



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

GEORGE ASSUNÇÃO MAIA FILHO

UMA APLICAÇÃO DO MÉTODO DE VALUATION PELA TÉCNICA DO FLUXO DE
CAIXA DESCONTADO: O CASO DAS LOJAS AMERICANAS S.A

FORTALEZA

2021

GEORGE ASSUNÇÃO MAIA FILHO

UMA APLICAÇÃO DO MÉTODO DE VALUATION PELA TÉCNICA DO FLUXO DE
CAIXA DESCONTADO: O CASO DAS LOJAS AMERICANAS S.A

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

Orientador: Prof. Dr. Vitor Borges Monteiro.

FORTALEZA

2021

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)

F498a Filho, George Assunção Maia.

UMA APLICAÇÃO DO MÉTODO DE VALUATION PELA TÉCNICA DO FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO: O CASO DAS LOJAS AMERICANAS S.A / George Assunção Maia Filho. – 2021.
47 f. : il. color.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia,
Administração, Atuária e Contabilidade, Curso de Finanças, Fortaleza, 2021.
Orientação: Prof. Dr. Vitor Borges Monteiro.

1. Valuation. 2. Fluxo de Caixa Descontado. 3. Lojas Americanas. 4. Valor Justo. I. Título.

CDD 332

GEORGE ASSUNÇÃO MAIA FILHO

UMA APLICAÇÃO DO MÉTODO DE VALUATION PELA TÉCNICA DO FLUXO DE
CAIXA DESCONTADO: O CASO DAS LOJAS AMERICANAS S.A

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

Aprovada em: __/__/____.

BANCA EXAMINADORA

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

Prof. Dr. Frederico Augusto Gomes de Alencar
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Ms. Weider Loureto Alves
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Este trabalho é dedicado a Deus e aos meus pais, George Assunção e Maria das Graças, pois são essenciais na minha vida.

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela minha vida, e por me ajudar nessa trajetória com seu amor, sabedoria e justiça.

Aos meus pais, por todo apoio e dedicação que me deram. Pois através dos seus ensinamentos, aprendia a andar em um caminho de honra e com um coração disposto.

Ao Prof. Dr. Vitor Borges Monteiro, por toda paciência que teve comigo. Sua postura impecável e conselhos foram essenciais para a conclusão satisfatória deste trabalho.

Aos colegas de turma e amigos. Tenho certeza que sem eles esse trabalho não seria o mesmo. Por isso, agradeço do fundo do meu coração por tudo.

E a todos aqueles que direta e indiretamente fizeram parte da minha formação, o meu muito obrigado!

“É ótimo celebrar o sucesso, mas mais importante ainda é assimilar as lições trazidas pelos erros que cometemos”. - Bill Gates.”

RESUMO

O presente trabalho aplica o método de *Valuation* a partir da técnica do Fluxo de Caixa Descontado (DFC) na avaliação da Loja Americanas S.A., uma das maiores empresas do varejo brasileiro. Para se chegar ao valor justo, é feita inicialmente a projeção dos resultados da companhia para os anos de 2020 a 2025, com o método permitindo descontar os valores futuros pela taxa do WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), e em seguida é calculada a projeção do crescimento da empresa na perpetuidade. As premissas adotadas foram aplicadas e mostram um resultado coerente com o preço de mercado. Assim, podemos considerar que o método usado é uma ferramenta útil de análise, sobretudo, por apresentar informações claras e imprescindíveis de precificação.

Palavras-chave: *Valuation*. Fluxo de Caixa Descontado. Lojas Americanas. Valor Justo.

ABSTRACT

The present work applies the Valuation method based on the Discounted Cash Flow (DFC) technique in the valuation of Loja Americanas S.A., one of the largest Brazilian retail companies. To arrive at the fair value, the company's results for the years 2020 to 2025 are initially projected, using the method allowing discounting future values using the WACC (Weighted Average Cost of Capital) rate, and then calculating the projection of the company's growth in perpetuity. The assumptions adopted were applied and show a result consistent with the market price. Thus, we can consider that the method used is a useful analysis tool, above all, for presenting clear and essential pricing information.

.

Keywords: Valuation. Discounted Cash Flow. Lojas Americanas. Fair Value.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Market Share do mercado de e-commerce.....	27
---	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Receita Líquida	30
Gráfico 2 – Lucro Bruto.....	32
Gráfico 3 – Despesas Operacionais	33
Gráfico 4 – Resultado Financeiro	34
Gráfico 5 – Lucro Líquido	35
Gráfico 6 – Capex	37

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estrutura Societária	28
Tabela 2 – Balanço Patrimonial.....	29
Tabela 3 – Demonstração de Resultado do Exercício (DRE).....	29
Tabela 4 – Receita Líquida Projetada.....	31
Tabela 5 – Lucro Bruto Projetado.....	32
Tabela 6 – Despesas Operacionais Projetadas.....	33
Tabela 7 – Resultado Financeiro Projetado.....	35
Tabela 8 – Lucro Líquido Projetado	36
Tabela 9 – Capex Projetado.....	37
Tabela 10 – Cálculo do Capital de Giro.....	38
Tabela 11 – Variação do Capital de Giro Projetado.....	38
Tabela 12 – Fluxo de Caixa Projetado.....	39
Tabela 13 – Custo do Capital Próprio.....	41
Tabela 14 – Fluxo de Caixa Projetado.....	42
Tabela 15 – Valor Presente dos Fluxos de Caixa.....	43
Tabela 16 – Valor Presente da Perpetuidade	43
Tabela 17 – Valor Justo por Ação.....	44

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN	Banco Central do Brasil
BLS	Us Bureau of Labor Statistics
BP	Balanço Patrimonial
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
DRE	Demonstrações de Resultado do Exercício
EBIT	Earning Before Interest and Taxes
EUA	Estados Unidos
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
FCFE	Free Cash Flow to Equity
FCFF	Free Cash Flow to Firm
IPCA	Índice de Preços no Consumidor
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
LAME3	Lojas Americanas S.A– Ações Ordinária
LAME4	Lojas Americanas S.A – Ações Preferenciais
PIB	Produto Interno Bruto
UFC	Universidade Federal do Ceará
USDT	United States Department of the Treasury

LISTA DE SÍMBOLOS

\$	Dólar
R\$	Real
%	Porcentagem

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
2	REFERÊNCIAL TEÓRICO	17
2.1	Fluxo de Caixa Descontado	17
2.2	Fluxo de Caixa Livre do Acionista	17
2.3	Fluxo de Caixa Livre da Firma	18
3	METODOLOGIA	20
3.1	Demonstrações Financeiras Padronizadas	20
3.2	Beta Alavancado	21
3.3	Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)	21
3.4	Custo de Capital Próprio (Ke)	22
3.5	Custo de Capital de Terceiros (Kd)	22
3.6	Ajustes para a moeda Brasileira	23
3.7	Perpetuidade	23
4	A EMPRESA LOJAS AMERICANAS S.A.	24
4.1	Histórico da Empresa	24
5	RESULTADO HISTÓRICO E SUAS PROJEÇÕES	29
5.1	Resultado Histórico	29
5.2	Projeções para o Fluxo de Caixa	30
5.2.1	<i>Receita Líquida</i>	30
5.2.2	<i>Lucro Bruto</i>	31
5.2.3	<i>Despesas Operacionais</i>	33
5.2.4	<i>Resultado Financeiro</i>	34
5.2.5	<i>Lucro Líquido</i>	35
5.2.6	<i>Capex</i>	36
5.2.7	<i>Capital de Giro</i>	37
5.2.8	<i>Fluxo de Caixa</i>	39
6	FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	40
6.1	Cálculo do WACC	40
6.2	Custo do Capital Próprio	40
6.3	Custo do Capital de Terceiros	41
6.4	WACC	42

6.5	Cálculo do Valor Justo.....	42
6.5.1	<i>Fluxo de Caixa Projetado Descontado.....</i>	42
6.5.2	<i>Perpetuidade.....</i>	43
6.5.3	<i>Valor da Empresa.....</i>	43
7	CONCLUSÃO.....	45
	REFERÊNCIAS.....	46

1 INTRODUÇÃO

Encontrar o valor justo de um ativo é um fato essencial para qualquer processo de compra ou venda, seja de ativos tangíveis (como ações, empresas, opções e patentes) ou intangíveis (como direitos autorais, marcas, franquias e licenças). Para o mundo dos negócios é imprescindível em diversas situações, como em análise de investimentos, fusões, cisões, vendas ou mesmo como forma de compreensão dos aspectos que estão impactando na valorização ou desvalorização de uma empresa.

O processo para identificar o valor real de uma empresa é conhecido como avaliação econômico-financeira ou *valuation*, que é o seu termo correspondente em inglês para "Avaliação de Empresas", que corresponde a uma área das Finanças que ajuda a avaliar qualquer tipo, ramo ou tamanho de empresa.

Existem vários modelos que ajudam na determinação do valor de um negócio. De acordo com Costa, Costa Alvim (2010), os mais conhecidos são a Avaliação Patrimonial, Avaliação Patrimonial de Mercado, Avaliação por Opções Reais, Avaliação com base no Lucro Econômico, Avaliação com base nos Fluxo de Caixa Descontado e Avaliação Relativa ou por Múltiplos.

É importante ressaltar que nenhum modelo de avaliação supracitado se baseia unicamente em processos quantitativos, pois vários fatores circunstanciais e/ou subjetivos podem influenciar na exatidão do preço de um ativo. Segundo Costa (2010), "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".

