

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS

CIÊNCIAS ECONÔMICAS

MBA EM CONTROLADORIA E FINANÇAS

IDERLEI MARTINES RODRIGUES JUNIOR

VALOR AGREGADO DE MERCADO (MARKET VALUE ADDED – MVA) COMO
ANÁLISE DE DESEMPENHO DAS LOJAS RENNER S/A

Porto Alegre

2012

IDERLEI MARTINES RODRIGUES JUNIOR

VALOR AGREGADO DE MERCADO (MARKET VALUE ADDED – MVA) COMO
ANÁLISE DE DESEMPENHO DAS LOJAS RENNER S/A

Trabalho de Conclusão de Curso de especialização apresentado como requisito parcial para a obtenção do título de MBA em Controladoria e Finanças, pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS.

Orientadora: Prof^ª. Ana Maria Tagliari

Porto Alegre

2012

RESUMO

Este trabalho analisa um estudo de caso da Lojas Renner, no qual foi verificado o valor agregado de mercado desta empresa, com base em expectativas de resultados projetados por instituições financeiras que negociam ações da Lojas Renner. A Lojas Renner nos últimos anos apresentou um aumento na sua rede de lojas devido um programa de expansão mais agressivo que iniciou em 2005 após a oferta pública de ações. O valor agregado de mercado também conhecido como *MVA* indica em valores absolutos se o valor do acionista/investidor aumentou ou diminuiu.

Palavras-chave: *EVA*, *MVA*, valor agregado de mercado, Lojas Renner, valor de mercado, remuneração do acionista.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Aumento do Lucro Operacional e <i>EVA</i>	16
Quadro 2 – Valor Econômico Agregado.....	18

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Premissas para projeções Itaú BBA.....	28
Tabela 2 – Premissas para projeções Barclays Capital.....	29
Tabela 3 – Demonstrativo de Resultado Operacional Lojas Renner – Itaú.....	30
Tabela 4 – Demonstrativo de Resultado Operacional Lojas Renner – Barclays.....	32
Tabela 5 – Demonstrativo de Resultado Operacional Lojas Renner – Média entre Itaú e Barclays.....	33
Tabela 6 – Balanço Patrimonial Lojas Renner – Itaú.....	34
Tabela 7 – Balanço Patrimonial Lojas Renner – Barclays.....	35
Tabela 8 – Balanço Patrimonial Lojas Renner – Média entre Itaú e Barclays.....	35
Tabela 9 – Fluxo de Caixa Lojas Renner – Itaú.....	36
Tabela 10 – Fluxo de Caixa Lojas Renner – Barclays.....	36
Tabela 11 – Fluxo de Caixa Lojas Renner – Média entre Itaú e Barclays.....	37
Tabela 12 – <i>MVA</i> da Lojas Renner.....	38

LISTA DE SIGLAS

BR GAAP – Generally Accepted Accounting Principles (Princípios Contábeis Geralmente Aceitos)

CMPC – Custo Médio ponderado de Capital

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

DRE – Demonstrativo de Resultado do Exercício

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Lucro antes dos Juros, Imposto, Depreciações e Amortizações)

EVA – Economic Value Added (Valor Econômico Agregado)

IFRS – International Financial Reporting Standards (Relatório Internacional de Normas Financeiras)

MVA – Market Value Added (Valor de Mercado Agregado)

NOPAT – Net Operating Profit After Tax (Lucro Líquido Operacional após o Imposto de Renda)

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

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	9
1.2 OBJETIVOS.....	11
1.2.1 Objetivo Geral	11
1.2.2 Objetivos Específicos.....	11
1.3 JUSTIFICATIVA.....	11
1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	12
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	14
2.1 VALOR ECONÔMICO AGREGADO - <i>EVA</i>	14
2.1.1 Calculando o <i>EVA</i>	17
2.2 VALOR AGREGADO DE MERCADO – <i>MVA</i>	18
2.2.1 Calculando o <i>MVA</i>	19
2.3 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL	19
2.3.1 Capital Próprio	20
2.3.2 Capital de Terceiros	22
3 MÉTODOS E PROCEDIMENTOS.....	23
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA	23
3.2 UNIDADE DE ANÁLISE	23
3.2.1 Caracterização da empresa.....	23
3.3 TÉCNICAS DE COLETA DE DADOS	25
3.4 TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS.....	26
3.5 LIMITAÇÕES DO MÉTODO E ESTUDO	27
4 RESULTADOS.....	28
4.1 APRESENTAÇÃO DAS PREMISAS	28
4.2 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS	30

4.2.1 Demonstrativos de Resultados.....	30
4.2.2 Balanço Patrimonial.....	34
4.2.3 Fluxo de Caixa	36
4.3 CÁLCULO DO <i>MVA</i>	38
4.4 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	39
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	41
REFERÊNCIAS	43

1 INTRODUÇÃO

A economia brasileira passou por um período turbulento no segundo semestre de 2002 devido às incertezas em relação às eleições presidenciais da época e à possibilidade de mudanças significativas nas políticas econômicas do país. Diante deste cenário, a taxa de câmbio oscilou consideravelmente e o real se desvalorizou 52,3% durante o período, fechando a cotação em 31 de dezembro de 2002 em R\$3,53 por US\$1,00. A inflação medida pelo IPCA naquele ano chegou a 12,5% e o crescimento do PIB a 1,9% (PROSPECTO..., 2005, p. 61).

A partir de 2003 a economia brasileira apresentou estabilidade nas políticas macroeconômicas, dando continuidade à administração do governo anterior e enfatizando a responsabilidade fiscal. O real valorizou-se 18,2% em comparação ao dólar norte americano, alcançando R\$2,89 por US\$1,00 em 31 de dezembro de 2003, o índice IBOVESPA subiu 97,0%, e a inflação medida pelo IPCA foi de 9,3% (PROPESCTO..., 2005, p. 61)¹.

Em 1998 a Lojas Renner foi adquirida pela J.C. Penney do Brazil, Inc., subsidiária de uma das maiores empresas de departamento dos EUA. Com isso, a Lojas Renner obteve alguns benefícios operacionais, tais como, acesso a fornecedores internacionais, consultoria especializada na escolha de pontos comerciais, bem como adoção de controles internos diferenciados (PROSPECTO..., 2010, p. 91).

No ano de 2005, a J.C. Penney, em conjunto com os administradores da Lojas Renner, decidiram vender o controle da empresa através de oferta pública de ações na Bovespa. Desta forma, a Lojas Renner entrou no Novo Mercado da Bovespa como a primeira empresa brasileira no país a ter seu capital totalmente pulverizado com quase 100% das ações em circulação (PROSPECTO..., 2010, p. 91).

1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Geralmente um plano de expansão requer um determinado nível de investimento, e os investidores (acionistas) desejam um determinado retorno/lucro sobre o capital investido. Em

¹ Prospecto preliminar de distribuição pública de ações ordinárias de emissão da Lojas Renner foi o documento utilizado para distribuição aos acionistas e as instituições financeiras interessados em comprar ações da empresa. O documento apresenta informações da história da empresa, estatuto social, entre outras informações.

empresas de grande e médio porte é natural que os principais investimentos, se não todos, sejam avaliados através de estudos de viabilidade econômica, onde são apresentados os retornos esperados para cada projeto. Para os acionistas, sejam grandes ou pequenos, o lucro econômico passa a ser o grande medidor de eficiência de uma empresa.

Naturalmente são necessárias análises mais detalhadas e um bom conhecimento do ramo de atividade em que a empresa está inserida para entender melhor os resultados apresentados. Existem alguns indicadores de mercado que auxiliam na avaliação de valor para o acionista como, por exemplo, Lucro por Ação, Índice Preço Lucro, Valor Patrimonial, *Payout*, *Dividend yield* e Valor de Mercado.

Outro indicador importante é o *Economic Value Added* (Valor Econômico Agregado), - *EVA* -, também conhecido como Lucro Econômico, que corresponde ao lucro após a remuneração dos recursos próprios e de terceiros que vêm financiando a empresa.

Costa et al (2010, p. 167) afirmam que se a empresa apresentar *EVA* positivo ao longo do tempo ela estará gerando valor ao acionista. O contrário disso seria a destruição de riqueza, e faria com que o acionista desta empresa reavaliasse seus investimentos no negócio. O *EVA* crescente é desejo de todos os investidores e gestores. Um aumento no Lucro Operacional da atividade depois dos impostos - *NOPAT*² - contribui para aumentar o *EVA*.

