



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIAS E
CONTABILIDADE
CURSO DE FINANÇAS

ALISON ZANON VASCONCELOS RODRIGUES PEREIRA

VALUATION: AVALIAÇÃO DO VALOR JUSTO DA EMPRESA VIA VAREJO S.A.

FORTALEZA
2019

ALISON ZANON VASCONCELOS RODRIGUES PEREIRA

VALUATION: AVALIAÇÃO DO VALOR JUSTO DA EMPRESA VIA VAREJO S.A.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso Finanças, da Universidade Federal do Ceará como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Vitor Borges Monteiro

FORTALEZA

2019

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Biblioteca Universitária

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

P489v Pereira, Alison Zanon Vasconcelos Rodrigues.
VALUATION: AVALIAÇÃO DO VALOR JUSTO DA EMPRESA VIA VAREJO S.A. / Alison Zanon
Vasconcelos Rodrigues Pereira. – 2019.
46 f. : il. color.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia,
Administração, Atuária e Contabilidade, Curso de Finanças, Fortaleza, 2019.
Orientação: Prof. Dr. Vitor Borges Monteiro.

1. Valuation. 2. Avaliação de Empesas. 3. Fluxo de Caixa Descontado. 4. Via Varejo. 5. Valor Justo. I.
Título.

CDD 332

ALISON ZANON VASCONCELOS RODRIGUES PEREIRA

VALUATION: AVALIAÇÃO DO VALOR JUSTO DA EMPRESA VIA VAREJO S.A.

Monografia apresentada ao Programa de Graduação em Finanças da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Finanças.

Aprovada em: ___/___/_____.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Vitor Borges Monteiro (Orientador)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Guilherme Diniz Irffi
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Christiano Modesto Penna
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Aos meus pais, Francisco Antônio e Josélia
Maria.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, por toda a dedicação e auxílio para que eu tivesse uma boa educação.

Ao Prof. Dr. Vitor Borges Monteiro, por todas as oportunidades, orientações e discussões nas quais enriqueceram ainda mais minha experiência na universidade.

Aos professores participantes da banca examinadora Guilherme Diniz Irfi e Christiano Modesto Penna pelo tempo, pelas valiosas colaborações e sugestões.

Aos colegas da turma de graduação, pelas reflexões, críticas e sugestões recebidas.

A todos aqueles que colaboraram de alguma forma para a realização deste trabalho.

“Hoje em dia conhecemos o preço de tudo e o valor de nada.”

Oscar Wilde.

RESUMO

O presente trabalho, tem como objetivo calcular o valor justo das ações da empresa Via Varejo S.A, listada na bolsa de valores do Brasil, B3, pelo código VVAR3, por meio do *Valuation*, especificamente, utilizando a técnica de Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

Os dados contábeis foram retirados das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), fornecidos no site de Relações com Investidores da própria empresa, com relação aos anos de 2013 a 2018. Em seguida, foram realizadas projeções para os próximos cinco anos, com base no desempenho passado da firma e valores projetados nas demonstrações de resultados apresentados pela empresa.

De acordo com as premissas adotadas para o cálculo do *Valuation*, encontrou-se que a empresa está subavaliada, ou seja, a sua cotação atual está abaixo do valor intrínseco calculado pelo Fluxo de Caixa Descontado de acordo com sua geração de caixa futura.

Palavras-chave: Valuation; Avaliação de Empresas; Fluxo de Caixa Descontado; Valor justo; Via Varejo.

ABSTRACT

The purpose of this study is to calculate the fair value of the shares of Via Varejo SA, listed on the Brazilian stock exchange, B3, by code VVAR3, through Valuation, specifically using the Discounted Cash Flow technique (DCF).

The accounting data were taken from the Standardized Financial Statements (SFS) provided on the company's Investor Relations website for the years 2013 to 2018. Projections were then made for the next five years based on past performance of the firm and projected amounts in the income statement presented by the company.

According to the assumptions adopted for the calculation of the Valuation, it was found that the company is undervalued, that is, its current price is below the intrinsic value calculated by the Discounted Cash Flow according to its future cash generation.

Keywords: Valuation; Discounted Cash Flow; Fair Value; Via Varejo.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura Societária Via Varejo	26
--	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Receita Líquida (em milhões de R\$)	28
Gráfico 2 – Lucro Bruto	29
Gráfico 3 – Despesas Operacionais	30
Gráfico 4 – Resultado Financeiro	32
Gráfico 5 – I.R e Contribuição Social	33
Gráfico 6 – Lucro Líquido	34
Gráfico 7 – Capex	36

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estrutura Societária Via Varejo	25
Tabela 2 – Informações do Balanço Patrimonial	27
Tabela 3 – Informações da Demonstração de Resultado do Exercício	27
Tabela 4 – Receita Líquida Projetada	28
Tabela 5 – Lucro Bruto Projetado	30
Tabela 6 – Despesas Operacionais Projetadas	31
Tabela 7 – Resultado Financeiro Projetado	32
Tabela 8 – I.R e Contribuição Social Projetados	33
Tabela 9 – Lucro Líquido Projetado	35
Tabela 10 – CAPEX Projetado	36
Tabela 11 – Cálculo do Capital de Giro	37
Tabela 12 – Variação do Capital de Giro Projetada	37
Tabela 13 – Fluxo de Caixa Projetado	37
Tabela 14 – Custo do Capital Próprio	39
Tabela 15 – Custo Médio Ponderado de Capital	40
Tabela 16 – Valor Presente do Fluxo Projetado	41
Tabela 17 – Valor Presente da Perpetuidade	42
Tabela 18 – Valor Justo Por Ação	42

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BP	Balanço Patrimonial
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
DRE	Demonstração de Resultado do Exercício
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
FCFE	Free Cash Flow to Equity
FCFF	Free Cash Flow to Firm
PIB	Produto Interno Bruto
VVAR3	Via Varejo S.A.

LISTA DE SÍMBOLOS

\$	Dólar
%	Porcentagem
R\$	Real

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
2	REVISÃO DE LITERATURA	16
2.1	Avaliação de Empresas	16
2.2	Fluxo de Caixa Descontado	17
2.2.1	<i>Fluxo de Caixa Livre do Acionista</i>	17
2.2.2	<i>Fluxo de Caixa Livre da Firma</i>	18
2.2.3	Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)	19
2.2.3.1	<i>Custo do Capital Próprio</i>	20
2.2.3.2	<i>Custo do Capital de Terceiros</i>	21
2.2.4	Valor terminal (Perpetuidade)	22
3	METODOLOGIA	22
3.1	Beta Alavancado	23
3.2	Ajuste para moeda brasileira	23
4	ESTDO DE CASO DA EMPRESA VIA VAREJO S.A.	24
4.1	Histórico da empresa	24
4.2	Resultados Históricos e suas projeções	26
4.2.1	<i>Resultados Históricos</i>	26
4.2.2	<i>Projeções para o Fluxo de Caixa</i>	27
4.2.2.1	<i>Receita Líquida</i>	28
4.2.2.2	<i>Lucro Bruto</i>	29
4.2.2.3	<i>Despesas Operacionais</i>	30
4.2.2.4	<i>Resultado Financeiro</i>	31
4.2.2.5	<i>Imposto de Renda e Contribuição Social</i>	32
4.2.2.6	<i>Lucro Líquido</i>	34
4.2.2.7	<i>Capex</i>	35
4.2.2.8	<i>Capital de Giro</i>	36
4.2.2.9	<i>Fluxo de Caixa</i>	37
4.3	Fluxo de Caixa Descontado	38
4.3.1	Cálculo do WACC	38
4.3.1.1	<i>Custo do Capital Próprio</i>	38
4.3.1.2	<i>Custo do Capital de Terceiros</i>	39

4.3.1.3	WACC.....	40
4.3.2	Valor Justo	40
4.3.2.1	<i>Fluxos de Caixa Projetados Descontados</i>	41
4.3.2.2	<i>Perpetuidade</i>	41
4.3.2.3	<i>Valor da Empresa</i>	42
5	CONCLUSÃO	43
	REFERÊNCIAS	44

1 INTRODUÇÃO

A avaliação do valor justo de um ativo ou uma empresa é um objeto importante na tomada de decisão tanto para os proprietários como para os investidores. O processo pelo qual se encontra esse valor justo, por meio de técnicas e ferramentas, é conhecido como *Valuation*. Segundo Longaretti (2013), “a avaliação de uma empresa consiste em uma tarefa complexa e minuciosa, devido a quantidade de modelos e infinidade de fatores que interferem em seu valor. Apesar dessa complexidade, os resultados são no máximo aproximações do seu valor justo.”

Vale ressaltar que a avaliação feita para precificar o valor justo de um ativo ou empresa, com base nas expectativas da organização, não tem como base, unicamente, processos quantitativos. Com isso, o método não é considerado, em sua totalidade, uma ciência exata. Fatores subjetivos tem grande impacto no processo de *Valuation* de uma empresa ou ação com base nos *inputs*¹ do analista em relação ao ativo.