Nesse sentido, o presente trabalho utilizará uma das metodologias mais completas do "*valuation*", por apresentar uma visão mais ampla da empresa e por atender as conformidades das teorias de contabilidade e finanças: o Fluxo de Caixa Descontado (FCD). De acordo com Assaf Neto (2003), "O método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é o que representa o maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico." Seu fundamento teórico se baseia no conceito do valor presente, entendendo que o valor de um ativo resulta de sua capacidade de gerar fluxos futuros. Dessa forma, a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado pode avaliar não somente os ativos presentes, mas projetá-los no futuro levando em consideração a capacidade de retorno que esses ativos podem gerar.

Além do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), um método alternativo de avaliação de

empresas é o modelo de Ohlson (modelo de lucros residuais - RIV). Ohlson (1995) defende que o FCD subprecifica ativos com alta alavancagem, como empresas do setor financeiro, por exemplo. Nesse caso, o método de lucros residuais representa uma alternativa, pois utiliza um ajustamento ao lucro contábil, deduzindo um custo de oportunidade, dado por uma taxa de desconto vezes o Patrimônio Líquido. Ou seja, quanto maior o Patrimônio Líquido maior o custo de oportunidade do capital e, isso penaliza a projeção de lucro residual de empresas desalavancadas. Entretanto, Copeland, Koller e Murrin (2000) argumentaram que os Métodos de FCD e Ohlson, quando adequadamente utilizados, resultam na mesma valoração da empresa. Galdi et al. (2008) aplicaram os métodos de FCD e Ohlson para o Brasil e evidenciaram diferenças de *valuation* estatisticamente significantes entre os dois métodos, com o FCD possuindo maior poder de explicação.

Da Silva et al. (2021) fizeram uma revisão bibliográfica dos estudos sobre avaliação de empresas no Brasil, entre 2008 e 2018, e evidenciaram que o método mais utilizado para esta análise consiste no FCD. De Araújo (2017) utilizou o método de FCD e precificou as ações ordinárias das Lojas Americanas (LAME3) em R\$ 15,09, enquanto que o valor praticado pelo mercado era de R\$ 15,31. Similarmente, na mesma época de De Araujo (2017), De Souza (2017) encontrou o valor justo da LAME3 de R\$ 20,08, enquanto que o target¹ do mercado era de R\$ 20,68.

Sendo assim, este trabalho usa a técnica do Fluxo de Caixa Descontado, passando pelos conceitos de custo do capital próprio, projeção de fluxos de caixa e taxa de desconto. Além dessa introdução, este trabalho apresenta o referencial teórico, tendo os ensinamentos do Prof. Aswath Damodaran como referência para a aplicabilidade do método de Valuation. Na sequência, a metodologia do trabalho é desenvolvida tendo como objetivo estimar, por meio do método já citado, o valor de mercado das Lojas Americanas S.A, atualmente listada na Bolsa de Valores (B3) através de ações ordinárias (LAME3) e preferenciais (LAME4). Dito isso, é feita uma breve descrição do histórico da empresa e análise do período que se estende entre os anos de 2015 a 2020, com projeção dos próximos 5 anos, a partir de 2021.

Para estimativa do fluxo de caixa, foram utilizadas as demonstrações financeiras disponibilizadas pela própria empresa em seu site. Ademais, para representar a desvalorização do dinheiro ao longo do tempo e trazer os fluxos de caixa para valor presente, é utilizada a taxa de desconto conhecida como Custo Médio Ponderado de Capital (*WACC – Weighted Average Cost of Capital*) que, por fim, contribui na determinação do valor justo da empresa e

¹Preço-Alvo.

preço de suas ações.

Vale destacar que o fluxo de novos investidores na B3 nos últimos anos (cerca de 2 milhões, segundo estudo divulgado pela própria instituição) aumenta a procura por serviços financeiros de avaliação. Existem Casas de Research que periodicamente oferecem relatórios setoriais e por empresa, como, por exemplo, a Empíricus, que sugere preço alvo da LAME3 para R\$28 em 2021, com recomendação de compra. Assim, este trabalho espera contribuir com a disseminação do conhecimento nesta área de avaliação de empresas.

2 REFERÊNCIAL TEÓRIO

Neste momento, será apresentado um dos métodos mais utilizados por profissionais e acadêmicos no processo de Avaliação de Empresas (*Valuation*). O método em questão é o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), um dos mais conhecidos e aceitos pelo mercado.

2.1 Fluxo de Caixa Descontado

A metodologia Fluxo de Caixa Descontado (*'discounted cash flow' – DCF*) é um exemplo de *Valuation*. Sua popularidade teve início após o grande crash da bolsa de valores em 1929, sendo usado como forma de avaliação de ações. A partir disso, a teoria recebeu grande contribuição de trabalhos como do economista Irving Fisher, na publicação do seu livro *The Theory of Interest* (1930) e do economista John Burr Williams, com a obra *The Theory of Investment Value* (1938), sendo ele o primeiro a desenvolver a expressão matemática como é conhecida na modernidade.

Um dos fundamentos desse modelo é a capacidade de considerar que o valor do ativo é uma função dos fluxos de caixa previstos. Em outras palavras, é a representação do quanto aquele ativo irá render futuramente (DAMODARAN, 2007). Diante disso, fica evidente a necessidade das projeções e determinação das taxas futuras. Damodaran (2007, p. 216) afirma que, “o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa esperados desse ativo, e ele é determinado pelo tamanho dos fluxos de caixa, a taxa de crescimento esperada nestes fluxos de caixa e a incerteza associada ao recebimento deles”.

Além disso, Damodaran (2007) afirma que a abordagem pelo Fluxo de Caixa Descontado é a mais fácil de ser utilizada em ativos (empresas), desde que apresente fluxos de caixa positivos que possam ser estimados para períodos futuros com algum grau de confiabilidade e que exista um substituto do risco que possa ser utilizado para a obtenção de taxas de desconto.

2.2 Fluxo de Caixa Livre do Acionista

O método de Fluxo de Caixa Livre do Acionista ou Free Cash Flow to the Equity (FCFE) é uma avaliação feita na visão do acionista, nesse sentido, contempla apenas o que resta do capital próprio, após deduções. Ao pertencer apenas aos acionistas, se sabe que o

FCFE parte do lucro líquido (credores que já foram pagos).

Segundo Damodaran (2012), o Fluxo de Caixa Livre do Acionista pode ser representado pela seguinte fórmula:

$$\begin{aligned}
 &\text{Fluxo de Caixa Livre do Acionista} = \\
 & (+) \text{ Lucro Líquido} \\
 & (-) \text{ (Despesas de Capital – Depreciação)} \\
 & (-) \text{ (\Delta Capital de Giro)} \\
 & (+) \text{ (Emissão de Dívida – Pagamento de Dívida)}
 \end{aligned} \tag{1}$$

Note na Equação (1) que os analistas usam o FCFE para encontrar o Valor da Empresa através de um procedimento que contempla apenas a quantia dos fluxos de caixas que sobram para serem divididos. Esse procedimento consiste em projetar o FCFE futuro para alguns anos (usualmente 5 anos) e então descontá-lo a valor presente por uma taxa chamada de Custo de Capital Próprio (Cost of Equity), que, por fim, apontará para o Valor da Empresa.

2.3 Fluxo de Caixa Livre da Firma

O Fluxo de Caixa Livre da Firma ou Free Cash Flow to Firm (FCFF) é um indicador que mede o desempenho de uma empresa como um todo através da análise dos seus fluxos de caixa após o pagamento dos credores, dos acionistas e da dívida. Será a partir desse método que será dada continuidade na análise deste trabalho.

O método em si proporciona analisar quanto do caixa está disponível para pagar em juros todos os detentores de título da empresa. Vale destacar, que diferente do método de FCFE, que só considera o fluxo de caixa para os acionistas, o FCFF considerará o fluxo de caixa dos acionistas, credores e terceiros. Isto é, o pagamento da dívida não será considerado como no caso do FCFE.

O cálculo do FCFE é importante para qualquer empresa, pois consiste em um ótimo indicador de lucratividade e estabilidade de um negócio. Se, por exemplo, seu valor for positivo, significa que a empresa irá apresentar um superávit quando as despesas forem deduzidas e se for negativo, indica que a empresa não terá recursos suficientes para pagar suas despesas ou realizar investimentos.

Para Damodaran (2012), os fluxos de caixa futuros de uma empresa podem ser obtidos através da equação a seguir, para cada ano, onde T_c representa a alíquota de imposto

de renda. Portanto, a Equação (2) mostra que:

$$FCFF = EBIT \times (1 - T_c) - CAPEX + \Pi - (\Delta WC) \quad (2)$$

Onde:

EBIT = Earnings Before Interest and Taxe

T_c = alíquota de imposto de renda

CAPEX = despesas de capital

Π = depreciação

ΔWC = variação no capital de giro

O passo a seguir, consiste em trazer os fluxos de caixa projetados (Equação 2) a valor presente pela taxa de desconto conhecida como Custo Médio Ponderado de Capital (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*) que considera tanto o custo de capital de terceiros como o custo de capital próprio. Além do que, a taxa (*WACC*) representa o retorno mínimo que uma empresa deve gerar de ganho para seus investidores que, de outra forma, migram para outros empreendimentos quando não existem ativos suficientes para satisfazê-los.

Feita a projeção do Fluxo de Caixa da Firma e descontado o mesmo pelo *WACC*, será encontrado o valor da empresa. Portanto, a fórmula do *WACC* é dada por:

$$WACC = K_e (E/E+D) + K_d (1 - T_c) (D/E+D) \quad (3)$$

Onde:

K_e = custo do capital próprio

E/E+D = percentual de capital próprio na estrutura de capital

K_d = custo de capital de terceiros

T_c = percentual do imposto de renda

E/E+D = percentual de capital de terceiros na estrutura de capital

Vale ressaltar que, para fins de cálculo do *WACC*, será imprescindível obter os valores do Custo de Capital Próprio (K_e) e do Custo de Capital de Terceiros (K_d). Para isso, este trabalho abordará a ambos em capítulos posteriores.