Costa et al (2010, p. 167) descrevem ainda que o Valor Econômico Agregado de uma empresa pode aumentar com ações de incremento de receita, redução de custos, despesas, ativos operacionais, custo de capital, entre outras. Os mesmos autores acrescentam, ainda, que o *EVA* pode ser medido através dos seus fluxos de lucro econômico presentes e os projetados para o período de planejamento. O fluxo de *EVA* futuros trazidos a valor presente pelo Custo Médio Ponderado de Capital – CMPC - é chamado de *Market Value Added* (Valor Agregado de Mercado) – *MVA* – que indica, em valores absolutos, o quanto foi adicionado de valor para o acionista. Esta métrica leva em consideração os fluxos de caixa e os investimentos futuros da empresa.

As oscilações das ações no mercado de capitais não dependem unicamente das decisões de investimentos da empresa, ou do desempenho econômico/financeiro, mas também de outras variáveis tais como, taxa de juros, taxa de câmbio, cenário econômico doméstico e internacional, entre outras.

Diante do exposto, a questão de pesquisa que norteia esse estudo pode ser assim formulada: Qual o valor agregado de mercado (*MVA*) da Lojas Renner S/A levando em consideração as expectativas dos agentes financeiros?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Mensurar o *MVA* da Lojas Renner S/A com base nos valores esperados pelos agentes financeiros.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Identificar, junto aos agentes financeiros, as premissas utilizadas para projetar o resultado da Lojas Renner para os próximos 4 anos.
- Apresentar o demonstrativo de resultado e o balanço patrimonial da Lojas Renner projetados por instituições financeiras que fazem a cobertura e a negociação de suas ações e determinando relatórios baseados nas médias.
- Determinar o fluxo de caixa da Lojas Renner com base nas informações obtidas nos relatórios apresentados pelos agentes financeiros.
- Calcular o *EVA* da Lojas Renner com base nos resultados projetados usando as informações dos agentes financeiros.
- Calcular o *MVA* com base no *EVA* calculado.
- Analisar e comparar a geração de *MVA* com a valorização das ações da Lojas Renner S/A.

1.3 JUSTIFICATIVA

O *MVA* não é um dos indicadores mais usuais devido a sua complexidade e à dificuldade de capturar todas as informações da empresa. Além disso, a Lojas Renner não tem esta medida de *MVA* calculada, apesar de já ter calculado o Valor Econômico Agregado (*EVA*). O conhecimento do valor de *MVA* pode sinalizar para a Companhia melhorias nos investimentos e aplicações de recursos financeiros, bem como melhorias no seu desempenho

² NOPAT é a simplificação para Net Operating Profit After Tax, traduzido para o português significa o Lucro

econômico/financeiro a fim de manter a expectativa de mercado esperado pelos agentes financeiros/acionistas.

O *EVA* e o *MVA* são indicadores de desempenho com objetivo único o gerenciamento da geração de valor para todos os envolvidos de uma Companhia, que vai desde os menores cargos até o acionista da empresa. Estes indicadores têm como característica a gestão na geração de valor, isto é, fazer com que todas as decisões tomadas pelos executivos da empresa gerem valor em todas as esferas.

Por ser esta uma métrica que visa medir o desempenho das empresas tomando como base o custo do capital investido, é que se busca calcular o *MVA* para medir o desempenho da Lojas Renner. Como a empresa vem apresentando forte expansão, principalmente após a oferta pública de ações em julho de 2005, é importante analisar se os investimentos realizados desde aquela época estão agregando valor de mercado.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

O presente trabalho está estruturado em quatro capítulos, além da introdução.

O primeiro capítulo busca a fundamentação teórica para dar sustentação ao trabalho e aos resultados que foram apresentados. Neste capítulo foram apresentados também os conceitos de valor econômico agregado, valor agregado de mercado e custo médio ponderado de capital. Para estruturar este capítulo foram utilizados, como referência, autores como Al Ehrbar, vice-presidente sênior da Stern Stewart & Co, empresa proprietária da marca *EVA* e *MVA*. Além deste, serviram de base teórica os autores, Clóvis Padoveze, Tom Copeland, e Luiz Guilherme Costa, os dois últimos com assuntos relacionados à avaliação de empresas (*valuation*).

O capítulo seguinte trata do delineamento do trabalho, modelo de pesquisa adotado, as limitações do trabalho, bem como apresenta algumas características sobre a empresa em questão.

Na sequência são demonstrados os resultados do estudo, os quais são apresentados através de tabelas com projeções de resultado, balanço patrimonial e fluxo de caixa.

Por fim, são apresentadas as considerações finais onde se busca responder à questão principal do estudo, além de comentar sobre aprendizados obtidos durante a construção do trabalho e outras possibilidades de análise.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 VALOR ECONÔMICO AGREGADO - EVA

O *EVA* é uma medida de desempenho que difere das demais por considerar no seu método de cálculo a cobrança sobre o lucro pelo custo de capital investido na empresa (EHRBAR, 1999, p.1). Ainda segundo o mesmo autor “o *EVA* é muito mais do que uma simples medida de desempenho”, é a estrutura de um sistema completo de gerência financeira e remuneração variável que pode ajudar nas tomadas de decisões de uma empresa, da sala de reuniões de um conselho até o chão de fábrica.

O *EVA*, também chamado de lucro econômico, é diferente do lucro contábil, pois este não leva em consideração o custo do capital próprio por limitação dos princípios contábeis geralmente aceitos pelos contadores. Ao considerar o custo de oportunidade do patrimônio líquido no lucro contábil, o investidor tem uma noção clara se o negócio está gerando valor. Ainda segundo o autor, o *EVA* pode ser utilizado como forma de remuneração para os executivos da empresa, eliminando desta forma os conflitos existentes entre administradores e acionistas, ou seja, uma gestão baseada em valor para o acionista (COSTA et al, 2010, p.38).

Segundo Padoveze (2004, p. 236), o *EVA* é o conceito de custo de oportunidade, ou lucro residual. Este é um conceito tradicional da teoria econômica, que por sua vez, nem sempre tem sido utilizado pelas empresas. Ainda segundo este autor, só há valor adicionado caso o lucro líquido após o imposto de renda seja superior a um determinado custo de oportunidade de capital. “Este custo de oportunidade de capital é considerado como o lucro mínimo que a empresa deveria ter para remunerar adequadamente o investimento do acionista.”

O encargo de capital no *EVA*, considerado pelos economistas como custo de oportunidade, é o retorno que os investidores poderiam ganhar ao colocar os seus recursos em outras ações e/ou papéis e títulos de riscos comparáveis e do qual abrem mão por obterem títulos da empresa em questão. Este custo de capital é aplicado sobre o capital próprio e sobre o capital de terceiros, ou endividamento. Da mesma forma que os credores exigem seus pagamentos de juros, os acionistas insistem em ganhar uma taxa de retorno mínima aceitável sobre o recurso financeiro que tem em risco (EHRBAR, 1999, p.2).

Ainda com relação ao *EVA*,

EVA se baseia em algo que sabemos há muito tempo: aquilo que chamamos de lucros, o dinheiro que sobra para remunerar o capital, geralmente nem é lucro. Até que um negócio produza um lucro que seja maior do que seu custo de capital, estará operando em prejuízo. Não importa que pague imposto como se tivesse um lucro verdadeiro. O empreendimento ainda retorna menos à economia do que devora em recursos... Até então, não cria riqueza; a destrói³.

Além disso, o referido autor defende, ainda, que o *EVA* é:

A medida de desempenho empresarial mais diretamente ligada, tanto teórica quanto empiricamente, à criação de riqueza para acionistas; como verão, gerir visando um *EVA* mais elevado é, por definição, gerir visando um preço por ação mais elevado. A única medida de desempenho que sempre oferece resposta certa, no sentido de que mais *EVA* sempre é definitivamente melhor para acionistas, que o torna a única medida de melhoria contínua; em contrapartida, ações que aumentam margens de lucros, lucro por ação e até mesmo taxas de retorno às vezes destroem riqueza para acionistas. A estrutura que subjaz um novo e abrangente sistema de gestão financeira empresarial que orienta cada decisão, desde orçamentos operacionais anuais até orçamento de capital, planejamento estratégico e aquisições e desinvestimentos. Um método simples e eficaz de alfabetizar em negócios até mesmo os trabalhadores menos sofisticados. A variável-chave num sistema de remuneração variável que, pela primeira vez, realmente alinha os interesses de gerentes com os de acionistas e faz com que gerentes pensem e ajam como acionistas. Uma estrutura que empresas poderão utilizar para comunicar suas metas e realizações a investidores, e que investidores poderão utilizar para identificar empresas com perspectivas de desempenho superior – o que Steve Einhorn, diretor de pesquisa global da Goldman Sachs, chama de “uma ferramenta elétrica na caixa de ferramenta do analista. Mais importante, um sistema interno de governança corporativa que motiva todos os gerentes e funcionários a trabalharem de forma cooperativa e entusiasmada para alcançarem o melhor desempenho possível. (EHRBAR, 1999, p. 5).