Devido a essa subjetividade, podemos encontrar alguns vieses em um processo de avaliação, seja tanto pelo ponto de vista do analista profissional, do controlador, ou até mesmo, do investidor. Portanto, segundo Costa (2011) “o modelo poderá ser o melhor utilizado que não haverá garantia de se chegar ao valor justo e ainda afirma que resultados gerados na modelagem da empresa não darão garantia que serão comprovados nos resultados reais, isto é, no mercado.”

O presente trabalho, tem como objetivo utilizar técnicas de *Valuation*, especificamente, o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), uma avaliação intrínseca, que para Damodaran (2011, p.5), “a avaliação intrínseca oferece visão mais ampla dos fatores determinantes do valor de uma empresa ou ação”, para encontrar o valor justo por ação da empresa Via Varejo S.A.

O motivo de escolha da empresa em questão, foi o fato de a empresa possuir um valor por ação bem abaixo de suas concorrentes do setor de varejo, B2W Digital² e Magazine Luiza³, buscando o valor justo da empresa e saber se ela está subavaliada ou superavaliada no momento do estudo.

A metodologia utilizada, como mencionado anteriormente foi a do Fluxo de Caixa Descontado (FCD). De acordo com Longaretti (2013), “Esses modelos procuram determinar o

¹ Processo de fornecimento de dados e premissas para o modelo.

² **B2W Digital** é uma empresa de comércio eletrônico criada no final de 2006 pela fusão entre Submarino, Shoptime, Americanas.com.

³ Rede varejista de eletrônicos e móveis.

valor de uma empresa pela estimativa dos fluxos de caixa que devem ser gerados no futuro e então descontam esses valores a uma taxa condizente com o grau de risco para geração do fluxo. São modelos amplamente utilizados por consultorias e divulgados nas bibliografias que versam sobre avaliações de ativos e avaliações empresariais.”

Para o cálculo do (FCD), foram feitas estimativas dos fluxos de caixas futuros com base no desempenho passado da empresa, com dados das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) fornecidas pela própria empresa em seu site de Relação com Investidores. O período utilizado para o cálculo das projeções foi de 2013 a 2018. As projeções foram feitas para os próximos cinco anos, ou seja, de 2019 a 2023. Depois foi adota a premissa que a empresa teria um crescimento real de acordo com o PIB projetado para os próximos anos. Finalmente, foi calculada a taxa de desconto, conhecida como *WACC*⁴ para trazer ao valor presente todos esses fluxos de caixas futuros e então determinar o valor justo da empresa e de seu preço por ação.

⁴ Do inglês *Weighted Average Cost of Capital*. O custo médio ponderado do capital é a taxa que uma empresa deve pagar, em média, a todos os detentores de títulos para financiar seus ativos.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Nesta seção será discutido sobre o *Valuation*, em sua tradução, Avaliação de Empresas, e sobre o modelo do Fluxo de Caixa Descontado, a principal ferramenta utilizada pelos profissionais do mercado e acadêmicos, desde a metodologia para se calcular os fluxos de caixa até as formulas para cálculo da taxa de desconto.

2.1 Avaliação de Empresas

Para Longaretti (2013) “A expressão avaliação de empresas provém do termo em inglês *Valuation*, que significa valor estimado, ou, valor justo. É um procedimento que permite verificar e avaliar a capacidade futura da empresa gerar caixa, permitindo assim visualizar uma taxa de retorno acima do custo de oportunidade.”

O conceito de *Valution* e suas técnicas vem sendo cada vez mais utilizados no mundo atual. A determinação do valor justo de um ativo é útil para o gestor de uma companhia, com o objetivo de mensurar o valor de sua firma ou de outras empresas para futuras transações ou aquisições. Também, é importante para o investidor que está interessado em saber se está pagando “caro” ou “barato” por determinado ativo e identificar oportunidades de rentabilidade.

Póvoa (2012), destaca que:

O objetivo mais importante do avaliador é, através da aplicação de uma teoria específica ou algumas combinadas, atingir não necessariamente um só valor, mas uma região de preço para o ativo. (Póvoa, 2012, p. 2).

Contudo, a avaliação de uma empresa não possui uma metodologia única, ou um roteiro exato para sua execução. O processo de avaliação é composto por diferentes métodos e cada qual com sua peculiaridade. O que difere um método de avaliação de outro são suas premissas e as peculiaridades de cada empresa ou segmento que está sendo analisado.

Existem diferentes metodologias para mensurar o valor de uma empresa, porém, nenhuma representa o seu valor exato, pois apesar de técnicas avanças, os estudos são realizados com base em premissas e hipóteses resultando em um valor aproximado. (Costa, Costa e Alvim, 2010).

Entretanto, apesar de não haver uma metodologia única ou um roteiro exato, existem métodos mais robusto e aceitáveis que outros. Isso, portanto, depende de alguns

fatores, como as informações disponíveis e as premissas adotadas. Apesar disto, o método de avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado é o mais aceito por grande parte dos autores.

Dentre os instrumentos de precificação de ativos, o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é considerado o mais completo. Os críticos do modelo afirmam que, dado o elevado número de hipóteses que devemos utilizar para calcular o “valor justo” da empresa, o resultado acaba se tornando exageradamente subjetivo. (Póvoa, 2012, p. 118).

Assim, as análises de *Valuation* vem ganhando mais forças e sua aplicabilidade é cada vez mais aceita tanto no meio corporativo como no acadêmico.

2.2 Fluxo de Caixa Descontado

O método do Fluxo de Caixa Descontado consiste em trazer para o valor presente fluxo de caixas futuros descontados por uma taxa de desconto ajustada ao risco. Esses por fluxos de caixa futuros são projetados de acordo com premissas do avaliador.

O método em si é aparentemente simples: projetar a futura geração de caixa de uma empresa, trazendo esses valores para o tempo presente, utilizando uma taxa de desconto. (Póvoa, 2012, p. 121).

De acordo com Damodaran (2003), essa metodologia é a mais fácil de ser utilizada em empresas que apresentem fluxos de caixa positivos, os quais possam ser confiáveis estimações para o futuro e que exista um substituto para risco que possa ser utilizado para a obtenção das taxas de desconto.

2.2.1 Fluxo de Caixa Livre do Acionista

Este método tem como objetivo mensurar o fluxo de caixa para os acionistas ou Patrimônio Líquido, ou seja, é o fluxo de caixa na visão do acionista, o caixa que sobra depois dos reinvestimentos e pagamentos de dívidas.

O cálculo do Fluxo de Caixa Livre para o Acionista, do inglês *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), é feito da seguinte forma, segundo Damodaran (2012):

$$\text{Fluxo de Caixa Livre do Acionista} = \text{Lucro Líquido} - (\text{Despesas de Capital} - \text{Depreciação}) - (\Delta \text{Capital de Giro}) + (\text{Emissão de Dívida} - \text{Pagamento de Dívida})$$

Desta forma, de acordo com Póvoa (2012), o Fluxo de Caixa para o Acionista contempla apenas o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído para os detentores do capital próprio, após o pagamento de juros para os credores.

Portanto este fluxo de caixa deve ser descontado pelo custo de capital próprio, traduzido do inglês *Cost of Equity*.

Estes fluxos de caixas descontados pelo custo do capital próprio resultarão no Valor de Mercado da firma, ou do inglês *Market Value*.

De acordo com Damodaran (2012):

$$\text{Market Value} = \frac{FCFE_1}{Ke - g}$$

Onde,

Market Value = Valor de Mercado da Firma

*FCFE*₁ = Valor esperado do FCFE no próximo ano

Ke = Custo do Capital Próprio

g = Taxa de Crescimento constante do FCFE na perpetuidade

2.2.2 Fluxo de Caixa Livre da Firma

Do inglês *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)*, é o fluxo de caixa para todos os credores da firma, tanto os detentores de capital próprio como os detentores de capital de terceiros. É deste método que é feito o *Valuation* pelo Fluxo de Caixa Descontado neste trabalho.

O fluxo de caixa da empresa é a capacidade de geração de caixa que determinada empresa tem para a operação, ou seja, trata-se do seu real potencial para gerar lucros em virtude de suas operações, independentemente de sua fonte de financiamento. (Faissol, 2017, p. 8).

De acordo com Damodaran (2012) o Fluxo de Caixa Livre da Firma pode ser calculado da seguinte maneira:

$$\text{Fluxo de Caixa Livre da Firma} = \text{EBIT}(1-T_c) - (\text{Despesas de Capital} - \text{Depreciação}) - (\Delta \text{Capital de Giro})$$

Onde,

EBIT = Earnings Before Interest and Taxes (Lucro Operacional)

Tc = Alíquota do Imposto de Renda

Contudo, Póvoa (2012) desta a diferença entre o FCFE e o FCFF:

A diferença inicial dos fluxos de caixa para o acionista e a firma reside exatamente em seu ponto de partida. Enquanto a elaboração do FCFE começa pelo lucro líquido, o FCFF começa sua história do lucro operacional, considerando o pagamento de impostos após essa linha. (Póvoa, 2012, p. 150).