3 METODOLOGIA

Nesta seção, será apresentada a metodologia utilizada no processo de *Valuation* no caso da Lojas Americanas S.A., especificamente, por meio do método de Fluxo de Caixa Descontado na data de realização deste trabalho, março 2021.

Os dados utilizados como fonte de pesquisa para as projeções foram obtidos através das bases de dados do Banco Central do Brasil (BACEN), Yahoo Finance, Fundamentus, Itaú BBA, Us Bureau of Labor Statistics (BLS), United States Department of the Treasury (USDT), Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) e dos estudos e índices disponíveis no site do Professor Aswath Damodaran. Ademais, o website oficial da Companhia (lasa.com.br) é a fonte original dos dados das Demonstrações Financeiras Padronizada (DFC), seu período abrange os anos de 2015 a 2020.

Para a projeção na Perpetuidade foi estabelecido que o crescimento da Lojas Americanas S.A acompanharia o desempenho da Inflação brasileira, de modo seu valor seria correspondente ao IPCA projetado de 2026, 3,56%. A informação foi retirada da página de análise do Banco Itaú.

O valor do Risco País, por sua vez, foi encontrado no Ipeadata, que disponibiliza as pontuações do índice EMBI+² relativo ao Brasil. Até a data da consulta, indicava a pontuação de 301 pontos-base. Sendo assim, e sabendo que os pontos-base equivalem a 0,1%, conclui-se que o risco país é de 3,01% a.a. E foi projetado sua manutenção para os próximos 5 anos.

Por fim, a Taxa Livre de Risco de 2,47% foi definida a partir das informações contidas no site do Departamento do Tesouro dos EUA (United States Department of the Treasury – USDT) sobre o título do governo norte-americano, utilizando o retorno do título T-Bonds, de 10 anos, como referência para a taxa.

3.1 Demonstrações Financeiras Padronizadas

Nesta seção, serão apresentados alguns dados que compõe a Demonstração Financeira Padronizada (DFP) das Lojas Americanas S.A, que foram utilizados nesta monografia, a saber, o Balanço Patrimonial (BP) e a Demonstração do resultado do exercício

²O EMBI+ é um índice que mede o desempenho de títulos emitidos em países considerados emergentes ou em desenvolvimento.

(DRE). Ambos foram utilizados na avaliação de desempenho da Companhia no período de 2015 a 2020. Seguidamente, serão expostas as premissas para a projeção do fluxo de caixa da companhia, bem como suas fórmulas.

3.2 Beta Alavancado

De acordo com o site Yahoo Finance, o beta desalavancado da LAME3 é 0,91. Para ajustar esse beta e transformá-lo em alavancado, ou seja, sem dívida, foi utilizada a fórmula a seguir com a aplicação de um imposto de renda (T_c) correspondente a 34%, conforme Equação (4).

$$B_a = B_d (1 + (D/E) * (1-0,34)) \quad (4)$$

Onde:

B_a = beta alavancado

B_d = beta desalavancado

D/E = percentual do capital de terceiros pelo capital próprio

3.3 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

Como dito anteriormente, o WACC é uma taxa de desconto aplicada ao Fluxo de Caixa da Firma projetado e tem a finalidade de trazer esse fluxo a valor presente. Seu cálculo associado duas proporções: o capital próprio e o capital de terceiros. Sua fórmula é definida pela Equação (5).

$$WACC = K_e (E/E+D) + K_d (1-T_c) (D/E+D) \quad (5)$$

Onde:

K_e = custo do capital próprio

$E/E+D$ = percentual de capital próprio na estrutura de capital

K_d = custo de capital de terceiros

T_c = percentual do imposto de renda

$E/E+D$ = percentual de capital de terceiros na estrutura de capital

3.4 Custo de Capital Próprio (K_e)

O método mais indicado para se determinar o custo do Capital Próprio é o CAPM (Capital Asset Pricing Model) em português “Modelo de Precificação de Ativos de Capital”. O modelo é utilizado para analisar a relação entre o retorno e o risco que é esperado de um ativo, medido pelo seu beta, e a partir do prêmio por risco do mercado.

Assim, para o CAPM³, o custo de capital é equivalente à taxa de retorno que os investidores esperam em compensação pelo risco de mercado que estão expostos. O cálculo do Custo de Capital Próprio (K_e) é dado pela Equação (6):

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \text{ Beta} + \text{Prêmio de Risco} \quad (6)$$

Onde:

K_e = custo de capital próprio

R_f = taxa de juros livre de risco

B = coeficiente beta da ação

R_m = retorno de mercado da carteira

$R_m - R_f$ = prêmio de risco de mercado

3.5 Custo de Capital de Terceiros (K_d)

O Custo de Capital de Terceiros (K_d) é a remuneração de recursos como empréstimos e financiamentos pagos em juros pela empresa para as instituições financeiras. Portanto, o K_d representa a taxa que o mercado está disposto a oferecer na forma de fundos à empresa. Para Damodaran, esse valor é obtido através da Equação (7).

$$\begin{aligned} \text{Custo da Dívida} &= \text{Taxa Livre de Risco} + \text{Default Spread da Empresa} \\ &+ \text{Prêmio de Risco País} \end{aligned} \quad (7)$$

³ É importante esclarecer que o cálculo mais adequado para o CAPM é específico e têm em vista o perfil da dívida de cada empresa. Contudo, dado o prazo de realização desse estudo, foi estipulado um CAPM genérico indicado pelos manuais de finanças.

3.6 Ajustes para a moeda Brasileira

Antes de se chegar ao valor final dos custos de capital próprio e dos custos de capital de terceiros é necessário realizar alguns ajustes nos dados da base de cálculo. Como os parâmetros aplicados estão relacionados ao dólar, é preciso que seus valores sejam corrigidos para a base monetária brasileira, o real (R\$).

O ajuste foi feito a partir da fórmula de paridade de juros, que utilizou o valor da projeção da Inflação do EUA de 1,70%, segundo dado do *Us Bureau of Labor Statistics (BLS)*, e projeção dos juros para o Brasil de 3,85% segundo o Relatório Focus. Ver equação (8):

$$(1 + \text{taxa R\$}) = (1 + \text{taxa US\$}) \left(\frac{1 + \text{inflação BR}}{1 + \text{inflação US\$}} \right) \quad (8)$$

Onde:

Taxa R\$ é a taxa de juros do Brasil

Taxa US\$ é a taxa de juros dos EUA

Inflação Br é a taxa de inflação do Brasil

Inflação US\$ é a taxa de inflação dos EUA

3.7 Perpetuidade

O valor do fluxo de caixa da companhia na perpetuidade é obtido tomando o último fluxo de caixa projetado, multiplicando-o pela taxa de crescimento na perpetuidade, e finalmente, dividindo o resultado pela diferença entre o WACC e a taxa de crescimento. A equação é dada logo a baixo.

$$\text{FCL}_n \times (1+g) / \text{WACC}-g \quad (9)$$

Onde:

FCL_n = fluxo de caixa da companhia no tempo n.

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

WACC = custo médio ponderado de capital.

g = fator da taxa de crescimento na perpetuidade.

4 A EMPRESA LOJAS AMERICANAS S.A

4.1 Histórico da Empresa

A Lojas Americanas S.A é uma Companhia brasileira, fundada em 1929 na cidade de Niterói (Rio de Janeiro) pelos parceiros norte-americanos Batson Borger, Glen Matson, James Marshall e John Lee, que, em 2015, estava listada como a quarta maior empresa do segmento varejista do país, com mais de 1700 lojas espalhadas em todo o território nacional.

Em 1940 realiza sua abertura de capital e se torna uma sociedade anônima. Em 1982, Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Carlos Alberto Sicupira, sócios do Banco Garantia na época, assumem o controle da empresa.

No início de 1994 é formada uma *joint venture*⁴ com o nome de Wal Mart Brasil S/A, que uniu a Lojas Americanas S.A e a Wal-Mart Store Inc. – considerada uma das maiores varejistas do mundo, com sede nos Estados Unidos – com a composição do capital formada por 40% de participação por parte das Lojas Americanas S.A e outros 60% de participação por parte da Wal Mart Store In. Contudo, três anos após o ocorrido, o conselho de administração da empresa decide pela venda total desses 40% de participação para focar no crescimento de suas próprias lojas.

Com o avanço da internet a companhia inaugura, em 1999, a controlada indireta Americanas.com, dando início então a venda de mercadorias no meio digital. No ano subsequente é realizado um aumento de capital da Americanas.com através da subscrição⁵ de novas ações, gerando um valor negociado de US\$ 40 milhões, correspondendo assim a uma participação final de cerca 33% do capital social desse empreendimento.

Em 2003, a empresa passa por um processo de expansão da sua rede de lojas convencionais, inaugurando diversas delas nas regiões Sul e Sudeste. Além disso, foi também o início da implementação de lojas mais compactas que as tradicionais, intituladas de “Americanas Express”, um modelo operado pelas Lojas Americanas e com estrutura semelhante à de lojas de conveniência, porém, com os mesmos padrões de qualidade e com produtos mais selecionados que de lojas tradicionais, que poderiam variar de acordo com o tipo de consumidor da região.

⁴*Joint Venture* é um termo econômico empregue em situações onde ocorre cooperação econômica ou estrutural entre duas ou mais empresas

⁵Subscrição é um termo dado em situações onde a empresa deseja aumentar seu capital e concede a seus acionistas atuais a preferência de compra das novas ações.

O ano de 2004, por sua vez, foi marcado pelo crescimento orgânico da empresa e inaugurações de diversas lojas pelo país, para dessa forma, suportar tanto crescimento das lojas físicas como das lojas virtuais.