Ainda pode-se destacar que um aumento no Lucro Operacional após o imposto de renda pode contribuir com o aumento do *EVA*, e isto pode ser feito através das seguintes opções:

³ Drucker apud Ehrbar, Al. *EVA: Valor Econômico Agregado: a verdadeira chave para criação de riqueza*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. p.2.

Quadro 1- Aumento do Lucro Operacional e EVA.

Ação	Opções
Elevação das Receitas:	A empresa poderá elevar a sua rentabilidade através do crescimento das vendas. O normal é que o crescimento percentual das vendas seja maior do que o crescimento percentual dos custos e despesas, pois uma parte deles é fixo. Desta forma, a empresa consegue diluir os custos e despesas fixos através de um crescimento de vendas, o que provoca elevação das margens e da rentabilidade. Entretanto, devemos ressaltar que qualquer empresa apresenta limitações nesse campo.
Reduções de custos e despesas operacionais:	A empresa poderá elevar o lucro econômico reduzindo custos e despesas operacionais através, por exemplo: (i) da compra de insumos mais baratos (mas com qualidade similar); (ii) da automatização do processo produtivo, a fim de elevar a produtividade da mão de Obra; (iii) da redução de despesas administrativas; (iv) da redução de despesas comerciais; (v) do aumento da margem bruta através da otimização do mix de produção.
Redução da base de ativos operacionais:	Aqui a ênfase é na eliminação ou substituição de ativos operacionais ineficientes ou até mesmo desnecessários para a geração de <i>NOPAT</i> , ou seja, sem comprometer a qualidade dos produtos e a lucratividade de curto e longo prazo da empresa. A empresa deve procurar operar com um patamar mínimo de investimentos, isto é, evitar instalações exageradas e ociosidade de equipamentos, ou seja, investir naquilo que gera um bom retorno. Poderá tentar reduzir a necessidade de capital de giro através das seguintes alternativas: (i) do alongamento do prazo de pagamento a fornecedores. Naturalmente, essa opção será variável desde que os juros embutidos no preço de compra sejam mais baixos do que os juros com os quais a empresa vem financiando-se no mercado financeiro; (ii) evitar atrasos nas contas a receber (evitar venda para aqueles que têm baixa probabilidade de pagamento); (iii) dimensionar corretamente os estoques (através de métodos de controle de estoques informatizados). Esses cuidados visam reduzir o capital investido sem com isso alterar negativamente o volume de vendas. Ao reduzirmos o Ativo Econômico, estaremos elevando o Giro e a rentabilidade sobre o capital empregado.

(Continua)

(Continuação)

Redução do custo de capital:	Redução do custo de oportunidade do capital investido. Aqui, pode-se dividir a análise em duas partes: a primeira fonte do custo de oportunidade do capital é o custo da dívida. Se o administrador da empresa conseguir tomar dívidas mais baratas para a empresa, sem comprometer a longo prazo, haverá uma melhoria no <i>EVA</i> pela redução do custo médio ponderado de capital (CMPC). A segunda fonte do custo de oportunidade do capital é o custo do patrimônio líquido, aquele retorno mínimo exigido pelos acionistas proprietários. Se o administrador da empresa conseguir alguma forma reduzir o nível de risco financeiro e operacional, por exemplo, ele irá conseguir reduzir o retorno mínimo exigido pelos acionistas, uma vez que o risco terá diminuído. Essas ações irão contribuir para reduzir o CMPC e, conseqüentemente, aumentar o <i>EVA</i> .
-------------------------------------	---

Fonte: Adaptado de Costa et al (2010, p. 40)

De acordo com Al Ehrbar (1999, p. 6), “A verdadeira mágica do *EVA* surge da mudança de comportamento em toda uma organização e isto depende crucialmente de utilizá-la com base para remuneração variável”. Ainda segundo o mesmo autor, se a empresa pretender utilizar esta métrica como mais um *benchmark* de desempenho, então é muito provável que não valerá a pena.

2.1.1 Calculando o *EVA*

Segundo Ehrbar (1999, p.2), a expressão de cálculo do *EVA* é:

$$EVA = NOPAT - C\%(TC)$$

Onde:

- *NOPAT* é o lucro operacional líquido após o imposto de renda;
- *C%* é o custo percentual de capital⁴;
- *TC* é capital total.

Tomando como exemplo os dados apresentados no quadro seguinte, assumindo um custo de capital de 12%, tem-se a seguinte mensuração do valor econômico agregado para dois períodos:

⁴ O custo de capital será explorado no capítulo 2.3 Custo Médio Ponderado de Capital.

Quadro 2 - Valor Econômico Agregado.

Discriminação	31/dez/x0	31/dez/x1
Lucro Operacional	1.609.499	1.095.210
(-) Imposto Sobre o Lucro (30%)	(482.850)	(328.563)
= Lucro Operacional Líquido após Impostos (A)	1.126.650	766.647
Ativo Operacional Líquido (B)	9.222.840	9.111.517
Custo de Oportunidade (12% x B) (C)	1.106.741	1.093.382
VALOR ECONÔMICO ADICIONADO (D = A - C)	19.909	(326.735)

Fonte: Adaptado de Padoveze (2004, p. 238).

2.2 VALOR AGREGADO DE MERCADO – MVA

Para Ehrbar, (1999, p. 35) a criação de riqueza não se dá pelo valor de mercado, mas sim pela diferença entre o valor de mercado e o capital dos investidores aplicado naquela empresa. O autor esclarece ainda que:

O *MVA* é a medida definitiva de criação de riqueza. Ganha de todas as outras medidas por ser a diferença entre entrada e saída de caixa – entre aquilo que investidores colocam na empresa como capital e o que poderiam receber vendendo pelo preço de mercado corrente. Como tal, o *MVA* é o montante acumulado pelo qual a empresa valorizou – ou desvalorizou – a riqueza dos acionistas. (EHRBAR, 1999, P.36).

Pode-se dizer ainda que o *MVA* é equivalente ao Valor Presente Líquido - VPL, ou *NPV*, que é o resultado final do método de fluxo de caixa descontado para avaliação de investimentos (EHRBAR, 1999, p. 36).

Nas palavras de Ehrbar:

É um cálculo que desconta todos os fluxos de caixa futuros esperados de um projeto para o presente, a uma taxa de juros que reflete o valor do dinheiro no tempo e o grau de risco do projeto – em outras palavras, pelo custo de capital. Subtraindo-se todos os desembolsos de investimentos necessários para produzir aqueles fluxos de caixa descontados resulta no valor presente líquido do projeto (EHRBAR, 1999 p. 36).

Em outras palavras, um aumento no *MVA* significa que o valor de mercado da empresa aumentou mais do que qualquer outro recurso adicional. De outra forma, uma redução do *MVA* significa que a riqueza do acionista foi destruída (EHRBAR, 1999 p. 39).

Ainda que as empresas deveriam criar o maior *MVA* possível, este resultado por si só não serviria para tomada de decisão no dia a dia. Primeiro, porque as alterações na bolsa de valores podem superar as ações da gerência de curto prazo. Segundo, porque a empresa só poderá calcular o *MVA* se a mesma possuir ações negociadas na bolsa e tiver um valor de mercado. Terceiro, porque mesmo que a empresa seja de capital aberto o *MVA* só poderá ser calculado a nível consolidado, ou seja, não há *MVA* para uma unidade ou divisão (EHRBAR, 1999 p. 41).

2.2.1 Calculando o *MVA*

O *MVA* é a soma dos *EVA* projetados trazidos a valor presente pelo custo médio ponderado de capital da empresa. Um *MVA* positivo significa que a empresa agrega valor ao longo do tempo (COSTA et al, 2010 p. 44).

O *MVA* pode ser calculado da seguinte forma:

$$MVA = \frac{EVA1}{(1+r)^1} + \frac{EVA2}{(1+r)^2} + \frac{EVA3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{EVAn + VR}{(1+r)^n}$$

Onde:

- *r* representa Custo Médio Ponderado de Capital;
- EVA1, EVA2,.. EVAn são os valores agregados gerados nos períodos de 1 a n;
- VR é o valor residual ou valor terminal (COSTA et al, 2010 p. 168).