A taxa de desconto utilizada para trazer os fluxos de caixa para valor presente será o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC – Weighted Average Cost of Capital) que leva em consideração tanto o custo de capital próprio, como custo de capital de terceiros.

O resultado do valor presente de todos os fluxos de caixa futuros é o Valor da Firma, dado pela fórmula, segundo Póvoa (2012):

$$\text{Valor da Firma}(empresa) = \text{Valor de Mercado} + \text{Valor da Dívida Financeira Total}$$

Por fim, vale ressaltar que toda mudança na remuneração de dívida, ou seja, os juros e na alteração da estrutura de capital da firma serão capitadas pelo WACC.

2.2.3 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

Como discutido no tópico anterior, o Custo Médio Ponderado de Capital, conhecido com WACC, nada mais é do que a média ponderada dos custos de capital dos credores, capital próprio e de terceiros.

A fórmula para o cálculo do WACC segundo Copeland et al. (2002) é:

$$\text{WACC} = K_e (E / E+D) + K_d(1-T_c) (D / D+E)$$

Onde,

K_e = Custo do Capital Próprio

E = Valor do Capital Próprio

K_d = Custo do Capital de Terceiros

D = Valor do Capital de Terceiros

T_c = Alíquota de Imposto de Renda

Como pode ser observado, para o cálculo do WACC precisamos calcular o Custo do Capital Próprio e o Custo do Capital de terceiros, separadamente seguindo outra metodologia de cálculo.

2.2.3.1 Custo do Capital Próprio

Para Damodaran, o Custo do Capital Próprio é obtido através do *CAPM*⁵ (*Capital Asset Pricing Model*), ou em português, Modelo de precificação de Ativos Financeiros. Este método relaciona o retorno de um ativo em relação ao seu risco, medido pelo seu beta, e à um prêmio de risco de mercado.

Damodaran (2012), fornece a seguinte forma para o cálculo do *CAPM*:

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

Onde,

K_e = Taxa de retorno exigida pelo investidor ou acionista (Custo do Capital Próprio)

R_f = Taxa de retorno do ativo livre de risco

R_m = Taxa de retorno da carteira de mercado

β = Risco do ativo em relação ao risco sistemático da carteira de mercado.

$(R_m - R_f)$ = Prêmio de risco do mercado

⁵ O Capital Asset Pricing Model (CAPM), ou Modelo de Precificação de Ativos, é método que analisa a relação entre risco e retorno esperado de um investimento.

2.2.3.2 Custo do Capital de Terceiros

O Custo do Capital de Terceiros é a remuneração exigida dos credores que fazem empréstimos para a empresa, ou seja, a taxa na qual as instituições do mercado estão dispostas a fornecer empréstimos à empresa.

O cálculo do Custo do Capital de Terceiros pode ser calculado com base em títulos de dívida de longo prazo da empresa. Por outro lado, se a empresa possuir *rating*⁶ podemos calcular seu Custo do Capital de Terceiros pela soma da taxa livre de risco e do *rating* atribuído à empresa.

Se nenhum dos dois critérios for atendido, podemos calcular o custo da dívida estimando um *rating* sintético, da seguinte forma:

$$\text{Cobertura de Juros} = \text{EBIT} / \text{juros}$$

De acordo com Damodaran (2012), podemos calcular o Custo do Capital de Terceiros para firmas em mercados emergentes da seguinte forma:

$$\begin{aligned} \text{Custo da Dívida} = & \text{Taxa Livre de Risco} + \text{Default Spread da Empresa} \\ & + \text{Prêmio de Risco país.} \end{aligned}$$

2.2.4 Valor terminal (Perpetuidade)

Ao se avaliar uma empresa é considerado que a mesa tenha duração indeterminada, ou seja, que continue crescendo mesmo após o período de projeção explícita. Assim, o processo de avaliação considera dois períodos para o fluxo de caixa, o período explícito e o período contínuo, ou seja, a perpetuidade.

Em processos de precificação mais simples, para facilitar a organização das ideias, divide-se o período de maturação da empresa em um, dois, três ou quatro estágios, de acordo com o *timing* de evolução projetada de cada companhia. (Póvoa, 2012, p. 113).

⁶ *Rating* é uma classificação de crédito, ou risco, atribuído à empresa.

Assim, segundo Póvoa (2012) podemos calcular o valor da empresa na perpetuidade da seguinte forma:

$$\text{Valor Terminal}_t = \frac{FCFE_t(1+g)}{WACC - g}$$

Onde,

Valor Terminal t = Valor presente dos fluxos de caixa na perpetuidade no tempo t.

FCFEt = Fluxo de Caixa da Firma no tempo t.

WACC = Custo Médio Ponderado Do Capital.

g = Taxa de crescimento na perpetuidade.

3 METODOLOGIA

Nesta seção será comentado sobre a metodologia utilizada para realizar o trabalho, como a fonte de dados utilizada e as ferramentas para o cálculo do *Valuation* da Via Varejo S/A, com o objetivo de precificar seu valor justo por ação e comparar com o valor da ação na B3 na data de realização do trabalho.

Foi utilizado como fonte de dados os sites Yahoo Finance, Bloomberg, Banco Central do Brasil, *Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis*, Fundamentus, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Morningstar, a página na internet de Relações com Investidores da Via Varejo, e o site do Aswath Damodaran.

As informações utilizadas para as projeções foram retiradas das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), fornecidas pela própria companhia no seu site de Relação com Investidores. O período de análise das demonstrações contábeis foi de 2013 a 2018. Já os dados para a projeção na perpetuidade, como a projeção do Produto Interno Bruto (PIB) e

da inflação para os próximos anos foram retirados do relatório Focus do Banco Central do Brasil, que ficaram em 2,5% e 3,75%, respectivamente.

Em relação as informações para o cálculo do custo de capital, com o CDS e o risco país, foram retiradas do site do Aswath Damodaran de acordo com seus dados para países emergentes.

Para a taxa livre de risco foi utilizado o título de dívida do governo americano, o *T-Bond*⁷, de 10 anos, com base no site Bloomberg. A taxa livre de risco ficou em 2,55%.

3.1 Beta Alavancado

O beta coletado do site Yahoo Finance, foi de 1,74. Porém o beta fornecido pelo site é o beta desalavancado, ou seja, na ausência de dívida. Para o cálculo do beta alavancado foi utilizada a seguinte fórmula:

$$\beta_{alavancado} = \beta_{desalavancado} \left(1 + \left(\frac{D}{E}\right)(1 - Tc)\right)$$

Onde,

$\beta_{alavancado}$ = Beta com a presença de dívida.

$\beta_{desalavancado}$ = Beta sem dívida.

$\left(\frac{D}{E}\right)$ = Razão Capital de Terceiros pelo Capital próprio.

Tc = Alíquota do Imposto de Renda.

3.2 Ajuste para moeda brasileira

O custo de capital próprio e de terceiros foram calculados com dados da economia americana, portanto em dólares.

Para trazer seus valores para a base monetária em real (R\$), foi utilizada a projeção de inflação para o Brasil de 3,75% segundo o relatório Focus, e a projeção da inflação dos Estados Unidos, de 2,5% de acordo com o site *Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis*, de acordo com a fórmula:

$$(1 + taxa\ R\$) = (1 + taxa\ US\$) \times \frac{(1 + infl.\ BR)}{(1 + infl.\ US)}$$

⁷ Abreviação de *Treasury Bond*, título de dívida do governo norte americano.

4 ESTDO DE CASO DA EMPRESA VIA VAREJO S.A

4.1 Histórico da empresa

A Via Varejo S.A é uma empresa, fundada em 2010, que opera grandes marcas do varejo brasileiro e que estão há décadas no mercado como Casas Bahia, Pontofrio, Extra.com.br, Barateiro e Bartira.

Sua história começa em dezembro de 2009, quando o Grupo Pão de Açúcar (GPA), adquiriu as Casas Bahia, que pertencia à família Klein, e o Pontofrio, comprado em junho do mesmo ano.

Logo após, a companhia atuou no mercado de varejo online através de sua subsidiária Nova Pontocom, uma empresa de comércio eletrônico criada em 2010 após a fusão das operações online das Casas Bahia, Pontofrio e Extra. A empresa possuía 18% de participação no mercado de varejo online brasileiro, na época.

Em 2012, a empresa trocou a razão social para Via Varejo, antes detinha a razão social de Globex Utilidades.

Em 2013, a família Klein vendeu cerca de 16% de parte de sua participação, cerca de 553,8 milhões de ações ordinárias. Após a venda de parte da participação da família Klein a estrutura societária mudou para 43,3% pertencente ao GPA, 27,3% à família Klein e 29,3% à acionistas minoritários.

Já em 2013, a Via Varejo adquiriu a parcela restante de 75% da Bartira, uma empresa fabricante de móveis com mais de 50 anos de história, também, um fornecedor exclusivo de móveis para as Casas Bahia e Pontofrio.

