de Custos		9,9	10,5	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Demais contas a receber		14,6	22,2	30,9	31,2	37,0	42,3	48,8	54,7	61,7	69,3	77,5	87,2	96,0	106,4	117,6	129,7	142,7	156,7	171,8
Dias de Custos		13,9	14,5	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Total ativo circulante		355,1	511,2	707,6	707,0	830,0	966,0	1.116,6	1.262,2	1.424,1	1.599,6	1.789,4	2.011,5	2.216,5	2.456,1	2.714,5	2.993,3	3.293,7	3.617,3	3.965,6
Variação ativo circulante			-156,1	-296,4	0,6	-131,0	-128,1	-150,5	-145,6	-162,0	-175,4	-189,9	-222,1	-205,0	-239,5	-258,5	-278,7	-300,4	-323,6	-348,4
Passivo Circulante																				
Fornecedores		110,1	161,7	218,3	220,6	261,5	298,7	345,2	386,5	436,1	489,8	547,9	615,9	678,7	752,0	831,2	916,5	1.008,5	1.107,6	1.214,2
Dias de Custos		104,9	106,5	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106
Encargos trabalhistas		7,4	11,5	16,5	16,7	19,7	22,5	26,1	29,2	32,9	37,0	41,4	46,5	51,2	56,8	63,7	69,1	76,1	83,6	91,6
Dias de Custos		7,1	7,5	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Impostos, taxas e contribuições		11,4	17,6	24,7	25,0	29,6	33,8	39,1	43,8	49,4	55,4	62,0	69,7	76,8	85,1	94,1	103,8	114,2	125,4	137,5
Dias de Custos		10,9	11,5	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Demais contas a pagar		0,0	0,8	2,1	2,1	2,5	2,8	3,3	3,6	4,1	4,6	5,2	5,8	6,4	7,1	7,8	8,6	9,5	10,4	11,5
Dias de Custos		0	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Total passivo circulante		129,0	191,6	261,5	264,3	313,3	357,8	413,6	463,0	522,5	586,8	656,5	737,9	813,1	901,0	995,8	1.088,1	1.206,3	1.327,0	1.454,8
Variação passivo circulante			62,6	70,0	2,8	49,0	44,5	55,8	49,4	59,4	64,4	69,6	81,5	75,2	87,9	94,8	102,3	110,2	118,7	127,8
Variação de Capital de Giro			-33,5	-126,4	3,4	-82,0	-83,6	-94,8	-96,2	-102,6	-111,1	-120,2	-140,6	-129,8	-151,7	-163,6	-176,5	-190,2	-204,9	-220,6
Variação de Capital de Giro / ROI			-10,0%	-9,6%	0,3%	-5,3%	-4,7%	-4,8%	-4,1%	-3,9%	-3,7%	-3,6%	-3,7%	-3,1%	-3,3%	-3,2%	-3,2%	-3,1%	-3,0%	-3,0%