2.3 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL

Segundo Copeland et al (2002, p. 207), o primeiro passo para estimar a *CMPC*⁵ é definir uma estrutura de capital para a empresa que está em avaliação. Ainda de acordo com o autor deve-se ter um custo ponderado de capital diferente para cada ano, refletindo assim o custo do capital em questão, embora na prática, utilize-se um *CMPC* para toda a previsão.

⁵ Custo Médio Ponderado de Capital é também conhecido como *WACC* que é uma simplificação de *Weighted Average Cost of Capital* sigla em inglês muito usada na área de finanças corporativas.

Para Costa et al (2010, p.87) o custo médio ponderado de capital deve ser corretamente calculado utilizando-se os valores de mercado e não a o valor contábil desses capitais.

Utilizar o valor contábil não é o procedimento mais adequado porque investidores calculam seus retornos mínimos esperados a partir do valor de mercado de seus capitais investidos. Isso vale para uma empresa com capital negociado em bolsa de valores e que tenha sua dívida na forma de títulos negociados ativamente em um mercado secundário com suficiente liquidez (COSTA et al, 2010 p. 87).

Copeland et al (2002, p.208) afirmam que, para desenvolver a estrutura de capital para uma empresa, são necessárias três abordagens:

Estimar a estrutura de capital presente da empresa, com base em seu valor de mercado.

Analisar a estrutura de capital de empresas comparáveis.

Analisar a abordagem explícita e implícita dada pela administração ao financiamento da empresa e suas implicações no que toca a estrutura meta de capital.

O autor defende, ainda, que sempre que possível deve-se estimar o valor de mercado dos elementos da estrutura de capital e verificar a maneira como estes se alteram. E complementa que a melhor maneira de estimar o valor dos elementos diretamente é a partir de seus preços de mercado.

Se o capital próprio e o capital de terceiros forem negociados publicamente, basta multiplicar o número de cada tipo de capital pela cotação de cada um (COPELAND et al, 2002, p. 209).

2.3.1 Capital Próprio

Para Costa et al (2010, p. 98) o custo de capital próprio é a taxa de retorno exigida pelo acionista para realizar os investimentos na empresa.

O custo de capital próprio apresenta dois componentes, demonstrados a seguir na expressão matemática:

$$r = r_f + \rho$$

Onde:

- r é o retorno mínimo exigido pelos acionistas;

- R_f é a taxa de retorno para investimento sem risco (risk-free-rate), também chamado como prêmio de liquidez;
- β é o prêmio para o risco.

Segundo Costa et al (2010, p. 99) nem todos os títulos governamentais são livres de risco, pois embora estes sejam nulos de inadimplência, sempre existirá o risco do aumento da taxa de juros e, em consequência disso, a perda de valor. Considerando que o investimento em ações é mais arriscado que títulos do governo, é justa a cobrança de um prêmio pelo risco.

Para Copeland et al (2002, p. 218) o custo de capital próprio é o mais difícil de se mensurar porque não pode ser diretamente observado no mercado e também é o mais difícil para realizar estimativas. Para medir o custo do capital próprio utiliza-se o método de precificação do *CAPM*⁶.

O método de precificação do *CAPM* demonstra que o custo do capital de oportunidade do capital próprio é igual ao retorno sobre os títulos livre de risco somado ao risco sistêmico da empresa (beta) multiplicado pelo preço de mercado do risco (COPELAND et al, 2002 p. 219).

A fórmula do *CAPM* segundo Costa et al (2010, p. 107) é:

$$K_e = R_f + \beta x [R_m - R_f]$$

Onde:

- K_e é o Custo do Capital próprio;
- R_f é a taxa livre de risco;
- R_m é a taxa de retorno esperada da “carteira de mercado”;
- $R_m - R_f$ é o prêmio de mercado oferecido por unidade de risco;
- β Mede a sensibilidade relativa da taxa de retorno do ativo a variações da taxa de retorno da carteira de mercado.

Como o prêmio de mercado é uma constante, isto é, não varia de uma ação para a outra, pode-se entender que o retorno da ação é dado como uma função linear do seu risco sistemático, ou seja, o beta.

⁶ *CAPM* - *Capital Asset Pricing Model* que significa modelo de precificação de ativos.

2.3.2 Capital de Terceiros

A principal diferença entre custo de capital de terceiros e custo de capital próprio “é a estrutura proprietária e derivada, o risco.” Costa et al (2010, p.89) afirma que os financiadores não possuem propriedade sobre os ativos da empresa, embora eles possam tomá-los como garantia quando da inadimplência do pagamento dos juros (remuneração prometida com cronograma de pagamento). O autor ainda conclui que quando o financiamento é feito pelo capital próprio o mesmo não possui contrato garantindo regras de juros e cronograma de pagamento, contribuindo desta forma com a ideia de que o risco no capital próprio é maior do que no capital de terceiros. Desta forma, evidencia-se que o custo do capital de terceiros é teoricamente mais barato que o custo de capital próprio⁷.

⁷ O capital de terceiros tem como característica a utilização de instrumentos financeiros, tais como, emissão de dívida, empréstimos de longo prazo, etc. Outras formas de financiamento do capital de terceiros podem ser visto em COSTA et al, 2010 e COPELAND et al, 2002.

3 MÉTODOS E PROCEDIMENTOS

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Neste trabalho utilizou-se um estudo de caso de natureza descritiva, com o qual se buscou medir o Valor Agregado de Mercado da Lojas Renner com base em expectativas de agentes financeiros, estes, representantes de acionistas.

O estudo de caso pode descrever uma sequência de eventos ao longo de um período, onde se pode chegar a conclusões, ou entender um determinado fenômeno (YIN, 2010 p. 28).

Ainda segundo Yin (2010 p.38), “A essência de um estudo de caso, a tendência central entre todos os tipos de estudo de caso é que ele tenta iluminar uma decisão ou um conjunto de decisões: porque elas são tomadas, como elas são implementadas e com que resultado”.

Além disso, estudo de caso é uma investigação empírica que, examina um fenômeno presente em profundidade e em seu contexto de vida real, mesmo quando os limites entre o fenômeno e o contexto não são totalmente claros e evidentes (YIN, 2010 p. 39).

3.2 UNIDADE DE ANÁLISE

O estudo foi realizado junto à empresa Lojas Renner S/A, uma das maiores empresas do varejo de vestuário do Brasil. Atualmente a Lojas Renner S/A é a segunda loja de departamento de vestuário do Brasil, atrás apenas da C&A.

3.2.1 Caracterização da empresa

No ano de 1965 iniciou a história da Lojas Renner como uma empresa independente. Até aquele ano a empresa existia como parte do grupo A. J. Renner, uma indústria fabril localizada no bairro Navegantes, em Porto Alegre (RS). Em 1922 a Lojas Renner como integrante do grupo A.J. Renner abriu seu primeiro ponto de vendas para comercialização de artigos têxteis. Mais adiante, em 1940, o mix de produto foi ampliado e a Lojas Renner passou a operar como uma loja de departamento (HISTÓRIA..., 2012).

Em 1965 em razão do crescimento do grupo A. J. Renner foi constituída a Lojas Renner tornando-se uma empresa independente. Dois anos depois em 1967 a Lojas Renner transformou-se em uma empresa de capital aberto (HISTÓRIA...,2012).

Já na década de 90 a empresa passou a operar como loja de departamento especializada em moda. Ainda na década de 90 a empresa implantou a “Filosofia do Encantamento” e expandiu suas operações para além do estado do Rio Grande do Sul, chegando aos estados de Santa Catarina, Paraná, São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Distrito Federal, consolidando posições nestes mercados como loja de departamento especializada em moda, com produtos de qualidade de preços competitivos. Em 1991, quando teve início ao processo de reestruturação, a empresa tinha 8 lojas e em 1998 já havia inaugurado 13 novas lojas, totalizando uma rede de 21 lojas (PROSPECTO..., 2005, p. 59).

Desde 2005 a empresa investiu em um plano de expansão bem agressivo no território brasileiro, buscando aumentar a sua presença no país e a maximização de resultados.

Em 2002, a empresa passou a operar com coleções desenvolvidas por estilos de vida e composta com marcas próprias que passaram a refletir um jeito de ser e vestir, com base nas atitudes, interesses, valores, personalidades e hábitos dos clientes. Na ocasião a Lojas Renner já possuía 64 Lojas (PROSPECTO..., 2010, p. 91⁸).