No ano seguinte, 2014, a Cnova, uma empresa global de comércio eletrônico, foi criada através de uma *joint venture*⁸ entre Casino, uma empresa de varejo que atua na França e em outras regiões do mundo, GPA, Via Varejo e Grupo Êxito.

A Via Varejo detém o controle, desde 2016, das operações da Cnova Brasil e desde então é proprietária e operadora das lojas Extra.com.br, Casasbahia.com.br, Pontofrio.com, Barateiro.com e VVAtacado.

Atualmente a Via Varejo possui 1044 lojas pelo Brasil, sendo 225 lojas com a bandeira de Pontofrio e 819 com a bandeira de Casas Bahia. O estado com o maior número

⁸ *Joint Venture* é um modelo estratégico de parceria comercial ou aliança entre empresas, visando desde uma simples colaboração para fins comerciais e/ou tecnológicos até a fusão de sociedades em uma única empresa, não implicando a perda da identidade e individualidade como pessoas jurídicas das participantes.

de lojas é o estado de São Paulo que possui um total de 412 lojas, sendo 65 Pontofrio e 347 Casas Bahia.

Para atender seus clientes ao redor do Brasil a empresa possui cerca de mil lojas físicas e virtuais, estando presente em mais de 400 municípios, 26 centros de distribuição, com uma frota superior a 3 mil veículos, e uma base de dados de mais de 60 milhões de brasileiros.

Em 26 de novembro de 2018, a Companhia concluiu a migração ao segmento especial de listagem Novo Mercado da B3 S.A., procedendo com a conversão de suas ações preferenciais em ações ordinárias, bem como encerrando o programa de Units.

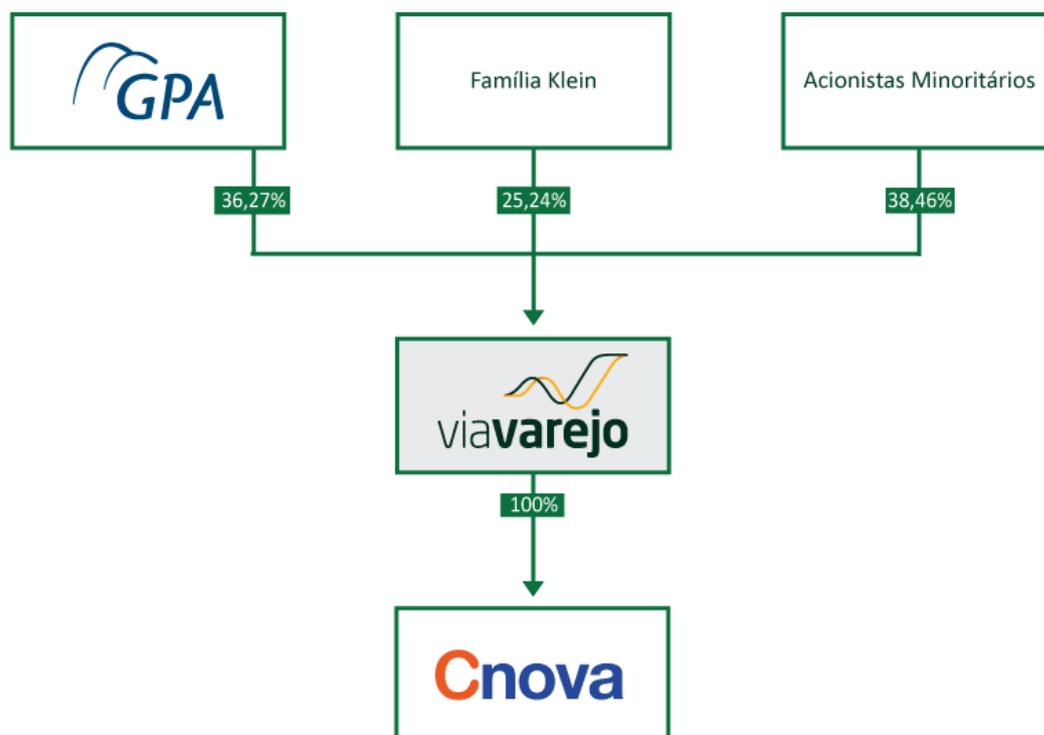
De acordo com a tabela abaixo, podemos verificar a estrutura societária da Via Varejo, extraída de seu site de relações com investidores, em abril de 2019.

Tabela 1 - Estrutura Societária Via Varejo

Acionista	Ações Ordinárias	%
Companhia Brasileira de Distribuição (GPA)	469.521.085	36,27%
Família Klein	326.729.499	25,24%
Acionistas Minoritários (freefloat)	497.873.943	38,46%
Ações em Tesouraria	300.000	0,02%
Total	1.294.424.527	100,0%

Fonte: Relações com Investidores Via varejo.

Figura 1 - Estrutura Societária Via Varejo



Fonte: Relações com Investidores Via Varejo

4.2 Resultados Históricos e suas projeções

Nesta seção, serão apresentadas algumas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), especificamente a DRE e o Balanço Patrimonial, do período de análise, 2013 a 2018. Em seguida, serão demonstradas as premissas para as projeções para os próximos 5 anos, a partir de 2019, com o intuito de projetar o fluxo de caixa futuro da empresa.

4.2.1 Resultados Históricos

Logo abaixo, serão apresentadas as informações do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) para os últimos 5 anos, de 2013 a 2018:

Tabela 2 - Informações do Balanço Patrimonial

(milhões de R\$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Caixa e Equivalente de Caixa	3.533	4.448	5.580	4.030	3.559	3.711
Ativo Circulante Total	8.984	10.717	10.671	10.708	12.443	13.544
Ativo Total	13.075	15.582	16.288	17.527	19.931	21.056
Dívida de Curto Prazo	3.056	3.409	2.679	3.532	3.802	3.378
Passivo Circulante Total	7.810	9.719	9.468	12.057	14.278	14.880
Total da Dívida	3.961	3.706	3.259	3.939	4.199	4.399
Total do Patrimônio Líquido	3.950	4.715	4.246	2.657	2.773	2.523

Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 3 - Informações da Demonstração de Resultado do Exercício

(milhões de R\$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Receita Líquida	21.756	22.674	19.268	19.819	25.690	26.928
Lucro Bruto	6.700	7.355	6.173	6.706	8.180	7.897
Despesas Operacionais	-4.463	-5.331	-5.466	-5.993	-7.138	-7.511
EBIT	2.238	2.024	707	713	1.042	386
Resultado Financeiro	-551	-679	-627	-776	-765	-741
Lucro Operacional antes I.R.	1.687	1.345	80	-63	277	-355
I.R.	-512	-474	-66	-32	-82	110
Lucro Líquido	1.175	871	14	-95	195	-245

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.2.2 Projeções para o Fluxo de Caixa

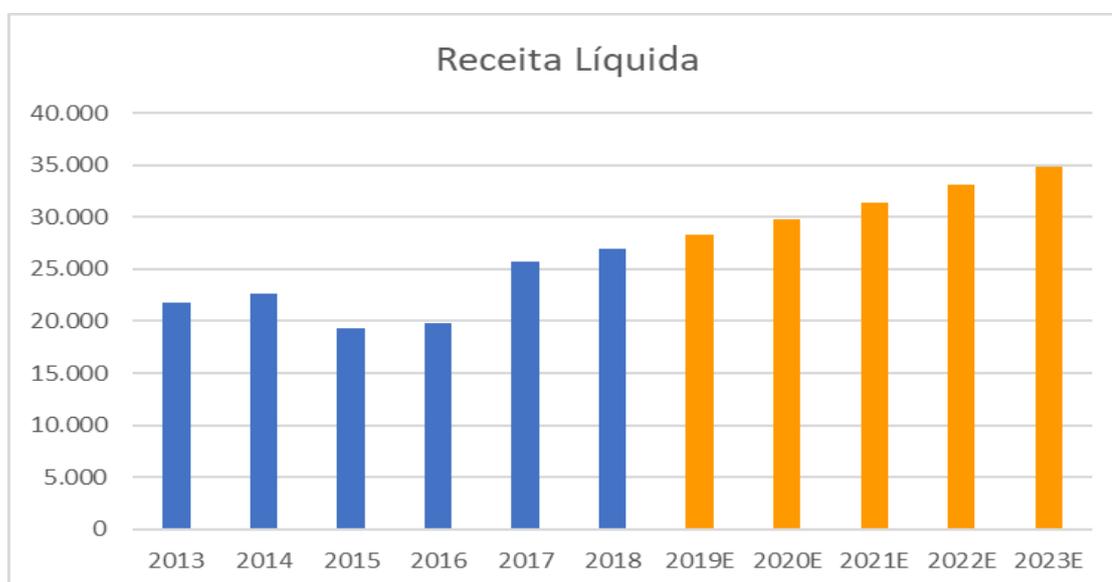
Com base nas informações dos últimos 5 anos, 2013 a 2018, das demonstrações financeiras será realizada projeções utilizando a média do desempenho histórico. O intuito é projetar fluxos de caixas futuros de acordo com premissas de projeções para que se possa calcular o valor intrínseco da empresa.