No ano seguinte, 2005, a rede realizou diversas façanhas, como a abertura de 37 novas lojas, a aquisição de um canal de TV e do site de e-commerce do Shoptime. Também formou uma *joint venture* que uniu o Banco Itaú para dar origem à Financeira Americanas Itaú (FAI), mais conhecida como Americanas Taií.

Com o crescimento orgânico se estendendo em 2006, se mantém o plano de expansão e geração de valor da empresa através da inauguração de outras 45 novas lojas e a criação de uma nova empresa de comércio eletrônico, a B2W, que foi o resultado da fusão da Americanas.com e Submarino, constituindo assim, o maior mercado de comércio via internet do Brasil.

Em 2007, ocorreu o processo de aquisição dos direitos da BWU, uma rede de vídeo locadoras Blockbuster no Brasil. O formato dado às lojas adquiridas se assemelha ao formato adotado no modelo Americanas Express, com suas localizações permitindo acesso às classes A e B.

Em 2009, se comemorou o 80º aniversário da Companhia com o anúncio do programa “Sempre Mais Brasil”, que envolvia um ousado objetivo de expansão que almejava a inauguração de 400 novas lojas até 2013. Também foi um ano de expansão internacional, que ocorreu inicialmente com a entrada da Ingresso.com no México, para no ano seguinte chegar aos cinemas do Chile e da Argentina.

Em 2012, ocorre o fim da parceria com o banco Itaú, com a mudança do nome da então Financeira Americanas Itaú (FAI), sendo mudado posteriormente para Itaú Unibanco Financeira S.A – Crédito, Financiamento e Investimento.

Após quatro anos do programa “Sempre Mais Brasil – 80 anos em 4!” a Companhia chega ao ano de 2013 com um saldo total de 856 lojas distribuídas em mais de 297 cidades, marcando presença em todos os estados mais o Distrito Federal. Com esse resultado, o programa se mostra um sucesso, fazendo com que a Companhia chegasse ao fim do desafio com o dobro do seu tamanho.

Buscando repetir o sucesso do programa anterior, que a Companhia lança em 2014 o programa “85 anos em 5 – Somos Mais Brasil”, que trazia o objetivo de inaugurar 800 novas lojas e dois novos Centros de Distribuição entre os anos de 2015 e 2019. Também foi criada naquele mesmo ano a Promotora de produtos e serviços financeiros +AQUI que trouxe uma grande variedade de serviços, como empréstimos, seguros, cartões pré-pagos e de crédito.

Em 2018 é criada a IF – Inovação e Futuro, concebida com a missão de trazer inovação e velocidade nos processos de go-to-market da empresa. Graças a essa iniciativa, que em Maio de 2018 a IF lança o app da Ame Digital, que em pouco mais de um ano, alcançou a marca de 3,2 milhões de downloads. O aplicativo permite pagar compras realizadas nas lojas parceiras, que por sua vez, realizam uma transação do tipo cashback – um modelo de compras onde o usuário que acumula certo valor em compras nos sites parceiros recebe parte do seu dinheiro volta – proporcionando para a empresa um sistema de fidelidade com o consumidor.

Em 2019 a empresa comemorou seus 90 anos desde sua inauguração em 1999. Além disso, foi um ano de celebração do fim de dois ciclos de desenvolvimento. Onde o primeiro ciclo foi a conclusão do programa de expansão “85 anos em 5 – Somos Mais Brasil”, que promoveu ao longo dos seus 5 anos, a abertura de 806 novas lojas, resultando assim em um total de 1.700 lojas espalhadas em 739 cidades do Brasil. Já o segundo ciclo foi concluído ao longo de três anos e com a geração de um caixa positivo de cerca de R\$ 189,9 milhões conquistados através da plataforma digital, que nesse período, passou por um processo de transição de seu antigo modelo de negócios para uma plataforma híbrida formada pelos modelos de marketplace e serviços digitais.

O ano de 2020 foi marcado por desafios delicados e sem precedentes provocados pela pandemia do novo coronavírus. Apesar disso, a Companhia encerrou o ano apresentando um crescimento acelerado das plataformas digitais da empresa (Americanas, B2W Digital, LET’s, IF – Inovação e Futuro e Ame Digital), que na ocasião, compensaram os impactos do isolamento social sobre as lojas físicas. Fechou o ano com caixa líquido consolidado de 6,3 bilhões, sobretudo pelas ofertas subsequentes de ações (*follow on*) e crescimento do capital da B2W.

Até a data do presente estudo, se verifica que a Lojas Americanas atua com quatro modelos de lojas (Americanas – ex-Lojas Americanas, Americanas Express, Americanas Blockbuster e Americanas Local) que variam de acordo com o tamanho, perfil do consumidor local e tipos de produtos ofertados. Em virtude disso, o nome “Rede Americanas” se tornou a forma mais apropriada para se referir à empresa.

Atualmente, a Rede Americanas conta com mais de 1700 lojas espalhadas por todo o país, 46 milhões de clientes, 23.786 funcionários, 87,2 milhões em itens ofertados e vários centros de distribuição. É controlada pela S-Velame Administração de Recursos e

Participações S.A. O gráfico a seguir apresenta o *Market Share*⁶ da Companhia.



Fonte: Itaú BBA, Mosaico, SimilarWeb, Google Trends, Bloomberg, Ebit/Nielsen, Mercado Livre, B2W, Magazine Luiza, Via Varejo, Carrefour.

De acordo com uma pesquisa realizada pela *Mastercard SpendingPulse*⁷ em 2020, em comparação com o mesmo período de 2019, a venda de produtos pelo comércio eletrônico no Brasil aumentou em cerca de 75%. Mostrando que esse crescimento está muito ligado ao novo comportamento das pessoas durante o distanciamento social. Tendo como exemplo a preferência por pagamentos on-line (visando o distanciamento) e sem contato.

A tabela a baixo apresenta a estrutura societária da Lojas Americanas S.A., retirada diretamente do seu site de relação com investidores. Nela se observa que a empresa possui 54,9% de *FreeFloat (FF)* – um indicador que representa as ações em circulação no mercado – e que esse valor respeita o mínimo de 25% do capital social para o Nível I de Governança Corporativa.

⁶Market Share é uma quantidade absoluta e relativa de mercado detida por uma organização.

⁷*Mastercard SpendingPulse* é um índice que identifica as vendas gerais de varejo em todos os tipos de pagamento no e-commerce, inclusive com dinheiro e cheque.

Tabela 1 - Estrutura Societária

Acionistas/Ações	Ordinárias (unidades)	%	Preferenciais (unidades)	%	Total de Ações (unidades)	%
Controladores	401.149.232	60,8%	319.962.486	26,1%	721.111.718	38,2%
Invesco	-	-	126.343.019	10,4%	126.343.019	6,7%
Tesouraria	-	-	2.300.719	0,2%	2.300.719	0,1%
Free Float	258.161.693	39,2%	777.353.264	63,3%	1.035.514.957	54,9%
Total	659.310.925	100,0%	1.225.959.788	100,0%	1.885.270.413	100,0%

Fonte: RI das Lojas Americanas S.A, coletado no dia 03/04/2021.

5 RESULTADO HISTÓRICO E SUAS PROJEÇÕES

Para conhecer o comportamento financeiro dos últimos anos da empresa e realizar as projeções dos seus próximos cinco períodos, a partir de 2021, foram analisadas as informações contidas nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP). Posto isso, será apresentada nessa seção as DFP utilizadas neste trabalho que contribuíram no processo de consecução do valor justo.

5.1 Resultados Históricos

Logo a baixo, estão dispostas as informações do Balanço Patrimonial (BP) e da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) do período compreendido entre 2015 e 2021. Respectivamente apresentado nas Tabelas 2 e 3.

Tabela 2 – Balanço Patrimonial

Balanço Patrimonial						
(Milhões de R\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Caixa e Equivalente de Caixa	1.326	523	3.567	6.813	6.292	14.009
Ativo Circulante Total	12.247	11.681	17.605	17.457	18.908	31.568
Ativo Total	20.494	20.776	27.536	28.248	33.269	47.709
Dívida de Curto Prazo	1.217	1.760	4.145	2.234	3.699	4.242
Passivo Circulante Total	7.612	7.473	9.655	8.347	10.558	12.088
Total da Dívida	10.731	11.608	15.624	15.624	17.828	22.008
Total do Patrimônio Líquido	2.943	3.155	6.106	6.286	7.380	15.870

Fonte: elaborada pelo autor.

Tabela 3– Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)

Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)						
(Milhões de R\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Receita Líquida	17.926	18.103	16.345	17.690	18.956	21.291
Lucro Bruto	5.126	5.399	5.361	6.060	6.895	7.129
Despesas Operacionais	-3.192	-3.361	-3.685	-4.341	-4.790	-5.693
EBIT (Lucro Operacional)	1.934	2.038	1.676	1.719	2.105	1.436
Resultado Financeiro	-1.660	-2.154	-1.640	-1.413	-1.376	-1.128
Lucro Op. antes do LR.	274	-116	36	306	729	308
IR	-210	143	45	-78	-148	7
Lucro Líquido	64	27	81	228	581	315

Fonte: elaborada pelo autor.