vii. Investimentos e Depreciação

Investimentos e Depreciação		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
R\$ milhões																			
Imobilizado Atual																			
Saldo Bruto		188,0	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8	272,8
Depreciação Acumulada		-20,0	-62,4	-104,5	-154,4	-212,4	-272,8	-272,8	-272,8	-272,8	-272,8	-272,8	-272,8	-272,8	-272,8	-272,8	-272,8	-272,8	-272,8
Imobilizado atual - Saldo Líquido		168,0	210,4	168,3	118,4	60,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Depreciação		-30,3	-42,4	-42,1	-49,9	-58,0	-60,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% Receita líquida		-3,3%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%
Investimentos																			
Expansão - Novas Lojas																			
% da receita líquida		0,5%	0,7%	0,7%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%
Área bruta adicional		7,200	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
Capex por área bruta	R\$/m²	900	985,5	1.049,6	1.112,5	1.179,3	1.244,1	1.306,4	1.371,7	1.440,3	1.512,3	1.587,9	1.667,3	1.750,6	1.838,2	1.930,1	2.026,6	2.127,9	2.237,9
Inflação		6,4%	9,5%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Capex Total Novas Lojas	R\$m	7,1	12,6	13,4	14,2	14,9	15,7	16,5	17,3	18,1	19,1	20,0	21,0	22,0	23,2	24,3	25,5	26,8	28,2
Manutenção de Lojas																			
% da receita líquida		1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Área média do período		136,000	142,000	148,000	148,000	154,000	154,000	160,000	166,000	172,000	178,000	184,000	190,000	196,000	202,000	208,000	214,000	220,000	226,000
Ciclo de restauração	Anos	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Área sujeita a manutenção		34,000	35,500	37,000	38,500	40,000	41,500	43,000	44,500	46,000	47,500	49,000	50,500	52,000	53,500	55,000	56,500	58,000	59,500
Capex por área bruta de reforma	R\$/m²	492,8	524,8	556,3	589,6	622,1	655,2	688,8	723,1	758,1	793,9	830,6	868,3	907,1	947,1	988,3	1030,7	1074,4	1119,4
% do Capex de novas lojas		50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Capex Manutenção	R\$m	16,8	18,6	20,6	22,7	24,9	27,1	29,5	32,0	34,8	37,7	40,8	44,2	47,8	51,6	55,7	60,1	64,9	69,9
Expansão - Centros de Distribuição																			
% da receita líquida		0,0%	4,5%	0,0%	0,0%	0,0%	3,8%	3,5%	3,3%	3,1%	2,9%	2,7%	2,6%	2,4%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%
Capex por área bruta de CD	R\$/m²	4,000	4,380,0	4,664,7	4,944,6	5,241,3	5,529,5	5,806,0	6,096,3	6,401,1	6,721,2	7,057,2	7,410,1	7,780,6	8,169,6	8,578,1	9,007,0	9,457,4	9,930,4
Inflação		6,0%	9,5%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Área novo CD		15,000	0	15,000	0	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
Número de Novos CDs		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Capex Novo CDs	R\$m	0,0	70,0	0,0	78,6	82,9	87,1	91,4	95,8	100,3	105,9	111,2	116,7	122,5	128,7	135,1	141,9	149,1	156,9
Capex Total																			
% da receita líquida		2,3%	10,1%	3,9%	6,6%	1,9%	5,6%	5,2%	4,9%	4,6%	4,3%	4,1%	3,9%	3,8%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%
Taxa de depreciação de novos investimentos		20,0%																	
Depreciação de novos investimentos		4,8	25,0	31,8	54,9	79,4	100,6	107,9	130,2	137,8	145,8	154,2	163,1	172,5	182,5	193,0	204,1	215,2	227,5
Imobilizado Final																			
Ativo Fixo Bruto - Início de Período		272,8	296,7	307,9	318,8	329,7	340,6	351,5	362,4	373,3	384,2	395,1	406,0	416,9	427,8	438,7	449,6	460,5	471,4
Total despesa de depreciação		-46,9	-74,9	-88,8	-104,4	-121,3	-138,8	-156,8	-175,3	-194,3	-213,8	-233,8	-254,3	-275,3	-296,8	-318,8	-341,3	-364,3	-387,8
Depreciação acumulada		-62	-109	-194	-274	-389	-489	-609	-749	-909	-1089	-1289	-1509	-1749	-2009	-2289	-2589	-2909	-3249
Capex		23,8	101,2	397,9	431,8	547,3	670,9	799,9	937,3	1082,6	1236,4	1399,0	1571,0	1752,9	1945,3	2148,8	2364,0	2591,5	2830,0
Ativo Fixo Bruto - Final de Período		272,8	296,7	307,9	318,8	329,7	340,6	351,5	362,4	373,3	384,2	395,1	406,0	416,9	427,8	438,7	449,6	460,5	471,4
Ativo Fixo Líquido - Final de período		210,4	187,4	213,7	217,8	218,4	221,8	224,6	227,1	229,4	231,5	233,4	235,1	236,7	238,1	239,4	240,6	241,7	242,8