4.2.2.1 Receita Líquida

Para a projeção da Receita Líquida foi utilizado a média aritmética dos anos de 2013 a 2014. Percebe-se um crescimento estável da receita líquida, com exceção dos anos de 2015 e 2016 que foram anos de desaceleração da economia ocasionada por uma crise no país.

Portanto, a média do crescimento da receita nos últimos 5 anos foi de 5,30% ao ano e foi utilizada essa taxa para a projeção da receita líquida nos próximos 5 anos, de acordo com o gráfico e a tabela abaixo:

Gráfico 1 - Receita Líquida (em milhões de R\$)



Fonte: Elaborado pelo autor.

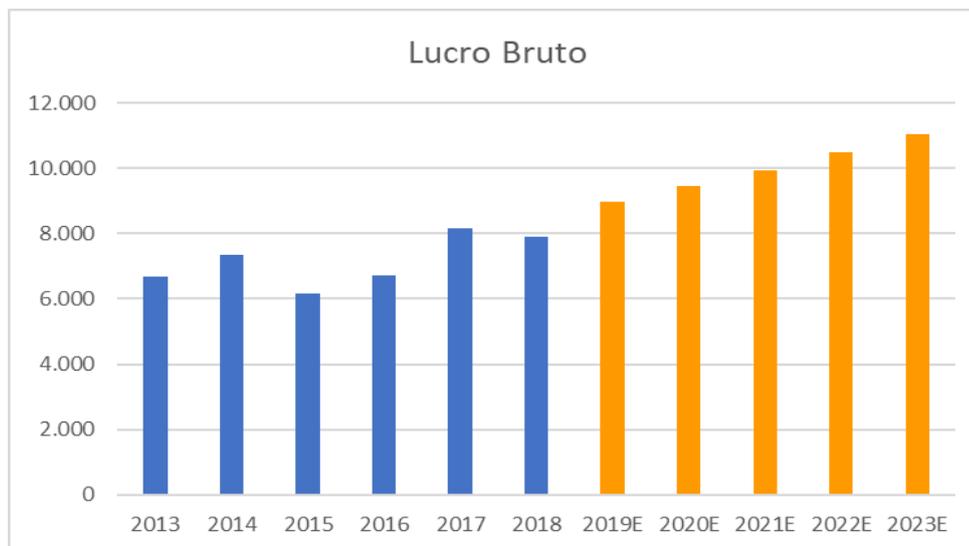
Tabela 4 - Receita Líquida Projetada

(milhões de R\$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Receita Líquida	21.756	22.674	19.268	19.819	25.690	26.928	28.355	29.858	31.440	33.107	34.861
% Crescimento		4,22%	15,02%	2,86%	29,62%	4,82%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
Receita Líquida Média											
											5,30%

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.2.2.2 Lucro Bruto

Gráfico 2 - Lucro Bruto



Fonte: Elaborado pelo autor.

Para fins de projeção do Lucro Bruto foi utilizada a *Margem Bruta*⁹, um índice que mede o quanto de receita líquida se transforma em lucro bruto, bastante utilizado pelas empresas, que buscam manter uma margem estável. A margem bruta variou entre 29,30% e 33,80% tendo uma queda no ano de 2018 devido ao ambiente mais competitivo, principalmente com a implementação de novas ferramentas, de acordo com o relatório da administração do quarto trimestre de 2018.

Portanto, foi calculado a média da margem dos últimos anos e utilizado a média para fins de projeção, multiplicando a receita líquida projetada para os próximos anos, de acordo com a tabela abaixo:

⁹ Índice que mede o quanto da receita líquida se transforma em lucro bruto. Calculado da seguinte forma:
 $Margem\ Bruta = (lucro\ bruto/receita\ líquida) \times 100.$

Tabela 5 - Lucro Bruto Projetado

(milhões de R\$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Receita Líquida	21.756	22.674	19.268	19.819	25.690	26.928	28.355	29.858	31.440	33.107	34.861
X Margem Bruta	30,80%	32,40%	32%	33,80%	31,70%	29,30%	31,67%	31,67%	31,67%	31,67%	31,67%
= Lucro Bruto	6.700	7.355	6.173	6.706	8.180	7.897	8.979	9.455	9.956	10.484	11.039
Média											31,67%

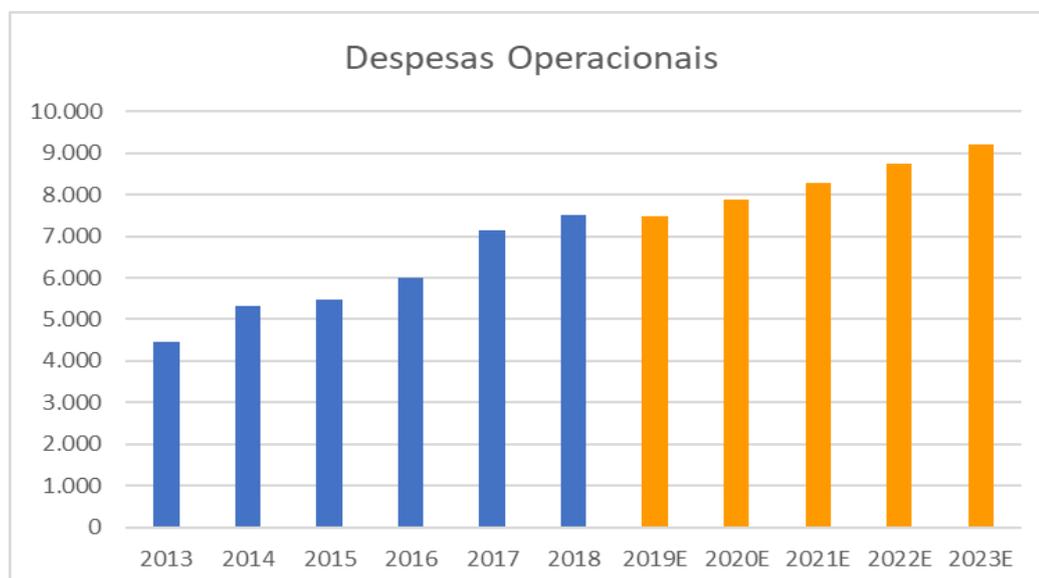
Fonte: Elaborada pelo autor.

4.2.2.3 Despesas Operacionais

As despesas operacionais apresentaram um crescimento constante nos últimos anos. No ano de 2018 o crescimento foi devido as despesas com vendas, gerais e administrativas, que está em um processo de redução de despesas, e outras despesas operacionais em função do processo de reestruturação que a Companhia está envolvida.

Para a projeção, foi utilizada o percentual que as despesas operacionais representam do lucro líquido, ficando em média em 26,39%.

Gráfico 3 - Despesas Operacionais



Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 6 – Despesas Operacionais Projetadas

<i>(milhões de R\$)</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019E</i>	<i>2020E</i>	<i>2021E</i>	<i>2022E</i>	<i>2023E</i>
Receita Líquida	21.756	22.674	19.268	19.819	25.690	26.928	28.355	29.858	31.440	33.107	34.861
Despesas Operacionais	4.463	5.331	5.466	5.993	7.138	7.511	7.482	7.878	8.296	8.735	9.198
Despesas/Receitas Líquidas	20,51%	23,51%	28,37%	30,24%	27,79%	27,89%	26,39%	26,39%	26,39%	26,39%	26,39%
Média							26,39%				

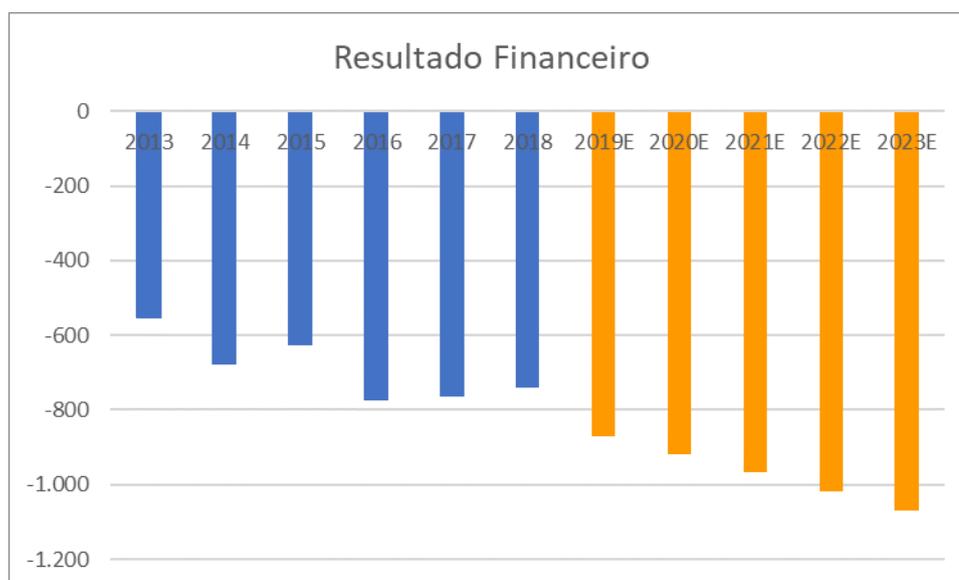
Fonte: Elaborada pelo autor.