Note que entre os anos de 2015 a 2020 o Total do Patrimônio Líquido (Tabela 2) da Companhia saltou de R\$ 2.9 bilhões para R\$ 15.8, representado uma taxa de crescimento médio de 47,23% a.a. Indicando, essencialmente, um aumento na fonte interna de recursos e de investimentos feitos por seus proprietários ao longo dos anos. Mais a frente será apresentada mais informações sobre o desempenho da empresa

5.2 Projeções para o Fluxo de Caixa

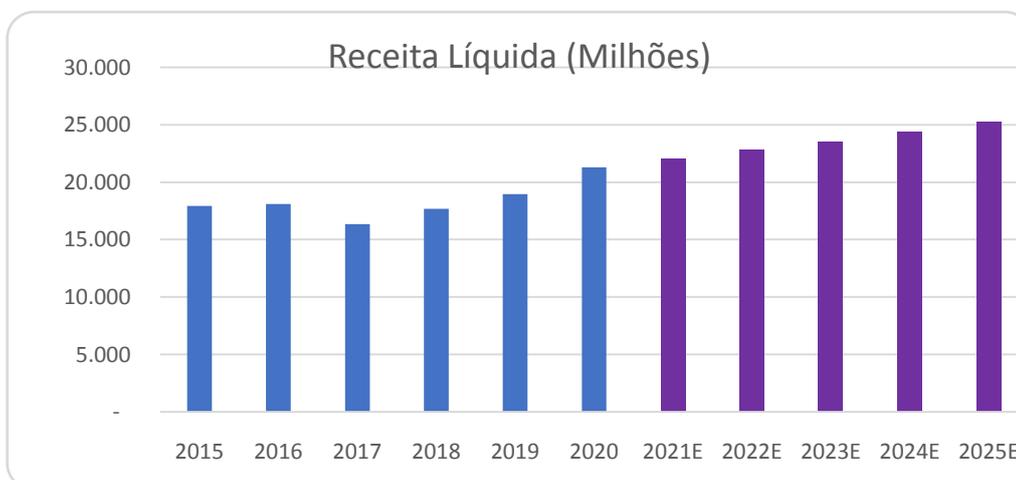
Os dados retirados da DRE compreendem os anos de 2015 a 2020. Esses dados são a base para a análise do passado e projeção do cenário para os próximos cinco anos, para que, desse modo, seja possível calcular o valor justo da empresa nas seções seguintes.

5.2.1 Receita Líquida

Para encontrar o valor da Receita Líquida Projetada, foi inicialmente aplicada uma média ponderada sobre os últimos cinco anos (2015-2020), encontrando assim, uma taxa média de 3,43%. Através dessa taxa, foi projetado o valor da Receita Líquida para os anos de 2021 a 2025. O Gráfico (1) ilustra o resultado, mostrando uma tendência de crescimento com uma única queda no ano de 2017, que de acordo com o relatório 4T17 da Lojas Americanas, se justifica pela migração feita pela B2W de produtos da venda direta para o marketplace, ocorrido na época.

Para mais detalhes do histórico e da projeção da Receita Líquida, ver resultado na Tabela (4).

Gráfico 1 - Receita Líquida



Fonte: elaborada pelo autor.

Tabela 4 – Receita Líquida Projetada

Receita Líquida Projetada						
(Milhões de R\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Receita Líquida Projetada	17.926	18.103	16.345	17.690	18.956	21.291
(%) Crescimento		0,99%	9,71%	8,23%	7,16%	12,32%
(Milhões de R\$)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
Receita Líquida Projetada	22.021	22.776	23.557	24.365	25.200	
(%) Crescimento	3,43%	3,43%	3,43%	3,43%	3,43%	
(%) Média	3,43%					

Fonte: elaborada pelo autor.

A Receita Líquida da empresa em 2020 atingiu R\$ 21,29 bilhões, um resultado maior que a média dos últimos cinco anos (R\$18,38 bilhões). A empresa também está avançando nas operações de e-commerce, sendo no momento, a segunda maior nesse segmento. Unido a isso, está sua rede de lojas físicas, a maior do país, com 1,7 mil delas espalhadas em 754 cidades do Brasil. Ademais, segundo a Companhia, já existe um planejamento estratégico para levar suas lojas para mais 2,1 mil cidades. Indicando assim, que a empresa manterá sua estratégia investimento para o crescimento da sua rede de lojas físicas e expansão do meio digital (via B2W) para os próximos anos.

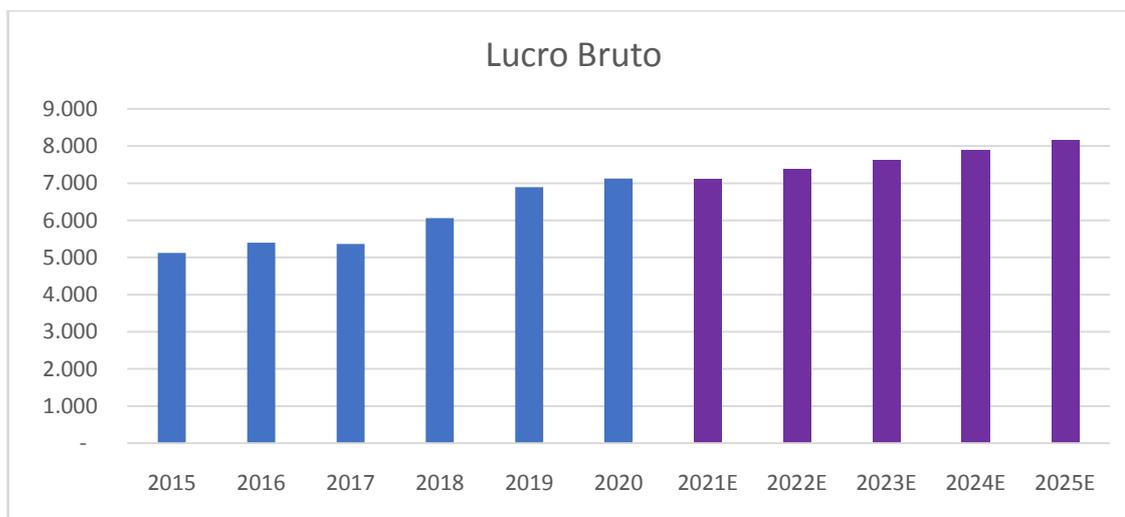
5.2.2 Lucro Bruto

O lucro bruto é um valor que representa o lucro geral de uma empresa sem considerar seus custos variáveis. É partir dele que o índice de margem bruta é calculado. Tal índice mostra em porcentagem a rentabilidade de um negócio, ou seja, com ele se sabe quanto a empresa ganha com a comercialização de seus produtos.

Para a projeção do Lucro Bruto, foi necessário encontrar inicialmente o percentual dos últimos 5 anos da Margem Bruta e, a partir disso, multiplicar sua média de 32,34% pela Receita Líquida Projetada. O resultado dessa operação é o valor do Lucro Bruto para os próximos anos.

De modo geral, o desempenho do Lucro Bruto apresenta um crescimento contínuo, com exceção do ano de 2017, que como dito anteriormente, ocorreu em decorrência do crescimento da operação de marketplace da B2W Digital. O gráfico e o quadro a baixo apresentam os valores de cada ano:

Gráfico 2 – Lucro Bruto



Fonte: elaborada pelo autor.

O marketplace vem crescendo no Brasil, com novos concorrentes como a Amazon – uma gigante do varejo mundial que criou o modelo de marketplace no e-commerce – adentrando no mercado brasileiro aos poucos. Apesar do seu tamanho no exterior, a Amazon ainda apresenta um nível de operações relativamente pequeno no país. Com isso, empresas do varejo nacional se preparam através de planos de investimento, como o anunciado pela Rede Americanas em 2020, que prevê a aplicação de um montante de 2 bilhões ao longo de dois anos nas frentes de logística, de sortimento e em plataformas como a Ame. Essa estratégia reflete no crescimento do Lucro Bruto, sobretudo, pelo posicionamento sólido da empresa nesse setor e aumento do número de clientes ativos, 8 milhões em 2020.

Tabela 5 – Lucro Bruto Projetado

Lucro Bruto Projetado						
(Milhões de R\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Receita Líquida Projetada	17.926	18.103	16.345	17.690	18.956	21.291
Margem Bruta	28,60%	29,82%	32,80%	34,26%	36,37%	33,48%
Lucro Bruto	5.126	5.399	5.361	6.060	6.895	7.129
(Milhões de R\$)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
Receita Líquida Projetada	22.021	22.776	23.557	24.365	25.200	
Margem Bruta	32,34%	32,34%	32,34%	32,34%	32,34%	
Lucro Bruto	7.121	7.365	7.618	7.879	8.149	
(%) Média	32,34%					

Fonte: elaborada pelo autor

5.2.3 Despesas Operacionais

As Despesas Operacionais são os gastos de uma empresa considerados indispensáveis para mantê-la funcionando, por exemplo: impostos, aluguéis, seguros, etc. Por isso, costumam ser previstas e podem servir para conhecer a realidade contábil. No presente estudo, o valor das Despesas Operacionais foi obtido através do percentual que representam do Lucro Líquido, ficando em uma média de crescimento de 22,58% a.a e, especificamente aumento de 26,74% em 2020.