viii. Dívida

Dívida		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
R\$ milhões																	
Dívidas de Curto Prazo																	
Empréstimos e Financiamentos																	
Saldo de dívida (início de período)	Anos	175,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(Amortização de dívida)	1	-175,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emissão de nova dívida		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo de dívida (final de período)		175,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Despesas de juros		16,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Spread CDI		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
CDI		13,6%	14,3%	12,5%	12,0%	12,0%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
Dívidas de Longo Prazo																	
Empréstimos e Financiamentos																	
Saldo de dívida (início de período)	Anos	359,7	323,7	287,8	251,8	215,8	179,9	143,9	107,9	71,9	36,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(Amortização de dívida)	10	-36,0	-36,0	-36,0	-36,0	-36,0	-36,0	-36,0	-36,0	-36,0	-36,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emissão de nova dívida		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo de dívida (final de período)		359,7	323,7	287,8	251,8	215,8	179,9	143,9	107,9	71,9	36,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Despesas de juros		70,3	65,0	52,7	44,4	37,6	29,7	23,1	16,5	9,9	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Spread CDI		7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
CDI		13,6%	14,3%	12,5%	12,0%	12,0%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
Impostos, Taxas e Contribuições																	
Saldo de dívida (início de período)	Anos	7,8	7,1	6,3	5,5	4,7	3,9	3,1	2,4	1,6	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(Amortização de dívida)	10	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emissão de nova dívida		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo de dívida (final de período)		7,8	7,1	6,3	5,5	4,7	3,9	3,1	2,4	1,6	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Despesas de juros		1,4	1,3	1,0	0,9	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Spread CDI		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
CDI		13,6%	14,3%	12,5%	12,0%	12,0%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
Total Endividamento		543,3	294,0	257,3	230,5	183,8	147,0	110,3	73,5	36,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Build up de Receita															
RS milhões	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Lojas de 3 a 4 anos															
Receita Bruta	133,7	158,0	167,5	177,8	187,9	197,7	208,0	218,8	230,2	242,2	254,8	268,1	281,1	296,7	312,2
Variação	133,7	18,2%	6,0%	6,2%	5,7%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Área de vendas líquida	11,340	11,340	11,340	11,340	11,340	11,340	11,340	11,340	11,340	11,340	11,340	11,340	11,340	11,340	11,340
Área de vendas bruta	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600
Área líquida/Área bruta	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Receita/m²	11,786	13,931	14,766	15,677	16,568	17,431	18,339	19,295	20,300	21,357	22,470	23,641	24,872	26,168	27,532
Receita/m² na maturidade	13,096	13,931	14,766	15,677	16,568	17,431	18,339	19,295	20,300	21,357	22,470	23,641	24,872	26,168	27,532
IPCA	9,5%	6,5%	6,0%	6,0%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Crescimento na maturidade (xPIB)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
PIB	-2,8%	-1,2%	0,0%	1,6%	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Lojas de mais de 4 anos															
Receita Bruta	1492,2	1,587,2	1,682,5	1,786,3	1,887,7	1,986,1	2,089,6	2,196,4	2,313,0	2,433,5	2,560,2	2,693,6	2,834,0	2,981,6	3,137,0
Variação	1492,2	1,587,2	1,682,5	1,786,3	1,887,7	1,986,1	2,089,6	2,196,4	2,313,0	2,433,5	2,560,2	2,693,6	2,834,0	2,981,6	3,137,0
Área de vendas líquida	113,940	113,940	113,940	113,940	113,940	113,940	113,940	113,940	113,940	113,940	113,940	113,940	113,940	113,940	113,940
Área de vendas bruta	126,600	126,600	126,600	126,600	126,600	126,600	126,600	126,600	126,600	126,600	126,600	126,600	126,600	126,600	126,600
Área líquida/Área bruta	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Receita/m²	13,096	13,931	14,766	15,677	16,568	17,431	18,339	19,295	20,300	21,357	22,470	23,641	24,872	26,168	27,532
Receita/m² na maturidade	13,096	13,931	14,766	15,677	16,568	17,431	18,339	19,295	20,300	21,357	22,470	23,641	24,872	26,168	27,532
IPCA	9,5%	6,5%	6,0%	6,0%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Crescimento na maturidade (xPIB)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
PIB	-2,8%	-1,2%	0,0%	1,6%	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Lojas Novas															
Variação															
Receita/m² na maturidade	13,096	13,931	14,766	15,677	16,568	17,431	18,339	19,295	20,300	21,357	22,470	23,641	24,872	26,168	27,532
IPCA	9,5%	6,5%	6,0%	6,0%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Crescimento na maturidade (xPIB)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
PIB	-2,8%	-1,2%	0,0%	1,6%	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Abertura novas lojas	12	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Novas Lojas - acumulado	12	32	52	72	92	112	132	152	172	192	212	232	252	272	292
Área média de novas lojas bruta	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800
Área líquida/Área bruta	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Área média de novas lojas líquida	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720
Área adicional bruta	9.600	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000
Área de vendas adicional líquida	8.640	14.400	14.400	14.400	14.400	14.400	14.400	14.400	14.400	14.400	14.400	14.400	14.400	14.400	14.400
Petecimento total	1,815,3	2,151,7	2,500,1	2,885,7	3,293,3	3,714,9	4,172,5	4,657,7	5,287,1	5,981,9	6,766,7	7,603,9	8,500,0	9,455,7	10,344,4
variação	18,5%	18,5%	16,2%	15,6%	13,9%	12,6%	12,3%	11,9%	12,0%	10,2%	10,8%	10,3%	10,2%	9,6%	9,6%

APÊNCIDE B – CD-ROM

O CD-ROM contém a modelagem financeira por completo, com indicações de premissas consideradas e projeções até 2030.