4.2.2.4 Resultado Financeiro

O resultado financeiro consiste na diferença entre as receitas financeiras e as despesas financeiras da empresa. No caso da Via Varejo, sua receita financeira consiste em aplicações do caixa, atualizações ativas e antecipação a fornecedores. Já as despesas financeiras consistem principalmente de custo com venda e desconto de recebíveis e com o custo da dívida.

Para fins de projeção, foi utilizado a razão entre resultado financeiro e a receita líquida, que de acordo com os dados históricos ficou entre 2,53% e 3,92%. Usando a média para projetar o resultado financeiro dos próximos anos, o valor utilizado foi de 3,07%, de acordo com o gráfico e tabela abaixo:

Gráfico 4 - Resultado Financeiro



Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 7 – Resultado Financeiro Projetado

(milhões de R\$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Receita Líquida	21.756	22.674	19.268	19.819	25.690	26.928	28.355	29.858	31.440	33.107	34.861
Resultado Financeiro	-551	-679	-627	-776	-765	-741	-871	-917	-966	-1.017	-1.071
Resultado Financeiro/Receita Líquida Média	-2,53%	-2,99%	-3,25%	-3,92%	-2,98%	-2,75%	-3,07%	-3,07%	-3,07%	-3,07%	-3,07%
											-3,07%

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.2.2.5 Imposto de Renda e Contribuição Social

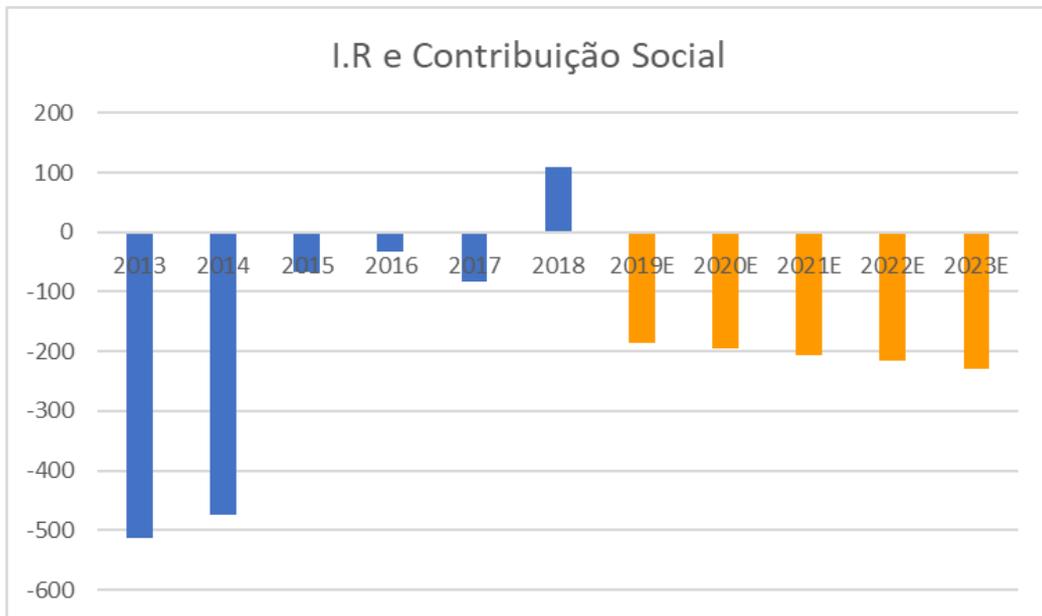
O imposto de renda (IR) e a contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL) são calculados com base no resultado da empresa depois de deduzidos os custos e as despesas. A alíquota utilizada é de 34%, sendo 25% de IR e 9% de CSLL.

Porém, para fins de projeção será utilizado a alíquota de imposto de renda e contribuição social efetiva, que é o que realmente é cobrado após deduções.

Para o ano de 2018 tivemos um imposto de renda e contribuição social sobre prejuízo de \$110 mil, que será utilizado como um ativo fiscal diferido, sendo abatido em exercícios futuros.

A alíquota de IR e CSLL sobre o lucro antes dos tributos foi em média de 29,62% e será utilizada essa alíquota para sua projeção nos anos posteriores, de acordo com o gráfico e tabela abaixo:

Gráfico 5 - I.R e Contribuição Social



Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 8 - I.R e Contribuição Social Projetados

(milhões de R\$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Lucro Operacional antes I.R.	1.687	1.345	80	-63	277	-355	627	660	695	732	771
I.R	-512	-474	-66	-32	-82	110	-186	-195	-206	-217	-228
%I. R	-30,35%	-35,24%	-82,50%	0,00%	-29,60%	0,00%	-29,62%	-29,62%	-29,62%	-29,62%	-29,62%
Média			-29,62%								

Fonte: Elaborada pelo autor.

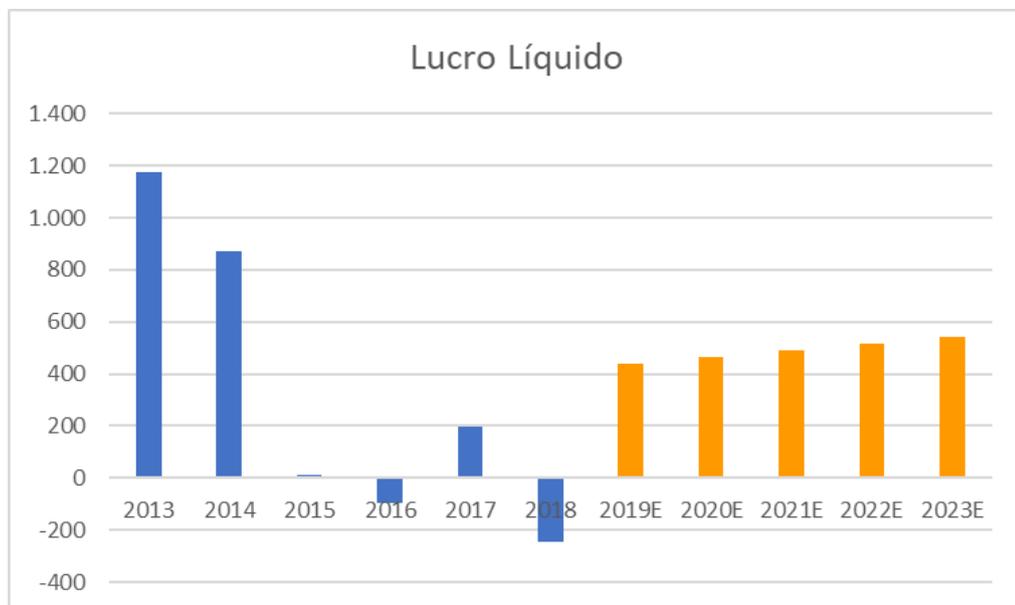
4.2.2.6 Lucro Líquido

O lucro líquido é o que resulta das receitas da empresa após deduzir todos os custos, despesas e tributos. Apesar da Companhia ter apresentado o maior patamar de receita na história da empresa no de 2018, no valor de R\$ 30,6 bilhões, o lucro líquido ficou negativo em R\$267 milhões. A administração justificou o resultado negativo no ano de 2018 devido a eventos macroeconômicos que influenciaram negativamente o padrão de consumo da população, como greve dos caminhoneiros, copa do mundo e eleições. Também, tal resultado é devido ao processo de reestruturação da realizado na Companhia.

Porém, apesar da empresa não está apresentando um lucro líquido estável e crescente nos últimos anos, a administração se comprometeu em trabalhar na recuperação no crescimento das vendas e das margens, redução das despesas que não afetam as vendas e melhoria operacional.

Para fins de projeção, foi utilizado as projeções anteriores para calcular o lucro líquido dos próximos anos, conforme segue o gráfico e a tabela:

Gráfico 6 - Lucro Líquido



Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 9 - Lucro Líquido Projetado

(milhões de R\$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Receita Líquida	21.756	22.674	19.268	19.819	25.690	26.928	28.355	29.858	31.440	33.107	34.861
Lucro Bruto	6.700	7.355	6.173	6.706	8.180	7.897	8.979	9.455	9.956	10.484	11.039
Despesas Operacionais	-4.463	-5.331	-5.466	-5.993	-7.138	-7.511	-7.482	-7.878	-8.296	-8.735	-9.198
EBIT	2.238	2.024	707	713	1.042	386	1.498	1.577	1.661	1.749	1.841
Resultado Financeiro	-551	-679	-627	-776	-765	-741	-871	-917	-966	-1.017	-1.071
Lucro Operacional antes I.R.	1.687	1.345	80	-63	277	-355	627	660	695	732	771
I.R.	-512	-474	-66	-32	-82	110	-186	-195	-206	-217	-228
Lucro Líquido	1.175	871	14	-95	195	-245	441	465	489	515	542

Fonte: Elaborada pelo autor.