Em 2006, a Lojas Renner teve seu plano de expansão intensificado e iniciou sua operação no Nordeste com lojas nos estados de Pernambuco, Ceará e Bahia. Ao longo daquele ano foram inauguradas 15 novas unidades. Nos anos de 2007, 2008, 2009 e 2010 a Lojas Renner inaugurou no total 53 novas lojas espalhadas pelo Brasil , totalizando no final de 2010 uma rede de 134 lojas (PROSPECTO..., 2010, p. 91).

Em fevereiro de 2012 a Lojas Renner publicou o seu Relatório de Administração referente ao ano de 2011, em que foi divulgado o número de lojas inauguradas naquele ano e outros investimentos realizados no período. Em 2011, pela primeira vez em um único ano a empresa inaugurou trinta lojas novas, foram realizados três protótipos de lojas especializadas focadas no público jovem, adquiriu a Camicado, loja de bazar e moda da casa, e iniciou a construção de um centro de distribuição na região sudeste do país. Para o ano de 2012 a Lojas

⁸ Prospecto definitivo de distribuição pública de quotas sênior da primeira emissão de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC. Documento utilizado para divulgação da distribuição do fundo de direitos creditórios da Lojas Renner.

Renner pretende inaugurar outras trinta novas lojas no país e mais seis lojas da Camicado (RELATÓRIO..., 2011).

Com relação ao mercado de ações, em 2010 o número de ações negociadas da Lojas Renner era de 122.349 milhões de ações e o valor da ação em 30 de dezembro de 2010 era de R\$56,40 por ação, isto é, a empresa valia naquela data R\$6.900 bilhões de reais. No ano de 2011 o número de ações negociadas no mercado era de 122.821 milhões de ações e o valor em 29 de dezembro de 2011 era de R\$48,41 por ação representando um valor de mercado de R\$5.946 bilhões de reais apresentando desta forma uma desvalorização de 14,2% no período de um ano (RELATÓRIO..., 2011)⁹.

3.3 TÉCNICAS DE COLETA DE DADOS

Os dados foram coletados a partir de relatórios de mercado divulgado para a Lojas Renner por oito instituições financeiras que fazem a cobertura e a negociação das ações daquela empresa, são elas: Barclays Capital, Itaú BBA, Bank of America Merrill Lynch, BTG Pactual, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC e Santander.

Das oito empresas analisadas, somente duas foram utilizadas para elaboração do cálculo do *MVA* da Lojas Renner, são elas: Barclays Capital e Itaú BBA. Estas duas empresas foram escolhidas porque apresentam o mesmo nível de informação com relação às demonstrações financeiras e o mesmo período de projeção, neste caso quatro anos, iniciando em 2012 e terminando em 2015.

As demais instituições financeiras apresentavam um período menor de projeção (dois anos) e um nível menor de detalhamento nas demonstrações financeiras, ou seja, elas apenas apresentavam alguns números da Lojas Renner como, por exemplo, receita líquida, lucro bruto, *EBITDA*¹⁰ e algumas contas patrimoniais, tais como, clientes, estoques e fornecedores. Assim, por falta de um detalhamento maior e falta de uniformidade nas demonstrações optou-se por trabalhar com as duas instituições financeiras que apresentaram uma demonstração mais completa da empresa Lojas Renner.

⁹ É importante destacar que as variações na Bolsa de Valores dependem de muitas variáveis que não estão sobre gestão da empresa, tais como, cenário econômico nacional e internacional, bem como, movimentos especulativos realizados pelo mercado financeiro.

¹⁰ EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. No Brasil é comum ser utilizar a sigla LAJIDA – Lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações.

Estas instituições financeiras estimaram as expectativas para os próximos quatro anos da Lojas Renner. Os relatórios de mercado foram solicitados para a área de Relacionamento com Investidores da Lojas Renner. Estes relatórios trazem informações do resultado operacional e balanço patrimonial, os quais foram utilizados para medir o *EVA* e *MVA* da Lojas Renner.

3.4 TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS

As informações extraídas dos relatórios de mercado dos agentes financeiros (DRE e balanço) dos próximos quatro anos que inicia em 2012 e vai até 2015¹¹ foram inseridas em tabelas de planilha Excel, e com isso foi realizado uma média aritmética simples que foi utilizada para calcular o valor da empresa com base no Lucro Econômico. Para isso foi apurado *NOPAT* da Lojas Renner e posteriormente o *EVA* e *MVA*¹².

Além disso, foram inseridos também na planilha de Excel os valores realizados no último exercício de 2011 que foi publicado em 09 de fevereiro de 2012 para servir como referência.

Os resultados apresentados pelas instituições financeiras contemplam as operações do varejo considerando Lojas Renner, mais a operação da Camicado e os resultados de produtos e serviços financeiros.

Para tornar as informações de resultado operacional comparáveis dos relatórios de mercado (Itaú e Barclays) e da publicação de resultados da Lojas Renner, foram necessários reclassificações nas demonstrações, em função das mesmas apresentarem padrões distintos. Isto é, as empresas apresentam as informações nos modelos de BRGAAP e IFRS respectivamente. Desta forma, as demonstrações de resultado operacional (DRE) foram ajustados para um modelo mais convencional, sem ferir os princípios contábeis e sem alterar o resultado final. As reclassificações realizadas foram feitas nos resultados de produtos financeiros, nas demonstrações financeiras da Lojas Renner e da Barclays, onde estas apresentam o DRE no modelo de IFRS.

¹¹ Os relatórios de mercado das empresas Itaú BBA e Barclays Capital apresentam projeções financeiras da Lojas Renner somente para o período de 2012 a 2015.

¹² As expressões para cálculo do *EVA* e *MVA* estão no referencial teórico em tópicos específicos.

3.5 LIMITAÇÕES DO MÉTODO E ESTUDO

Os dados coletados nos relatórios dos agentes financeiros para a realização deste trabalho refletem o cenário econômico doméstico e internacional do período entre setembro de 2011 e fevereiro de 2012 e leva em consideração a percepção dos agentes econômicos naquele momento. Ainda, as percepções dos agentes financeiros, não refletem na sua totalidade as decisões da Companhia.

Além disso, o modelo de avaliação com base no Lucro Econômico sugere a precificação de uma empresa baseada em premissas macroeconômicas de curto e longo prazo além das premissas setoriais. As variações nos cenário de longo prazo são incertas e contemplam a intenção da Lojas Renner no seu processo de expansão de mercado, o qual também está atrelado a cenários econômicos esperados pelo mercado econômico e financeiro.

Ainda o modelo de análise de *MVA* adotado neste trabalho é limitado à Lojas Renner e não explica questões em outras empresas e/ou segmentos do varejo.

4 RESULTADOS

4.1 APRESENTAÇÃO DAS PREMISSAS

As tabelas a seguir apresentam as premissas utilizadas pelas instituições financeiras selecionadas para elaboração das projeções das demonstrações financeiras da Lojas Renner. As informações demonstradas nas tabelas refletem as informações consolidada da Lojas Renner, isto é, Lojas Renner mais Camicado.

Tabela 1 – Premissas para projeções Itaú BBA.

	Projeções ITAÚ BBA			
	2012	2013	2014	2015
Número de Lojas	228	266	304	342
Lojas novas	-	38	38	38
Area de vendas (mil m²)	376	415	454	493
Receita Líquida p/ m² médio (R\$ mil)	10.105	10.668	11.259	12.117
Aumento das venda em mesas lojas (%)	9,6%	9,6%	8,5%	10,9%
WACC (%)	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Crescimento na perpetuidade (%)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Fonte: Adaptado pelo autor.

O Itaú BBA projetou para a Lojas Renner 38 lojas novas por ano, aumentando por consequência a área de vendas¹³. Ainda esta instituição projetou um crescimento em mesmas lojas de que vai de 9,6%¹⁴ em 2012 para 10,9% em 2015.

O custo médio ponderado de capital para os próximos anos foram estimados em 13,0%. O crescimento de para perpetuidade¹⁵ foi projetado em 3,0%.

¹³ Área de vendas refere-se ao espaço físico destinado às vitrines, caixas, provadores e área disponível para exposição das mercadorias.

¹⁴ Mesmas lojas é um conceito muito utilizado pelo mercado que mede o crescimento da receita líquida em percentual das lojas com mais de 13 meses de idade.

¹⁵ O percentual de perpetuidade foi utilizado para calcular o valor residual do EVA.

Tabela 2 – Premissas para projeções Barclays Capital.