Gráfico 3 – Despesas Operacionais



Fonte: elaborada pelo autor

Tabela 6 – Despesas Operacionais Projetadas

Despesas Operacionais Projetadas						
(Milhões de R\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Receita Líquida	17.926	18.103	16.345	17.690	18.956	21.291
Despesas Operacionais	3.192	3.361	3.685	4.341	4.790	5.693
Despesas/Receitas Líquidas	17,81%	18,57%	22,55%	24,54%	25,27%	26,74%
(Milhões de R\$)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
Receita Líquida	22.021	22.776	23.557	24.365	25.200	
Despesas Operacionais	4.972	5.142	5.319	5.501	5.690	
Despesas/Receitas Líquidas	22,58%	22,58%	22,58%	22,58%	22,58%	
(%) Média	22,58%					

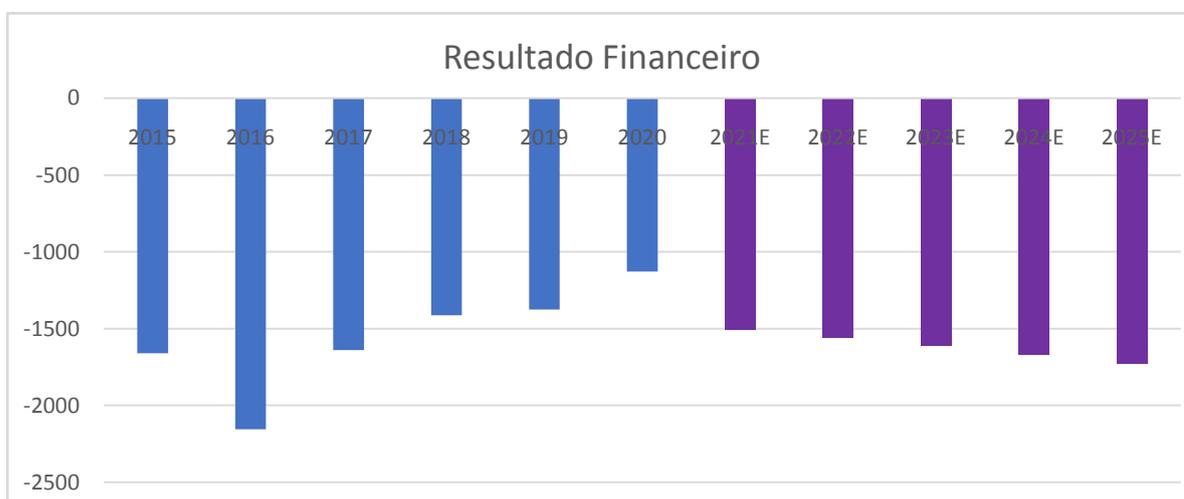
Fonte: elaborada pelo autor

No último ano, se observa que o aumento da Despesa Operacional se relaciona especialmente ao contexto de pandemia da Covid-19 no Brasil, que segundo a empresa, é justificado pelo aumento de gastos com vendas e marketing na plataforma digital, relacionadas com o crescimento do online, bem como, com gastos nos meios de prevenção a saúde de clientes e funcionários. Contudo, é notado que o crescimento médio de 22,58% a.a na despesa operacional afeta o desempenho do lucro operacional líquido da empresa, que na média, apresentou um crescimento de apenas em 3,59% ao longo dos anos, por tanto um ponto desfavorável que exigirá um bom controle da gestão financeira por parte da varejista.

5.2.4 Resultado Financeiro

O resultado financeiro de uma empresa é obtido pela diferença registrada entre as receitas financeiras (como juros recebidos de investimentos) e as despesas financeiras (como juros pagos por empréstimos). Para a projeção, foi usada a razão entre o Resultado Financeiro e a Receita Líquida dos anos de 2015 a 2020. O período analisado apresentou uma média de 8,62%, e serviu como referência para projetar os valores dos anos subsequentes.

Gráfico 4 – Resultado Financeiro



Fonte: elaborada pelo autor

O Gráfico (4) mostra que em 2016 o resultado variou -11,09%, no caso, o maior do período analisado. Segundo a varejista, esse valor está relacionado ao aumento da taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI), ao investimento de subscrições e ao aumento de capital privado da B2W, ocorridos na época.

Tabela 7 – Resultado Financeiro Projetado

Resultado Financeiro Projetado						
(Milhões de R\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Receita Líquida	17.926	18.103	16.345	17.690	18.956	21.291
Resultado Financeiro	- 1.660	- 2.154	- 1.640	- 1.413	- 1.376	- 1.128
Resultado Financeiro/Rec. L	-9,26%	-11,90%	-10,03%	-7,99%	-7,26%	-5,30%
(Milhões de R\$)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
Receita Líquida	22.021	22.776	23.557	24.365	25.200	
Resultado Financeiro	- 1.899	- 1.964	- 2.031	- 2.101	- 2.173	
Resultado Financeiro/Rec. L	-8,62%	-8,62%	-8,62%	-8,62%	-8,62%	
(%) Média	-8,62%					

Fonte: elaborada pelo autor

5.2.5 Lucro Líquido

O Lucro Líquido ou Receita Líquida é o resultado real de um negócio, determinado através da diferença monetária entre a receita total e o custo total. Ou seja, é o resultado obtido após realizar todos os descontos obrigatórios.

A projeção exposta no gráfico e tabela abaixo foi obtida através dos valores do Lucro Líquido de anos anteriores. Os dados seguem logo a baixo:

Gráfico 5 – Lucro Líquido



Fonte: elaborada pelo autor

Tabela 8 – Lucro Líquido Projetado

Lucro Líquido Projetado											
(Milhões de R\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Receita Líquida	17.926	18.103	16.345	17.690	18.956	21.291	22.021	22.776	23.557	24.365	25.200
Lucro Bruto	5.126	5.399	5.361	6.060	6.895	7.129	7.121	7.365	7.618	7.879	8.149
Despesas Operacionais	-3.192	-3.361	-3.685	-4.341	-4.790	-5.693	-4.972	-5.142	5.319	-5.501	-5.690
EBIT	1.934	2.038	1.676	1.719	2.105	1.436	2.269	2.410	2.568	2.746	2.949
Resultado Financeiro	-1.660	-2.154	-1.640	-1.413	-1.376	-1.128	-1.899	-1.964	-2.031	-2.101	-2.173
Lucro Operacional antes de I.R	274	-116	36	306	729	308	371	446	536	645	776
I.R	-210	143	45	-78	-148	7	-75	-90	-109	-131	-158
Lucro Líquido	64	27	81	228	581	315	175	169	159	146	129

Fonte: elaborada pelo autor

Ao longo do período mostrado no Gráfico (5) e Tabela (8), é observado que o lucro líquido apresentou em 2019 um avanço de 154% em comparação ao ganho do ano anterior. De acordo com o relatório 4T19, o crescimento ocorreu, pois a empresa alcançou um GVM de 32,6 bilhões e um Ebitda de 3,5 bilhões, resultando, portanto, no maior lucro líquido de sua história.

A linha do Lucro Líquido só não veio melhor, por causa das despesas operacionais que aumentaram em uma taxa média de 22,58% a.a, mostrando um percentual a ser visto pela companhia, uma vez que valores altos prejudicam o fluxo de caixa e a visão dos investidores em relação à capacidade da empresa de não exceder o seu orçamento.

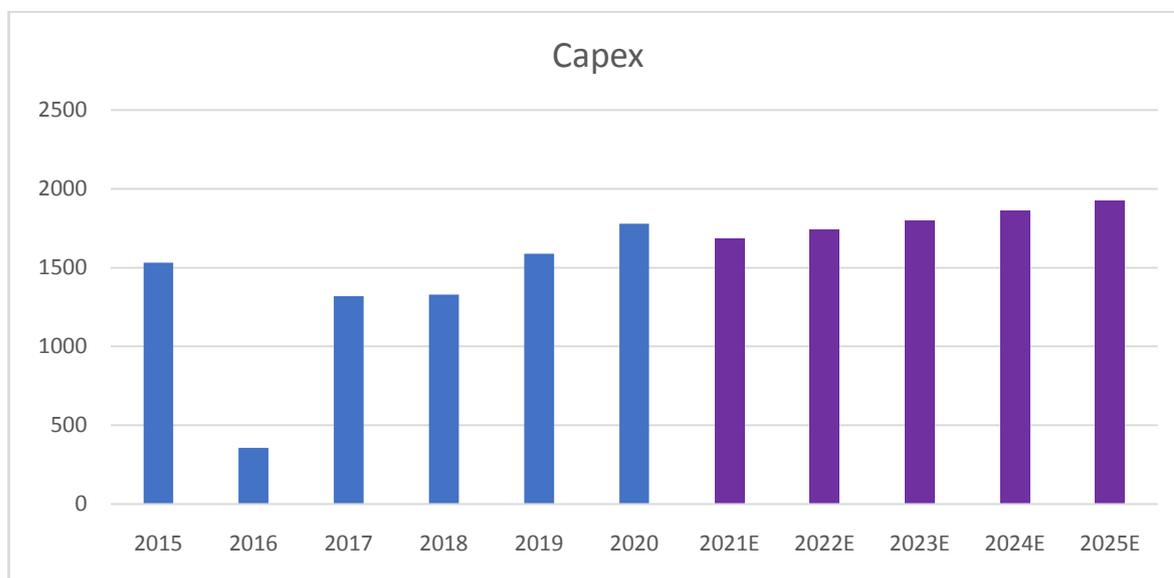
5.2.6 Capex

Despesas de Capital (em inglês: Capital Expenditure, Capex) são despesas para aquisição, melhoria ou renovação de infra-estrutura crítica do negócio, como edifícios e equipamentos.

Para calcular o Capex projetado dos anos de 2022 a 2025, foi pressuposto que o crescimento percentual seria o mesmo que o da receita projetada, cerca de 3,43%. O ano base das projeções foi 2021E, e seu valor de 1.684 milhões foi obtido pela média dos últimos anos.

As imagens abaixo ilustram os valores encontrados:

Gráfico 6 – Capex



Fonte: elaborada pelo autor

Tabela 9 – Capex Projetado

CAPEX						
(Milhões de R\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CAPEX	1.532	356	1.319	1.329	1.589	1.778
(Milhões de R\$)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
CAPEX	1.684	1.741	1.801	1.863	1.927	
Taxa de Crescimento	3,43%					

Fonte: elaborada pelo autor

O ano de 2016 apresentou uma redução significativa no Capex, que é explicada pela decisão da empresa em realizar pouco investimento em bens de capital, sobretudo, como estratégia para enfrentar a crise econômica que o Brasil passava naquele momento. Essa crise, referida também como a grande depressão, ocorreu no triênio de 2014 a 2016 e levou a um recuo do Produto Interno Bruto (PIB) durante esse período.