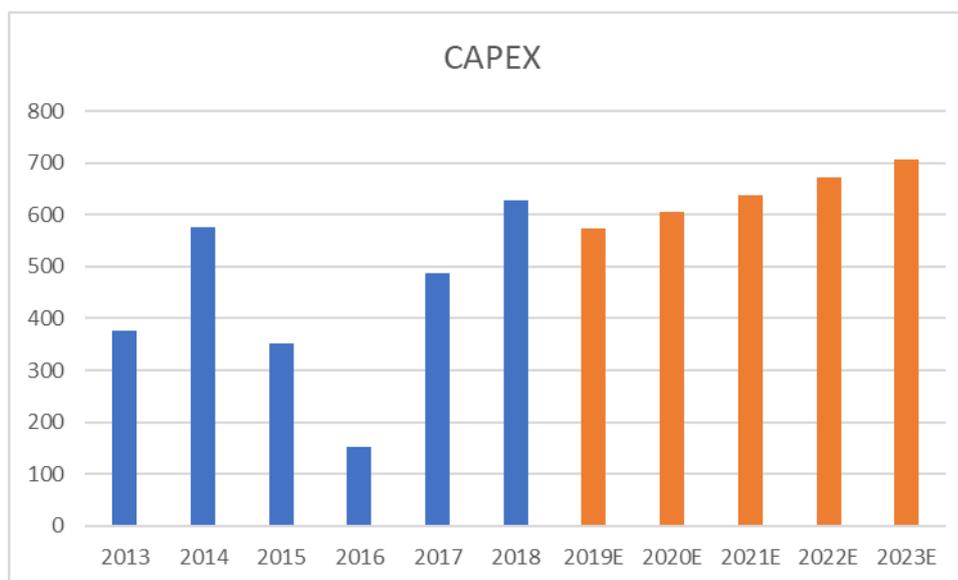
4.2.2.7 Capex¹⁰

O *Capex* representa a aquisição de bens do ativo imobilizado e intangível, ou seja, são os investimentos realizados para manter a produção de um serviço ou manter o funcionamento de um negócio.

Para a projeção foi utilizado como premissa que o *Capex* cresce a mesma taxa da receita projetada, porém para o ano de 2019 foi utilizado o valor de R\$ 575 milhões, uma média da previsão do *Capex* pela própria Companhia, que afirmou que iria investir entre R\$ 550 e R\$ 600 milhões. A partir daí, o *Capex* cresceu à taxa de 5,30%.

¹⁰ Sigla da expressão em inglês *Capital Expenditure* que são os investimentos realizados em equipamentos e instalações.

Gráfico 7 - CAPEX



Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 10 - CAPEX Projetado

(milhões de R\$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
CAPEX	376	576	352	151	487	628	575	605	638	671	707
Taxa de Crescimento			5,30%								

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.2.2.8 Capital de Giro

O capital de giro são os recursos necessários para o financiamento das atividades da empresa, ou seja, é todo o capital necessário para financiar a continuidade da empresa.

Para o cálculo do capital de giro, foi utilizado 4 informações obtidas do balanço patrimonial da Companhia, sendo elas: ativo circulante, caixa e aplicações, passivo circulante e dívida de curto prazo. Com as informações em mãos, o cálculo é feito da seguinte forma:

$$\text{Capital de Giro} = (\text{ativo circulante} - \text{caixa e aplicações}) - (\text{passivo circulante} - \text{dívida de curto prazo})$$

Assim, temos os seguintes capitais de giro para os dados históricos:

Tabela 11 - Cálculo do Capital de Giro

(milhões de R\$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ativo Circulante Total	8.984	10.717	10.671	10.708	12.443	13.544
Caixa e Equivalente de Caixa	3.533	4.448	5.580	4.030	3.559	3.711
Passivo Circulante Total	7.810	9.719	9.468	12.057	14.278	14.880
Dívida de Curto Prazo	3.056	3.409	2.679	3.532	3.802	3.378
Capital de Giro	697	998	1.203	-1.349	-1.835	-1.336

Fonte: Elaborada pelo autor.

Com os valores do capital de giro para todos os anos, foi possível obter a variação do capital de giro, necessário para o cálculo do Fluxo de Caixa da Firma, e sua projeção, conforme a média dos anos em análise.

Tabela 12 - Variação do Capital de Giro Projetada

(milhões de R\$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Capital de Giro	697	998	1.203	-1.349	-1.835	-1.336	-963	-694	-500	-361	-260
Δ Capital de Giro		301	205	-2.552	-486	499	373	269	194	140	101
Média				-27,92%							

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.2.2.9 Fluxo de Caixa

De acordo com as premissas adotadas e dos valores projetados, podemos calcular o Fluxo de Caixa Livre para a Firma e então utilizá-lo para fazer o *Valuation* através do Fluxo de Caixa Descontado.

Portanto, seguem os valores encontrados na tabela abaixo:

Tabela 13 - Fluxo de Caixa Projetado

(milhões de R\$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT¹¹	2.238	2.024	707	713	1.042	386	1.498	1.577	1.661	1.749	1.841
Tax Rate	-512	-474	-66	-32	-82	110	-165	-174	-183	-193	-203
EBIT(1-T)	1.726	1.550	641	681	960	496	1.333	1.403	1.478	1.556	1.638
(+) Depreciação	167	179	231	223	319	332	390	459	540	634	746
(+/-) Δ Capital de Giro		301	205	-2.552	-486	499	373	269	194	140	101
(-) Capex	-376	-576	-352	-151	-487	-628	-575	-605	-638	-671	-707
=FCFE	1.517	1.454	725	-1.799	306	699	1.521	1.526	1.573	1.659	1.778

Fonte: Elaborada pelo autor.

¹¹ EBIT é uma sigla do inglês *Earnings Before Interest and Taxes* que são os lucros depois dos juros e impostos.

4.3 Fluxo de Caixa Descontado

Nesta seção será feito o cálculo da taxa de desconto para obtenção do fluxo de caixa descontado, *WACC*, a partir disso encontrar o valor justo da empresa.

4.3.1 Cálculo do *WACC*

O *WACC* é o custo médio de capital ponderado, ou seja, é o custo de capital do negócio ponderado pelo capital próprio e o capital de terceiros de acordo com seus respectivos pesos.

4.3.1.1 Custo do Capital Próprio

Como citado anteriormente, para o cálculo do capital próprio será utilizado o modelo *CAPM* com a adição do risco país.

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

De acordo com o site *Yahoo Finance* o valor do beta desalavancado é de 1,74. Para o cálculo do beta alavancado foi utilizado a metodologia mencionado no capítulo anterior e o valor foi de 3,16. Assim, o cálculo do custo do capital próprio foi feito utilizando a taxa livre de risco como o título de dívida do governo americano de 10 anos, ficando em 2,55%, e o prêmio de risco de mercado, retirado do site do Damodaran, de 10,13%. Entretanto, o valor está em dólares, para a conversão em real foi utilizada a projeção da inflação de 3,75% e dos Estados Unidos em 2,5%. O resultado pode ser visto na tabela abaixo:

Tabela 14 - Custo do Capital Próprio

<i>Custo do Capital Próprio (Ke)</i>	
Taxa Livre de Risco	2,55%
Beta Desalavancado	1,74
Beta Alavancado	3,16
Prêmio de Risco do Mercado	10,13%
Risco País	4,17%
Ke Nominal (US\$)	38,78%
Inflação Brasil (IPCA)	3,75%
Inflação EUA (IPC)	1,80%
Ke Real (R\$)	41,44%

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.3.1.2 Custo do Capital de Terceiros

Para o cálculo do Custo do Capital de Terceiros, foi utilizado a taxa livre de risco, citada anteriormente, de 2,55%, o *Default Spread* da empresa, spread por inadimplência, de 1,56% e o prêmio de risco país, também citado anteriormente, de 4,17%. De acordo com a fórmula:

$$\text{Custo da Dívida} = \text{Taxa Livre de Risco} + \text{Default Spread da Empresa} + \text{Prêmio de Risco país.}$$

O *Default Spread* foi calculado com base na média do índice de cobertura de juros da Via Varejo, de 3,28, para atribuir seu rating, segundo Damodaran ficou em A3/A-. Assim, temos o seguinte valor do Custo do Capital de Terceiro em dólares:

$$\text{Custo da Dívida} = 2,55\% + 1,56\% + 4,17\% = 8,28\%$$

Então, foi transformado a taxa para real, da seguinte forma:

$$(1 + \text{taxa R\$}) = (1 + 8,28\%) \times \frac{(1+3,75\%)}{(1+1,80\%)} = 10,35\%$$

4.3.1.3 WACC

O custo médio ponderado de capital (WACC), como explicado anteriormente, são os custos de capital próprio e de terceiros ponderados pela estrutura de capital da empresa.