	Projeções BARCLAYS CAPITAL			
	2012	2013	2014	2015
Número de Lojas	234	283	322	355
Lojas novas	-	49	39	33
Area de vendas (mil m²)	392	459	495	518
Receita Líquida p/ m² médio (R\$ mil)	8.734	8.558	9.025	9.392
Aumento das venda em mesas lojas (%)	5,8%	5,0%	5,0%	5,0%
WACC (%)	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Crescimento na perpetuidade (%)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

Fonte: Adaptado pelo autor.

A Barclays projetou um aumento de 121 novas lojas no total dos quatro anos. O crescimento em mesmas lojas projetado pela instituição foi de 5,8% para 2012 e de 5,0% para os próximos períodos.

O custo médio ponderado de capital estimado para os períodos em questão foi de 12,5% e um crescimento na perpetuidade de 4,0% ao ano.

4.2 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

A seguir são apresentadas as projeções das demonstrações financeiras, bem como o EVA e MVA da Lojas Renner S/A. Os valores das demonstrações estão em milhões de reais.

4.2.1 Demonstrativos de Resultados

Tabela 3 – Demonstrativo de Resultado Operacional Lojas Renner - Itaú.

(Em R\$ MM)

DRE	Projeções ITAÚ BBA			
	2012	2013	2014	2015
Receita Líquida Varejo	3.603	4.221	4.891	5.734
<i>% Crescimento s/ Ano Anterior</i>	<i>24,4%</i>	<i>17,2%</i>	<i>15,9%</i>	<i>17,2%</i>
(-) Custo das Vendas	(1.748)	(2.048)	(2.373)	(2.779)
(=) Lucro Bruto	1.855	2.173	2.518	2.955
<i>% Margem Bruta</i>	<i>51,5%</i>	<i>51,5%</i>	<i>51,5%</i>	<i>51,5%</i>
(-) SG&A	(1.339)	(1.556)	(1.788)	(2.046)
<i>% SG&A</i>	<i>-37,2%</i>	<i>-36,9%</i>	<i>-36,6%</i>	<i>-35,7%</i>
(+) Resultado Serviços Financeiros	166	228	244	255
(=) EBITDA	682	845	974	1.164
<i>% Margem EBITDA</i>	<i>18,9%</i>	<i>20,0%</i>	<i>19,9%</i>	<i>20,3%</i>
(-) Depreciação	(110)	(126)	(144)	(164)
(=) Resultado Operacional	572	719	830	1.000
<i>% Margem Operacional</i>	<i>15,9%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,4%</i>
(+/-) Outros Resultados	-	-	-	-
(+/-) Resultado Financeiro	12	11	19	25
(-) IRCSLL	(174)	(220)	(256)	(313)
(=) Lucro Líquido	410	510	593	712
<i>% Margem Líquida</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,4%</i>

Fonte: Adaptado pelo autor.

O Itaú projetou para Lojas Renner com base nas suas premissas um crescimento de vendas de mercadorias do varejo de 24,4% para 2012, 17,2% para 2013, 15,9% para 2014 e 17,2% para 2015.

Com relação à margem bruta resultado da divisão do lucro bruto pela receita líquida do varejo que mede a performance e eficiência na gestão dos estoques o Itaú não projetou nenhum ganho, mantendo a margem bruta em 51,5% para todos os períodos.

Já as despesas operacionais representadas pela linha de *SG&A*¹⁶ apresentam diluição em relação à receita líquida passando de -37,2% da receita líquida em 2012 para -35,7% em 2015.

O resultado de serviços financeiros que contempla a venda de produtos e serviços financeiros como, venda com encargos, empréstimos e seguros, apresenta crescimento de 34,9% no período de quatro anos.

A geração bruta de caixa representada pela linha do *EBITDA* resultado da soma do lucro bruto com o *SG&A*, mais o resultado de serviços financeiros, apresenta um aumento da margem *EBITDA* passando de 18,9% em 2012 para 20,3% em 2015.

As depreciações projetadas refletem o aumento dos investimentos para os próximos anos em lojas novas.

Após as depreciações foram projetadas também resultado financeiro e imposto de renda, gerando conseqüentemente o lucro líquido que apresentou aumento de margem líquida que passou de 11,4% em 2012 para 12,4% em 2015.

¹⁶ *SG&A* é uma sigla que significa Salling, General Administrative expense. Em português significa despesas

Tabela 4 – Demonstrativo de Resultado Operacional Lojas Renner - Barclays.

(Em R\$ MM)

DRE	Projeções BARCLAYS CAPITAL			
	2012	2013	2014	2015
Receita Líquida Varejo	3.423	3.931	4.469	4.866
<i>% Crescimento s/ Ano Anterior</i>	<i>18,2%</i>	<i>14,8%</i>	<i>13,7%</i>	<i>8,9%</i>
(-) Custo das Vendas	(1.646)	(1.887)	(2.144)	(2.335)
(=) Lucro Bruto	1.777	2.044	2.324	2.531
<i>% Margem Bruta</i>	<i>51,9%</i>	<i>52,0%</i>	<i>52,0%</i>	<i>52,0%</i>
(-) SG&A	(1.271)	(1.467)	(1.637)	(1.772)
<i>% SG&A</i>	<i>-37,1%</i>	<i>-37,3%</i>	<i>-36,6%</i>	<i>-36,4%</i>
(+) Resultado Serviços Financeiros	160	182	200	219
(=) EBITDA	666	759	887	978
<i>% Margem EBITDA</i>	<i>19,5%</i>	<i>19,3%</i>	<i>19,9%</i>	<i>20,1%</i>
(-) Depreciação	(116)	(116)	(116)	(116)
(=) Resultado Operacional	550	643	771	862
<i>% Margem Operacional</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,4%</i>	<i>17,3%</i>	<i>17,7%</i>
(+/-) Outros Resultados	(42)	(40)	16	16
(+/-) Resultado Financeiro	21	20	(8)	(8)
(-) IRCSLL	(148)	(175)	(218)	(244)
(=) Lucro Líquido	381	449	561	626
<i>% Margem Líquida</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,6%</i>	<i>12,9%</i>

Fonte: Adaptado pelo autor.

A Barclays apesar de projetar um número maior de lojas que o Itaú apresentou um crescimento da receita líquida com menor intensidade nos anos projetados de 18,2% em 2012, 14,8% em 2013, 13,7% em 2014 e 8,9% em 2015.

Já com relação à margem bruta a Barclays projetou um leve incremento de margem de 2012 para 2013 passando de 51,9% em 2012 para 52,0% de 2013 em diante.

As despesas operacionais representadas pela linha de SG&A apresentam diluição com relação à receita líquida passando de -37,1% em 2012 para -36,4% em 2015.

O resultado de serviços financeiros foi projetado com crescimento de 37,0% no total dos quatro períodos.

Por consequência das projeções feitas, a margem *EBITDA* apresentou leve incremento passando de 19,5% em 2012 para 20,1% em 2015.

Apesar do aumento projetado no número de lojas a Barclays não estimou aumento nas depreciações, mantendo a mesma em R\$116.000 milhões ao ano.

O lucro líquido resultou da soma dos outros resultados, resultado financeiro e imposto de renda. A margem líquida apresentou crescimento passando de 11,1% em 2012 para 12,9% em 2015.

Tabela 5 – Demonstrativo de Resultado Operacional Lojas Renner – Média entre Itaú e Barclays
(Em R\$ MM)

DRE	Média				
	2011	2012	2013	2014	2015
Receita Líquida Varejo	2.897	3.513	4.076	4.680	5.300
<i>% Crescimento s/ Ano Anterior</i>	<i>n/a</i>	<i>21,3%</i>	<i>16,0%</i>	<i>14,8%</i>	<i>13,3%</i>
(-) Custo das Vendas	(1.375)	(1.697)	(1.967)	(2.259)	(2.557)
(=) Lucro Bruto	1.521	1.816	2.108	2.421	2.743
<i>% Margem Bruta</i>	<i>52,5%</i>	<i>51,7%</i>	<i>51,7%</i>	<i>51,7%</i>	<i>51,8%</i>
(-) SG&A	(1.054)	(1.305)	(1.511)	(1.712)	(1.909)
<i>% SG&A</i>	<i>-36,4%</i>	<i>-37,1%</i>	<i>-37,1%</i>	<i>-36,6%</i>	<i>-36,0%</i>
(+) Resultado Serviços Financeiros	125	163	205	222	237
(=) EBITDA	593	674	802	931	1.071
<i>% Margem EBITDA</i>	<i>20,5%</i>	<i>19,2%</i>	<i>19,7%</i>	<i>19,9%</i>	<i>20,2%</i>
(-) Depreciação	(98)	(113)	(121)	(130)	(140)
(=) Resultado Operacional	495	561	681	801	931
<i>% Margem Operacional</i>	<i>17,1%</i>	<i>16,0%</i>	<i>16,7%</i>	<i>17,1%</i>	<i>17,6%</i>
(+/-) Outros Resultados	(19)	(21)	(20)	8	8
(+/-) Resultado Financeiro	3	17	16	6	9
(-) IRC/SLL	(142)	(161)	(197)	(237)	(278)
(=) Lucro Líquido	337	395	479	577	669
<i>% Margem Líquida</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,8%</i>	<i>12,3%</i>	<i>12,6%</i>

Fonte: Elaborado pelo autor.