5.2.7 Capital de Giro

Finalmente, chegamos ao último passo dessa seção, o capital de giro, um item essencial para passarmos ao cálculo do Fluxo de Caixa da Firma.

Em primeiro lugar, é importante saber que o Capital de Giro é um indicador de equilíbrio que mostra a solidez financeira de uma empresa. É através dele que se chega a informações sobre a estrutura de financiamento, gestão de contas a receber ou potencial de melhoria, por exemplo. Para encontrar o valor do capital de giro, foi usada a seguinte fórmula:

$$\text{Capital de Giro} = (\text{ativo circulante} - \text{caixa e aplicações}) - (\text{passivo circulante} - \text{Dívida de curto prazo}) \quad (10)$$

Tabela 10 – Cálculo do Capital de Giro

Capital de Giro						
(Milhões de R\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ativo Circulante Total	12.247	11.681	17.605	17.457	18.908	31.568
Caixa e Equivalente de Caixa	1.326	523	3.567	6.813	6.292	14.009
Passivo Circulante Total	7.612	7.473	9.655	8.347	10.558	12.088
Dívida de Curto Prazo	1.217	1.760	4.145	2.234	3.699	4.242
Capital de Giro	4.635	4.208	7.950	9.110	8.350	19.480

Fonte: elaborada pelo autor

Com base na informação acima, foi possível obter a variação do capital de giro para os anos de 2015 a 2020, com uma taxa média de 15,84% a.a. A taxa foi utilizada como base para as projeções entre 2021 e 2025. Ver Tabela (11).

Tabela 11 – Variação do Capital de Giro Projetado

Variação do Capital de Giro Projetado						
(Milhões de R\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Capital de Giro	4.635	4.208	7.950	9.110	8.350	19.480
Variação do Capital de Giro	-	427	3.742	1.160	- 760	11.130
(%) Média		9,21%	88,93%	14,59%	8,34%	133,29%
(Milhões de R\$)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
Capital de Giro	22.565	26.139	30.279	35.075	40.630	
Variação do Capital de Giro	3.085	3.574	4.140	4.796	5.555	
(%) Média	15,84%	15,84%	15,84%	15,84%	15,84%	
(%) Média	15,84%					

Fonte: elaborada pelo autor

5.2.8 Fluxo de Caixa

Em conformidade com as premissas supracitadas e a partir dos valores obtidos os itens vistos até aqui, partiremos para o cálculo do Fluxo de Caixa Livre para a Firma. Seu resultado será usado para encontrado o Valuation por meio do Fluxo de Caixa Descontado.

Sendo assim, segue a Tabela (12) com o resultado do fluxo de caixa anual:

Tabela 12 – Fluxo de Caixa Projetado

Fluxo de Caixa Projetado											
(Milhões de R\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EBIT	1.934	2.038	1.676	1.719	2.105	1.436	2.269	2.410	2.568	2.746	2.949
Tax Rate	-210	143	45	-78	-148	7	-75	-90	-109	-131	-158
EBIT(1-T)	1.724	2.181	1.721	1.641	1.957	1.443	2.194	2.319	2.459	2.615	2.792
Depreciação	167	179	231	223	319	332	385	447	518	601	697
Δ Capital de Giro		-427	3.742	1.160	-760	11.130	3.085	3.574	4.140	4.796	5.555
Capex	-1.532	-356	-1.319	-1.329	-1.589	-1.551	-1.660	-1.769	-1.877	-1.986	-2.095
FCFE	359	1.577	4.375	1.695	-73	11.127	3.981	4.598	5.316	6.149	7.117

Fonte: elaborada pelo autor

O Ebitda (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) é um dos principais indicadores usados na análise de empresas. Seu resultado mostra que a Lojas Americanas S.A apresentou no fim de 2020 um valor consolidado de 1,4bilhões, uma queda anual de 8,8%. Porém, seu resultado projetado tende a melhorar ao longo dos anos, tendo em vista o registro dado pela Companhia de forte crescimento da receita em 23% a.a.

6 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O WACC, como vimos anteriormente, é o custo médio ponderado de capital de um negócio, sendo uma ferramenta muito útil como taxa de desconto para se obter o Fluxo de Caixa Descontado. Nesse sentido, essa seção servirá para mostrar como seu cálculo foi feito, e consiste uma das últimas etapas que faltam para se chegar ao *Valuation* da Lojas Americanas S.A.

6.1 Cálculo do WACC

Para se chegar da taxa gerada pelo cálculo do WACC, é necessário que inicialmente encontram-se os custos dos componentes K_e (custo de capital próprio) e K_d (custo de capital de terceiros). Portanto, mostram-se a seguir como seus valores foram obtidos.

6.2 Custo do Capital Próprio

Segundo Damodaran, o modelo mais indicado para o cálculo do custo de capital próprio é o CAPM, conforme expresso na Equação (11):

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \text{Beta} + \text{Prêmio de Risco} \quad (11)$$

A taxa livre de risco (R_f) normalmente utilizada é a taxa do tesouro americano, que de acordo com o site do Department of the Treasury (USDT) ficou em 2,47% para o T-Bond 10 anos. O prêmio de risco por sua vez, foi consultado no site do Prof. Damodaran e apresentou uma taxa de 10,13%. Por fim, o beta do site Yahoo Finance apresentou um beta desalavancado de 0,91, que após o cálculo da alavancagem ficou em 1,31.

Todavia, o resultado do K_e foi obtido com base no dólar, necessitando, portanto, de um ajuste para a moeda brasileira. O ajuste foi feito considerando uma inflação projetada de 3,85% para o Brasil e de 1,70% para os Estados Unidos. A tabela abaixo apresenta um resumo dos resultados:

Tabela 13 – Custo do Capital Próprio

Custo do Capital Próprio (Ke)	
Beta Desalavancado	0,91
Beta Alavancado	1,31
Taxa Livre de Risco	2,47%
Risco País	3,01%
Inflação Brasil (IPCA)	3,85%
Inflação EUA (IPC)	1,70%
Prêmio de Risco do Mercado	10,13%
Ke Nominal (US\$)	18,79%
Ke Real (R\$)	21,30%

Fonte: elaborada pelo autor

6.3 Custo do Capital de Terceiros

Os custos de capital de terceiros são os recursos externos de uma empresa, ou seja, suas dívidas. O seu cálculo foi realizado pela metodologia na qual se considerou a taxa livre de risco, de 2,47%, com o *Default Spread* da empresa, de 2,65%, e o prêmio de risco do país, de 3,01%. A fórmula é escrita da seguinte forma:

$$\begin{aligned} \text{Custo do Capital de Terceiros} &= \text{Taxa livre de Risco} + \text{Default Spread da Empresa} \\ &+ \text{Prêmio de Risco país.} \end{aligned} \quad (12)$$

A taxa livre de risco, bem como o prêmio de risco país foram dados anteriormente. Contudo, para se obter o *Default Spread*, foi verificado no site da Fitch Ratings que o nível de classificação obtido no rating da empresa em moeda estrangeira é 'BB +' (BB mais), classificação que segundo o site do Prof. Aswath Damodaran equivalente a 2,65%, conforme logo abaixo:

$$\text{Custo de Capital de Terceiros} = 2,47\% + 2,65\% + 3,01\% = 8,13\%$$

Contudo, vale ressaltar que os valores acima foram obtidos com base em dólar, portanto torna-se necessário ajuste ao real. Para esse fim, foi considerada uma inflação

projetada de 3,85% para o Brasil e de 1,70% para os Estados Unidos. Assim, conclui-se que:

$$\text{Custo de Capital de Terceiros em Real} = (1+3,85\%) \times (1+8,13\%)/(1+1,70\%) - 1 = 10,42\%$$

6.4 WACC

Em seções anteriores apresentamos a definição do custo médio ponderado de capital (WACC) e sua finalidade, como uma taxa usada para descontar o Fluxo de Caixa Livre da Firma. Sendo assim, separa-se essa seção para seu cálculo, tendo como base a alíquota de imposto de renda e o capital da empresa. A Tabela (14) mostra os valores usados na fórmula do WACC.

Tabela 14 – Fluxo de Caixa Projetado

WACC	
<i>Kd Real (R\$)</i>	<i>10,42%</i>
<i>Ke Real (R\$)</i>	<i>21,30%</i>
<i>Tc</i>	<i>20,30%</i>
<i>Kd*(1-Tc)</i>	<i>8,30%</i>
<i>D</i>	<i>10.653</i>
<i>E</i>	<i>15.870</i>
<i>E+D</i>	<i>26.523</i>
WACC	<i>16,08%</i>

Fonte: elaborada pelo autor

$$WACC = 21,30\% \times (15.870/26.523) + 10,42\% (1-20,30\%) \times (10.653/26.523) = 16,08\%$$

6.5 Cálculo do Valor Justo

Considerando o que foi feito até aqui, o próximo passo será o cálculo do valor justo da varejista. Para esse fim, é necessário usar o fluxo de caixa descontado (pelo WACC) para os anos de 2021 a 2025 e a perpetuidade, como será mostrada a seguir.

6.5.1 Fluxo de Caixa Projetado Descontado

As informações do fluxo de caixa foram reunidas e então projetadas para os anos de 2021 a 2025 (Tabela 12). Em seguida, seus valores foram descontados pelo WACC, gerando então o valor presente do fluxo de caixa projetado descontado (conforme a Tabela 15).