Tabela 15 - Custo Médio Ponderado de Capital

WAAC	
Valor de Mercado	5.372
Ke Real (R\$)	41,44%
Dívida Total	4.399
Kd(1-Tc) Real (R\$)	7,85%
WACC	24,86%

Fonte: Elaborada pelo autor.

De acordo com os valores calculados anteriormente, podemos calcular o WAAC da seguinte forma, com base na estrutura de capital da empresa e a alíquota do I.R.:

$$WACC = 41,44\% (5372 / 9771) + 8,28\% (1-29,62\%) (4399 / 9771) = \mathbf{24,86\%}$$

4.3.2 Valor Justo

O cálculo do valor justo da empresa foi feito em duas etapas. Primeiro, o cálculo dos fluxos de caixa projetados descontados pelo WACC. Depois, o valor presente da perpetuidade, de acordo com as premissas adotadas.

4.3.2.1 Fluxos de Caixa Projetados Descontados

Utilizando os fluxos de caixa projetados e utilizando o WACC como a taxa de desconto, foi obtido o valor presente dos fluxos de caixa descontados dos próximos cinco anos:

Tabela 16 - Valor Presente do Fluxo Projetado

<i>(milhões de R\$)</i>	<i>2019E</i>	<i>2020E</i>	<i>2021E</i>	<i>2022E</i>	<i>2023E</i>
=FCFE	1.521	1.526	1.573	1.659	1.778
WACC			24,86%		
Fluxo de Caixa Descontado	1.218	979	808	682	586
Valor presente do Fluxo de Caixa	4.274				

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.3.2.2 Perpetuidade

Para o cálculo da perpetuidade, foi utilizado com premissa que a empresa irá apresentar um crescimento real de acordo com o PIB projetado, de acordo com o relatório Focus, do Banco Central do Brasil, de 2,5% e uma inflação projetada de 3,75%, com base no IPCA projetado também pelo relatório Focus. Portanto, a taxa de crescimento real na perpetuidade ficou em 6,34%, na qual será utilizada para trazer os fluxos de caixa futuros a partir de 2024 para a o ano de 2023.

Após isso, o valor da perpetuidade será trazido para o valor presente, podendo ser visto na tabela abaixo:

Tabela 17 - Valor Presente da Perpetuidade

<i>(milhões de R\$)</i>	
PIB Projetado	2,50%
IPCA Projetado	3,75%
Taxa de Crescimento	6,34%
WACC	24,86%
Fluxo de Caixa 2024	1.891
Valor da perpetuidade	10.213
Valor Presente da Perpetuidade	3.366

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.3.2.3 Valor da Empresa

Por fim, após calcular o valor dos fluxos de caixa projetados descontados e o valor presente da perpetuidade, pode-se contabilizar o valor justo da empresa. Para isso, basta adicionar o valor dos fluxos projetados com o valor presente da perpetuidade.

Com isso, é possível deduzir o valor justo por ação com base nas premissas adotadas para o cálculo do seu valor justo, subtraindo o valor da dívida líquida do valor justo da empresa e dividir pelo número de ações em circulação, de acordo com a tabela abaixo:

Tabela 18 - Valor Justo por Ação

<i>(milhões de R\$)</i>	
Valor presente do Fluxo de Caixa	4.274
Valor Presente da Perpetuidade	3.366
Valor da Empresa	7.639
-Dívida Líquida	688
Valor do Patrimônio Líquido	6.951
Shares Outstanding	1.294
Valor Justo por ação	R\$ 5,37
Preço hoje	R\$ 4,15

Fonte: Elaborada pelo autor.

De acordo com a data na qual foi realizada o estudo, 15/04/2019, a ação estava cotada ao valor de R\$ 4,15. Porém, de acordo com o *Valuation* realizado e as premissas utilizadas o valor intrínseco é de R\$ 5,37 por ação. Portanto, a empresa possui o *upside*¹² de 29,4% em relação ao seu valor atual.

5 CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou realizar a avaliação da empresa Via Varejo S/A com base na metodologia de *Valuation*, especificamente pelo método de Fluxo de Caixa Descontado. Para isso, foram feitas projeções para os fluxos de caixa futuros da empresa trazendo-os para valor presente por meio de uma taxa de desconto, o WACC.

As projeções foram realizadas de forma quantitativa, por meio das médias aritméticas com base nos resultados dos anos anteriores. Para a perpetuidade, foi utilizada a pressa de que a empresa apresentaria um crescimento real de acordo com o PIB projetado pelo Banco Central do Brasil de 2,50% a uma inflação projetada de 3,75%.

Como resultado da aplicação do método, foi encontrado que o valor justo da empresa seria de R\$ 7,639 milhões, no qual subtraído o valor da dívida líquida e dividindo pelo número de ações em circulação na data do estudo, foi encontrado um valor justo por ação de R\$ 5,37. O resultado possui um *upside* de 29,4% em relação ao preço corrente no período no qual foi realizado o trabalho. Importante ressaltar que este trabalho possui fins acadêmicos, não resultando em uma sugestão de investimento. Também, o resultado encontrado foi fruto das projeções adotadas com base em apenas um cenário.

Fica como sugestão para trabalhos futuros aplicar técnicas mais sofisticadas para a projeção dos fluxos de caixa ao invés da simples utilização da média aritmética do desempenho passado e projeções para diferentes cenários. Também, seria interessante um estudo no qual adote metodologias qualitativas e utilize o cenário macroeconômico para sua projeção, como por exemplo o impacto da taxa de juros nos fluxos de caixa, já que o setor de varejo é fortemente afetado pelas taxas de juros e no qual em patamares mais baixos.

¹² Expressão utilizada para mensurar em quanto o valor justo por ação está em relação ao seu valor atual.

Também, poderia ser utilizado outras métricas para a taxa livre de juros, como a Taxa Selic¹³, para o Brasil, e calcular o prêmio de risco com base no índice IBOVESPA.

¹³ Taxa de juros básica da economia brasileira.

REFERÊNCIAS

- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim e MURRIN, Jack. **Valuation; calculando e referenciando o valor das empresas**. Tradução de Allan Vidigal Hastings. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.
- COSTA, L. G. T. A; COSTA L. R. T. A; ALVIM, M. A, **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas**. São Paulo: Atlas 2010.
- COSTA, L. G. T. A; COSTA L. R. T. A; ALVIM, M. A, **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas: 2011.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 5. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2003. 630 p.
- DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, Wiley Finance, 2012.
- DIAS, Diogo dos Anjos Martins. **Valuation – avaliação de Empresas M. Dias Branco S.A. – Indústria e Comércio de Alimentos**. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2014. Disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/biblioteca.php/trabalhos/show/2027>.
- DIAS, Alberto Marques. **Estudo de Caso: Valuation do Grupo WEG S/A**. 2004. Projeto Técnico (MBA em Finanças Corporativas) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2004.
- FAISSOL, Ricardo de Andrade Lima. **Estudo do "valuation" a partir do modelo de fluxo de caixa descontado, assim como a implementação de uma ação estratégica: aplicação na organização "Saraiva S.A. Livreiros Editores"**. Universidade Federal Fluminense. Niterói, RJ, 2017. Disponível em <https://app.uff.br/riuff/handle/1/5447?mode=full>.
- LIMA, Fernanda Silva Costa. **Valuation Lojas Renner S.A**. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2015. Disponível em http://modelosfinanceiros.com.br/assets/documentos/avaliacao_de_empresas_-_lojas_renner.pdf.
- LONGARRETI, Edimar. **Valuation: modelagem financeira para evidenciação do valor justo de uma empresa**. Universidade do Extremo Sul Catarinense. Criciúma, 2013. Disponível em <http://repositorio.unesc.net/handle/1/2197>.
- PERIN, Ulysses Padolfo. **A aplicabilidade do Valuation pelo método de fluxo de caixa descontado: O caso da Cosan S/A**. 2008. Monografia (Bacharel em Ciências Econômicas) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.

POVOA, Alexandre Valuation: como precificar ações / Alexandre Póvoa. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

Página da Internet do **Aswath Damodaran**. Disponível em: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Acesso em abril de 2019.

Página da internet do **Banco Central do Brasil – Boletim Focus**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus> Acesso em abril de 2019.

Página da internet da **Bloomberg Business**. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/>. Acesso em abril de 2019.

Página na internet do **Economic Research do Federal Reserve Bank of St. Louis**. Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/>. Acesso em março de 2019.

Página na internet do **Fundamentus**. Disponível em: <https://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=VVAR3>. Acesso em março de 2019.

Página na internet do **IPEADATA**. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em março de 2019.

Página na internet do **Morningstar**. Disponível em: <https://www.morningstar.com/>. Acesso em abril de 2019.

Página na internet do **RI da Via Varejo S.A.** Disponível em: http://ri.viavarejo.com.br/default_pt.asp?idioma=0&conta=28. Acesso em abril de 2019.

Página na internet do **Yahoo Finance**. Disponível em: <https://finance.yahoo.com/>. Acesso em abril de 2019.