A média dos resultados das duas instituições financeiras apresentou crescimento da receita líquida do varejo de 21,3% em 2012, 16,0% em 2013, 14,8% em 2014 e 13,3% em 2015.

A margem bruta apresentou aumento somente no último período passando de 51,7% em 2012 para 51,8% em 2015.

As despesas operacionais apresentaram diluição em relação à receita líquida passando de -37,1% em 2012 para -36,0% em 2015.

O resultado de serviços financeiros apresentou crescimento de 45,5% no período de 2012 a 2015.

O *EBITDA* na média dos resultados apresentou uma margem *EBITDA* passando de 19,2% em 2012 para 20,2% em 2015.

As depreciações por sua vez na média apresentaram aumento em razão das projeções do Itaú que estimou aumento das depreciações em função do aumento no número de lojas.

Por fim, o lucro líquido na média apresentou um aumento da margem líquida passando de 11,3% em 2012 para 12,6% em 2015.

4.2.2 Balanço Patrimonial

Os balanços patrimoniais resultaram de premissas adotadas pelas instituições financeiras. O balanço patrimonial médio foi calculado por meio de média aritmética simples entre os balanços estimados pelas duas instituições, as quais foram utilizadas para calcular o capital operacional médio.

Tabela 6 – Balanço Patrimonial Lojas Renner - Itaú.

(Em R\$ MM)

BP	Projeções ITAÚ BBA			
	2012	2013	2014	2015
Ativo Circulante	1.962	2.286	2.683	3.132
Caixa	259	301	401	469
Clientes	1.223	1.425	1.636	1.906
Estoques	410	478	554	649
Outros	70	82	92	108
Ativo Não Circulante	1.088	1.183	1.272	1.352
Total ATIVO	3.050	3.469	3.955	4.484
Passivo Circulante	1.229	1.393	1.578	1.805
Fornecedores	485	571	666	783
Outras Obrigações	638	717	798	899
Empréstimos	106	105	114	123
Passivo Não Circulante	421	421	421	421
Outras Obrigações	421	421	421	421
Empréstimos	-	-	-	-
Patrimônio Líquido	1.400	1.655	1.956	2.258
Total PASSIVO + PL	3.050	3.469	3.955	4.484

Fonte: Adaptado pelo autor.

Tabela 7 – Balanço Patrimonial Lojas Renner - Barclays.

(Em R\$ MM)

BP	Projeções BARCLAYS CAPITAL			
	2012	2013	2014	2015
Ativo Circulante	2.181	2.624	2.967	3.524
Caixa	744	808	1.140	1.316
Clientes	1.124	1.253	1.396	1.554
Estoques	256	499	359	575
Outros	56	64	73	79
Ativo Não Circulante	1.110	1.273	1.438	1.590
Total ATIVO	3.291	3.896	4.406	5.114
Passivo Circulante	1.108	1.382	1.439	1.661
Fornecedores	373	547	499	640
Outras Obrigações	694	794	899	980
Empréstimos	41	41	41	41
Passivo Não Circulante	887	1.010	1.141	1.241
Outras Obrigações	862	986	1.117	1.217
Empréstimos	24	24	24	24
Patrimônio Líquido	1.296	1.505	1.826	2.212
Total PASSIVO + PL	3.291	3.896	4.406	5.114

Fonte: Adaptado pelo autor.

Tabela 8 – Balanço Patrimonial Lojas Renner - Média entre Itaú e Barclays.

(Em R\$ MM)

BP	Média				
	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo Circulante	2.036	2.071	2.455	2.825	3.328
Caixa	578	502	554	771	892
Clientes	1.006	1.174	1.339	1.516	1.730
Estoques	403	333	488	456	612
Outros	48	63	73	82	94
Ativo Não Circulante	948	1.099	1.228	1.355	1.471
Total ATIVO	2.984	3.170	3.683	4.180	4.799
Passivo Circulante	1.066	1.169	1.387	1.509	1.733
Fornecedores	430	429	559	582	712
Outras Obrigações	595	666	755	849	939
Empréstimos	41	74	73	78	82
Passivo Não Circulante	763	654	716	781	831
Outras Obrigações	441	642	703	769	819
Empréstimos	322	12	12	12	12
Patrimônio Líquido	1.155	1.348	1.580	1.891	2.235
Total PASSIVO + PL	2.984	3.170	3.683	4.180	4.799

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.2.3 Fluxo de Caixa

A última demonstração financeira apresentada foi o Fluxo de Caixa que deriva do Resultado Operacional e Balanço Patrimonial.

Tabela 9 – Fluxo de Caixa Lojas Renner - Itaú.

<i>(Em R\$ MM)</i> FLUXO DE CAIXA	Projeções ITAÚ BBA			
	2012	2013	2014	2015
(+) EBITDA		845	974	1.164
(-) IR/Outros		(209)	(237)	(288)
(=) Fluxo Operacional		636	737	876
(+/-) Variação Capital de Giro		(117)	(121)	(163)
(-) Capex		(221)	(233)	(244)
(=) Fluxo de Caixa Livre		298	383	469
(+) Variações do Endividamento		(1)	9	9
(+) Variações do PL		(255)	(292)	(410)
(=) Fluxo de Caixa Final		42	100	68
Saldo Inicial de Caixa		259	301	401
Saldo Final de Caixa		301	401	469
Variação		42	100	68

Fonte: Adaptado pelo autor.

Tabela 10 – Fluxo de Caixa Lojas Renner - Barclays.

<i>(Em R\$ MM)</i> FLUXO DE CAIXA	Projeções BARCLAYS CAPITAL			
	2012	2013	2014	2015
(+) EBITDA		759	887	978
(-) IR/Outros		(194)	(210)	(236)
(=) Fluxo Operacional		565	677	742
(+/-) Variação Capital de Giro		17	177	(59)
(-) Capex		(278)	(282)	(267)
(=) Fluxo de Caixa Livre		303	573	416
(+) Variações do Endividamento		-	-	-
(+) Variações do PL		(240)	(240)	(240)
(=) Fluxo de Caixa Final		63	333	176
Saldo Inicial de Caixa		744	808	1.140
Saldo Final de Caixa		808	1.140	1.316
Variação		63	333	176

Fonte: Adaptado pelo autor.

Tabela 11 – Fluxo de Caixa Lojas Renner – Média entre Itaú e Barclays.

(Em R\$ MM)

FLUXO DE CAIXA	2011	2012	Média 2013	2014	2015
(+) EBITDA		674	802	931	1.071
(-) IR/Outros		(166)	(202)	(224)	(262)
(=) Fluxo Operacional		508	600	707	809
(+/-) Variação Capital de Giro		159	(50)	28	(111)
(-) Capex		(264)	(250)	(257)	(256)
(=) Fluxo de Caixa Livre		403	301	478	442
(+) Variações do Endividamento		(278)	(0)	5	5
(+) Variações do PL		(202)	(248)	(266)	(325)
(=) Fluxo de Caixa Final		(77)	53	216	122
Saldo Inicial de Caixa		578	502	554	771
Saldo Final de Caixa	578	502	554	771	892
Variação		(77)	53	216	122

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.3 CÁLCULO DO MVA

Com base nas médias do resultado operacional e balanço patrimonial projetados pelas duas instituições para as Lojas Renner foi possível calcular o *NOPAT*, capital operacional médio, *EVA* e *MVA*.

Tabela 12 – *MVA* da Lojas Renner.

(Em R\$ MM)

	Média			
	2012	2013	2014	2015
NOPAT	395	479	577	669
Capital Operacional Médio	1.251	1.464	1.735	2.063
% CMPC	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
% Perpetuidade	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
(-) Custo de Oportunidade	(160)	(187)	(221)	(263)
(=) EVA	236	293	356	406
Valor Residual EVA				4.391
EVA + Valor Residual	236	293	356	4.797
Valor Presente	209	230	248	2.968
MVA				3.656
Capital Investido (a)				2.235
Valor de Mercado (dez/2011) (b)				5.946
Valor agregado de mercado (a-b)				3.711

(a) Capital Social e endividamento.