Tabela 15 – Valor Presente dos Fluxos de Caixa

Valor Presente dos Fluxos de Caixa					
(Milhões de R\$)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
FCFE	3.981	4.598	5.316	6.149	7.117
WACC (Taxa de Desconto)	16,08%				
Fluxo de Caixa Descontado	3.429	3.413	3.399	3.387	3.377
Valor Presente do Fluxo de Caixa	17.004				

Fonte: elaborada pelo autor

6.5.2 Perpetuidade

Para calcular a perpetuidade, estabeleceu-se que, ao final do ano de 2025E o crescimento do fluxo de caixa da Lojas Americanas acompanharia a inflação, de forma que o valor seria igual ao IPCA projetado para 2026, cerca de 3,56%. A informação foi retirada da página de análise econômica do Banco Itaú.

Assim, usa-se o valor achado para o fluxo de caixa na perpetuidade e divide-se pela diferença entre a taxa de desconto e a taxa de crescimento, conforme visto na Equação (9).

Tabela 16 – Valor Presente da Perpetuidade

Valor Presente da Perpetuidade		
FUNÇÕES	DADOS	RESULTADO
Fluxo de Caixa 2025	3.377	28.678
Taxa de Crescimetoto	3,56%	
WACC	16,08%	

Fonte: elaborada pelo autor

6.5.3 Valor da Empresa

O valor justo de uma empresa se refere ao valor intrínseco de um ativo. Obviamente, esse valor pode ser maior ou menor que o negociado no mercado, pois o método

de *Valuation* não é uma ciência exata e muda conforme as circunstâncias. Mas vale lembrar, que é justamente nesse momento, que surge a oportunidade de compra ou venda de ativos.

Para encontrar o valor justo, soma-se o valor do fluxo de caixa projetado descontado e o valor da perpetuidade. No caso das Lojas Americanas, o resultado encontrado apresentou um valor de 45.688 bilhões, como pode ser visto logo a baixo:

$$\text{Valor da Empresa (Enterprise Value)} = 17.004 + 28.684 = 45.688$$

Por fim, o valor da empresa é usado para calcular o valor justo por ação, tão-somente subtraindo a dívida líquida e dividindo pelo número de ações em circulação. A seguir, os resultados:

$$\text{Valor Justo por Ação} = ((45.688 - 377) / 1.885) = \text{R\$ } 24,04$$

Tabela 17 – Valor Justo por Ação

Valor Justo Por Ação	
(Milhões de R\$)	
Valor Presente do Fluxo de Caixa	17.004
Valor Presente da Perpetuidade	28.684
Valor da Empresa (Enterprise Value)	45.688
(-) Dívida Líquida	377
Valor do Patrimônio Líquido	45.311
Share Outstanding (ações em circulação)	1.885
Valor Justo por Ação	24,04
Preço hoje	21,60
Upside	11,29%

Fonte: elaborada pelo autor

Foi constatando que na data em que este estudo foi feito, 26/03/2021, a ação da Lojas Americanas S.A (LAME3) estava cotada em R\$ 21,60. Todavia, após aplicação dos cálculos e premissas, foi encontrado um valor justo de R\$ 24,04. Portanto, um *Upside* de 11,29% em relação ao seu valor atual. A comparação do valor justo também é feita com o valor sugerido na avaliação da Empíricus, R\$28, mostrando, portanto, uma variação de 16,4%, que é explicado pelo cenário mais conservador desse estudo, ao considerar que a venda das lojas físicas permanecerá abaixo dos níveis de 2019. Destaque para o índice Getnet, que mede a tendência das vendas do varejo, onde já no primeiro trimestre de 2021 apontou uma queda de 5,6% na análise mensal e de 17,8% se comparado a primeira quinzena de março de 2020.

7 CONCLUSÃO

O presente trabalho aplica o método de *Valuation* pela técnica do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) na avaliação da Lojas Americanas S.A., uma das maiores empresas brasileiras do ramo varejista. Para tal fim, a pesquisa usa premissas que apontam para um preço que se revela condizente com o esperado, mostrando assim o potencial do método em gerar informações relevantes.

A obtenção do valor justo é um processo que começa com o uso dos dados históricos para a projeção do fluxo de caixa futuro, que em seguida são descontados pela taxa (WACC), de 16,08% para resultar no valor presente. A taxa é obtida através do custo de capital próprio de 21,30% e do custo de capital de terceiros de 10,42%. A perpetuidade, por sua vez, é baseada na suposição que a varejista possui um crescimento análogo ao IPCA projetado para 2026, de 3,56%.

Após a aplicação do cálculo unindo os valores do FCD e da perpetuidade, foi apurado que a empresa apresenta um valor de R\$ 45.688 bilhões, que após ser subtraído pela dívida líquida e dividido pelo número de ações em circulação, resulta no valor justo por ação de R\$ 24,04. Esse valor representa um upside de 11,29% se comparado ao valor de mercado do período de realização deste trabalho.

Fica evidente que o valor justo encontrado nesse estudo, não só reflete a eficiência da técnica utilizada, como também permite mostrar que a precificação da empresa tem sido bem sucedida. Contudo, cabe ressaltar que este estudo não leva em conta múltiplos cenários, e que possui premissas no modelo que mudam de acordo com o critério de cada avaliador, uma vez que o *Valuation* não é uma ciência exata. Ademais, vale ressaltar que este trabalho possui fins acadêmicos, não refletindo uma opinião de investimento.

Por fim, como recomendação de exercícios futuros, se propõe a comparação do método utilizado nessa pesquisa com outros métodos de *valuation*, como por exemplo, o já citado método de Ohlson, para verificar se ainda existem diferenças estatisticamente significantes entre os dois métodos. Como também a realização de um estudo que aborde a expectativa do choque que a entrada da Amazon provocará no fluxo de caixa da Lojas Americanas. Além disso, fica a sugestão do uso de métodos mais refinados que a simples aplicação da média aritmética para a avaliação de desempenho e projeção dos resultados da empresa. Ademais, é fundamental ter atenção ao realizar projeções, pois existe a possibilidade de ocorrência de alguns gaps de assertividade, sendo necessário usar cuidadosamente as taxas de crescimento e de desconto, uma vez que interferem diretamente no resultado do valor final.

REFERÊNCIAS

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

BANCO ITAÚ BBA. **Análises Econômicas: Projeções Longo Prazo – Março 2021**. Disponível em: <<https://www.itaubba.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/projecoes>>. Acesso em: 07 Abr. 2021.

BLS – Us Bureau of Labor Statistics. **Consumer Price Index**. Disponível em: <https://www.bls.gov/cpi/>. Acesso em: 07 Mar. 2021.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. New York: Wiley, 2000.

COSTA, L. G. T. A; COSTA L. R. T. A; ALVIM, M. A, **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de e empresas**. 2ed. São Paulo, SP: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, A. Damodaran Online, 2021. **Country Default Spreads and Risk Premiums**. Disponível em: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Acesso: 07 Mar. 2021.

DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, Wiley Finance, 2012.

DE ARAUJO, Viktor Waissmann. **AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: ESTUDO DE CASOS DA EMPRESA LOJAS AMERICANAS**. TCC (Bacharelado em Administração) - Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, p. 36. 2017.

DA SILVA, Bruno; ROSA, Arthur Antonio Silva; DE SOUSA RIBEIRO, Kárem Cristina. **CONTEXTO DAS TRANSFORMAÇÕES: UM ESTUDO BIBLIOMÉTRICO DAS MÉTRICAS DE VALUATION NO BRASIL**. Revista Interdisciplinar Científica Aplicada, Blumenau, V.15, nº 1, p.55-72. TRI I 2021. ISSN 1980-7031.

DE SOUZA, Fernanda de Oliveira Moraes. **Métodos de avaliação de empresas Case: Lojas Americanas**. TCC (Bacharelado em Economia) Departamento de Economia. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, p. 70. 2017

FISHER, Irving. **The Theory of Interest, as Determined by Impacience to Spend Income e Opportunity to Invest it**, New York: Macmillan, 1930.

FUNDAMENTUS. **Dados Financeiros**. Disponível em: <http://www.fundamentus.com.br>. Acesso em: 02 Fev. 2021.

GALDI, Fernando Caio; TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo; LOPES, Alexsandro Broedel. **Análise empírica de modelos de valuation no ambiente brasileiro: fluxo de caixa descontado versus modelo de Ohlson (RIV)**. Revista Contabilidade & Finanças, v. 19, n. 47, p. 31-43, 2008.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **EMBI+ Risco-Brasil**. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>. Acesso em: 07 Mar. 2021.

ITAÚ BBA. **Análises Econômicas**. Disponível em: <https://www.itau.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/publicacoes>. Acesso em: 07 Mar. 2021.

LOJAS AMERICANAS S.A. Lasa, 2021. **Estrutura Societária**. Disponível em: <<https://ri.lasa.com.br/governanca-corporativa/estrutura-societaria>>. Acesso em: 03Abr. 2021.

OHLSON, J. **Earnings, book values and dividends in equity valuation**. Contemporary Accounting Research, v. 11, p. 661-687, 1995.

PEREIRA, Alison. VALUATION: AVALIAÇÃO DO VALOR JUSTO DA EMPRESA VIA VAREJO S.A. TCC (Bacharelado em Finanças) - Faculdade de Economia, Administração, Atuárias e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará. Fortaleza, p. 46. 2019.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ. Biblioteca Universitária. **Guia de normalização de trabalhos acadêmicos da Universidade Federal do Ceará**. Fortaleza, 2019.

USDT – United States Department of the Treasury. **Daily Treasury Yield Curve Rates**, 2021. Disponível em: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/textview.aspx?data=yield>. Acesso em: 07 Mar. 2021.

WILLIAMS, John Burr. **The Theory of Investment Value**. Boston: Harvard University Press, 1938.

YAHOO FINANCE. **Análise Técnica**, 2021. Disponível em: <https://br.financas.yahoo.com/quote/LAME4.SA/> Acesso em: 02 Fev. 2021.

.

.