(b) 122.821 milhões de ações multiplicado pelo valor da ação em 31/12/11 de R\$48,41.

Fonte: Elaborado pelo autor.

O *NOPAT* foi calculado com base no lucro líquido médio. Não foi ajustada nenhuma despesa financeira no lucro líquido, pois foi considerado que os empréstimos estimados no balanço patrimonial se referem a financiamento operacional e não estrutural.

O capital operacional médio foi calculado com base no balanço patrimonial médio que resulta do total do ativo menos o passivo circulante e o passivo não circulante. Apurado o valor do capital operacional médio foi possível calcular o custo de capital resultado da multiplicação do CMPC vezes o capital operacional médio.

Após ter calculado o capital operacional médio e o custo de capital para todos os períodos projetados foi possível calcular o *EVA* para os quatro anos analisados. O *EVA* resulta da soma do *NOPAT* menos o custo de capital. O *EVA* foi crescente em todos os períodos calculado passando de R\$236 milhões em 2012 para R\$406 milhões em 2015.

Depois de calcular o *EVA* foi estimado o *EVA* residual calculado com base no último resultado de *EVA*, neste caso R\$406 milhões e dividido pela diferença das taxas do CMPC menos a perpetuidade, neste caso 9,3%. Isto é, perpetuou-se um *EVA* crescente a uma taxa de 9,3% ao ano. O valor de *EVA* residual foi somando com o valor do *EVA* do ano de 2015.

Após calcular o residual, o *EVA* de cada período foi trazido a valor presente, valor resultante da divisão do *EVA* pelo CMPC de 12,8% elevado pelo número de períodos em questão. A soma dos *EVA* a valor presente dos quatro períodos resultou no *MVA*, que neste caso foi de R\$3.656 bilhões.

Comparando com o valor das ações em 31 de dezembro de 2011 vezes o número de ações se obtêm o valor de mercado da Lojas Renner estimado naquela data em R\$5.946 bilhões. Reduzindo este valor do capital investido no último período neste caso 2015, se obteve o valor de mercado agregado no valor de R\$3.711 bilhões.

É importante reparar que os dois métodos apresentaram valores praticamente iguais para o Valor Agregado de Mercado da Lojas Renner.

Ainda é importante considerar que as projeções de resultado das instituições estão atreladas a um crescimento no número de lojas e no aumento das vendas em mesmas lojas acima do crescimento do PIB. Também não apresentaram ganhos de margem bruta em função do novo centro de distribuição que está em construção no estado do Rio de Janeiro. Além disso, foi considerado nas projeções diluição das despesas operacionais e não foi contemplado na projeção da Barclays um aumento da depreciação em função do maior número de lojas.

4.4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Analisando a média das duas instituições percebe-se que as expectativas de ambas são muito parecidas. Assim, considerando que o custo médio ponderado de capital estimado é de 12,8% pode-se observar que nos quatro períodos é esperada a geração de *EVA* e estes são crescentes. Trazendo o *EVA* projetado de cada ano a valor presente pelo mesmo custo médio ponderado de capital se obteve o *MVA* que neste caso é de R\$3.656 bilhões. Ou seja, a expectativa de mercado é que a Lojas Renner gere de valor agregado para o acionista R\$3.656 bilhões adicionais aos valores investidos por eles.

Considerando ainda o valor das ações em 31 de dezembro de 2012 que foi de R\$48,41 multiplicado pelo número de ações, neste caso 122.821 milhões ações menos o capital investido no período de 2015 projetado em R\$2.235 bilhões se percebe um valor agregado de mercado em linha com o *MVA*. Neste caso, o valor das ações em 31 de dezembro de 2012 já está no seu preço alvo. Desta forma, recomenda-se vender as ações, pois o valor destas já está no seu preço justo, ou seja, dificilmente as ações teriam valorização acima do preço de R\$48,41.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho buscou trazer o conceito utilizado por algumas empresas chamado *EVA* e *MVA*. Fica claro que o *EVA* não é apenas uma medida de desempenho, mas também uma forma de gerar valor para os acionistas, assim como para toda a empresa. É interessante perceber que esta medida pode ser acompanhada por diferentes áreas e unidades de negócio, diferentemente de outras medidas de desempenho, as quais ficam presas ao resultado consolidado, ou em alguns casos não podem ser medidos por departamento, divisão, ou unidade de negócio.

Os cálculos demonstraram que a Lojas Renner gerou valor nos quatro anos projetados e com isso está agregando valor de mercado para o acionista, porém um valor já esperado pelas instituições financeiras, uma vez que o preço das ações em 31 de dezembro de 2011 já estava no seu preço alvo. Desta forma, objetivo geral deste trabalho foi atendido, uma vez que foi apresentado o valor agregado de mercado calculado com base nas expectativas dos agentes financeiros. Além deste, os objetivos específicos, os quais eram pré-requisitos para a obtenção do objetivo geral, também foram apresentados e analisados.

Uma vez adotado esta medida na empresa os executivos e gestores passam a monitorá-lo e a partir dos resultados obtidos estes tomam decisões objetivando a maior geração de riqueza. Isto é, gerar mais riqueza não significa que para um determinado período este não possa ser, em valores absolutos, menor do que o período anterior. Isso pode acontecer em situações onde a empresa vive um cenário macroeconômico em crise, ou em um setor da economia com dificuldades.

Além disso, o *EVA* tem como característica fazer com que todos os colaboradores de uma empresa busquem o mesmo objetivo. Desta forma, empresas que pagam participações e bônus para seus funcionários, correm menos riscos de ter uma gestão focada em objetivos que favorecem apenas o benefício próprio.

Com base nisso a gestão da empresa passa a focar a geração de maiores ganhos. Porém estes maiores ganhos podem gerar maiores alocações de recursos em capital de giro e conseqüentemente gera um retorno menor para o acionista. É neste ponto que a o executivo financeiro precisa trabalhar juntamente com os demais executivos e gestores a geração de

resultado com menor custo e capital possível. Além dos custos operacionais deve-se buscar também o menor custo de capital, no intuito de gerar o maior *EVA* possível.

É nesse contexto que a Lojas Renner encontra-se, em um cenário macroeconômico incerto, e com um nível de investimento alto em função da forte expansão na rede de lojas e estruturação da Companhia.

A empresa em questão apresentou ao longo dos anos muitas mudanças, as quais fizeram dela uma das maiores rede de loja de vestuário por departamento do Brasil.

Após a abertura de capital em 2005 a empresa aumentou sua expansão de lojas para outras regiões do Brasil e em 2011 pela primeira vez foram inauguradas 30 novas lojas em apenas um ano. Além disso, a empresa adquiriu a Camicado, iniciou um projeto com lojas especializadas em moda jovem e ainda investe na construção em um novo centro de distribuição. Além disso, as expectativas da empresa para o ano de 2012 são de mais 30 lojas novas da Renner e mais 6 lojas novas da Camicado.

Para aperfeiçoar o modelo é necessário utilizar informações mais recentes da empresa, considerando número de lojas a serem abertas com base no planejamento estratégico, aumentos de margem bruta em razão dos ganhos de eficiência na gestão dos estoques, emissão de dívidas (debentures), entre outros.

Além disso, é necessário avaliar outros *players* de mercado como, por exemplo, Hering, Marisa e Guararpes, empresas concorrentes e que atuam no mesmo segmento em que a Lojas Renner está inserida e verificar se as mesmas apresentam *EVA* e *MVA* acima do projetado para a Lojas Renner.

REFERÊNCIAS

COSTA, Guilherme; COSTA, Rodolfo; ALVIM, Marcelo. **Valuation: manual de avaliação e reestruturação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2010.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

EHRBAR, Al. EVA: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

HISTÓRIA da Lojas Renner. 2012. Disponível em:
<<http://lojavirtual.lojasrenner.com.br/default2.aspx?page=/renner/conteudo/index.action?tela=I>>. Acesso em 01 jul. 2012.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Controladoria Básica**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2004.

PROSPECTO preliminar de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias de emissão da Lojas Renner S/A, Porto Alegre, 2005.

PROSPECTO definitivo de distribuição pública de quotas sênior da primeira emissão do **Fundo de Investimento em Direitos Creditórios da Lojas Renner S/A**, Porto Alegre, 2010.

RELATÓRIO da administração. **Jornal do Comércio**, Porto Alegre, 2º caderno, 09 fev. 2012. Brasil, p. 3.

YIN, Robert K.; **Estudo de Caso: planejamento e métodos**. Porto Alegre: Bookman, 2010.