

**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO – CAMPUS TRÊS  
RIOS  
CURSO BACHAREL EM ADMINISTRAÇÃO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS E SOCIAIS**

Victor Augusto Gadelha de Souza Martins

**VALUATION: ESTUDO DE CASO VIA VAREJO S.A.**

Três Rios – RJ  
2020



**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS E SOCIAIS  
CURSO BACHAREL EM ADMINISTRAÇÃO**

**VALUATION: ESTUDO DE CASO VIA VAREJO S.A.**

**Victor Augusto Gadelha de Souza Martins**

Trabalho de Graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas e Sociais, da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Instituto Três Rios, como parte dos requisitos para obtenção do título de Bacharel em Administração.

Área de Concentração: Administração Financeira.

Orientador (a): Professora Tatiana Ladeira Vidal.

Três Rios – RJ  
2020

Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro  
Biblioteca Central / Seção de Processamento Técnico

Ficha catalográfica elaborada  
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

Gv

GADELHA DE SOUZA MARTINS , VICTOR AUGUSTO , 1993-  
VALUATION: ESTUDO DE CASO VIA VAREJO S.A. / VICTOR  
AUGUSTO GADELHA DE SOUZA MARTINS . - TRÊS RIOS, 2020.  
43 f.

Orientador: TATIANA LADEIRA VIDAL . Trabalho de  
conclusão de curso(Graduação). -- Universidade Federal  
Rural do Rio de Janeiro, ADMINISTRAÇÃO , 2020.

1. Administração Financeira. 2. Fluxo de Caixa  
Descontado. 3. Valuation. 4. EBITDA. 5. Via Varejo.  
I. LADEIRA VIDAL , TATIANA, 1985-, orient. II  
Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro.  
ADMINISTRAÇÃO III. Título.



CADASTRO Nº 119 / 2020 - DeptCAdmS (12.28.01.00.00.00.16)

Nº do Protocolo: 23083.062874/2020-35

Seropédica-RJ, 27 de novembro de 2020.



UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO TRÊS RIOS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS E SOCIAIS (DCAS)

**Valuation: estudo de caso Via Varejo S.A.  
Victor Augusto Gadelha de Souza Martins**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como pré-requisito parcial para obtenção do título de bacharel em Administração, Instituto Três Rios da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro.

Aprovada em 26/11/2020

Banca examinadora:

*(Assinado digitalmente em 27/11/2020 19:56 )*  
MANOEL FRANCISCO DE SOUZA PEREIRA  
PROFESSOR DO MAGISTERIO SUPERIOR  
DeptCEE (12.28.01.00.00.00.17)  
Matrícula: 1010305

*(Assinado digitalmente em 30/11/2020 20:22 )*  
MARCIO DE LIMA DUSI  
PROFESSOR DO MAGISTERIO SUPERIOR  
DeptCAdmS (12.28.01.00.00.00.16)  
Matrícula: 1735014

*(Assinado digitalmente em 27/11/2020 19:15 )*  
TATIANA LADEIRA VIDAL  
PROFESSOR DO MAGISTERIO SUPERIOR  
CoordCGAdm/ITR (12.28.01.00.00.00.12)  
Matrícula: 1197426

Para verificar a autenticidade deste documento entre em <https://sipac.ufrrj.br/public/documentos/index.jsp> informando seu número: **119**, ano: **2020**, tipo: **CADASTRO**, data de emissão: **27/11/2020** e o código de verificação: **8973da78c6**

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço aos meus pais pelo apoio incondicional nessa etapa da vida. Sempre estiveram do meu lado mesmo quando duvidaram de algumas decisões que tive que tomar. Também a toda a minha família por toda paciência que tiveram, contribuindo para que eu pudesse ter um caminho mais fácil e prazeroso durante esses anos. Aos amigos que me apoiaram e estiveram comigo em todo esse processo.

Agradeço a minha orientadora Tatiana Vidal pela sensibilidade que teve ao perceber que eu não estava à vontade com o primeiro projeto de pesquisa e a sua enorme calma ao me orientar e entender minhas dificuldades. As novas amizades conquistadas que fizeram a graduação uma experiência única e agradável. A todos que cruzaram o meu caminho e de alguma forma proporcionaram algum aprendizado.

## RESUMO

O presente trabalho, tem como objetivo calcular o valor esperado da empresa Via Varejo S.A, listada na bolsa de valores do Brasil, B3, pelo código VVAR3, por meio do Valuation, utilizando a técnica de Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Os dados contábeis foram retirados das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), fornecidos no site Fundamentus, com período de 2015 a 2019. Em seguida, foram realizadas projeções para os próximos três anos, com base no desempenho passado da firma. De acordo com as premissas adotadas para o cálculo do Valuation, acredita-se que a empresa possui um bom potencial de geração de EBITDA futuro, ou seja, no longo prazo suas atividades operacionais mostram uma boa capacidade de geração de caixa do negócio, pois indica quanto dinheiro é gerada pelos ativos operacionais nos próximos 3 anos.

**Palavras-chave:** Fluxo de Caixa Descontado. Valuation. EBITDA. Via Varejo.

## **Abstract**

This work aims to calculate the expected value of the company Via Varejo S.A, listed on the Brazilian stock exchange, B3, under the code VVAR3, through Valuation, using the Discounted Cash Flow (FCD) technique. The accounting data were taken from the Standardized Financial Statements (DFP), provided on the Fundamentus website, with the period from 2015 to 2019. Then, projections were made for the next three years, based on the firm's past performance. According to the assumptions adopted for the calculation of the Valuation, it is believed that the company has a good potential for generating future EBITDA, that is, in the long term, its operating activities show a good capacity for generating business cash, as it indicates how much money is generated by operating assets in the next 3 years.

**Key words:** Discounted Cash Flow. Valuation. EBITDA. Via Varejo.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 01: Estrutura do Fluxo de Caixa do Acionista.....	21
Quadro 02: Custo de Capital Total Estimado – Via Varejo.....	31
Quadro 03: Fluxo de Caixa Livre da Via Varejo .....	34
Quadro 04: Valor do Lote de Ações Via Varejo.....	34

## LISTA DE FIGURAS

Figura 01: Centro de Distribuição Via Varejo em Jundiaí/SP .....	28
Figura 02: Via Varejo em números.....	29
Figura 03: Ciclo Operacional e de Caixa.....	32

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	11
1.1 Justificativa .....	12
1.2 Objetivos .....	13
1.2.1 Objetivo geral.....	13
1.2.2 Objetivos específicos.....	13
2. METODOLOGIA.....	14
3. REFERENCIAL TEÓRICO .....	16
3.1 Avaliação por múltiplos .....	16
3.2 Avaliação por opções reais .....	18
3.3 Avaliação por fluxo de caixa .....	20
3.3.1 Fluxo de Caixa para o Acionista (FCA) ou Fluxo de Caixa do Capital Próprio (FCCP).....	20
3.3.2 Fluxo de Caixa Descontado (FCD) ou Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCLF) .....	22
3.4 Premissas .....	23
3.4.1 Taxa de Desconto do Capital Próprio .....	23
3.4.2 Taxa de Desconto da Empresa .....	25
4. DESENVOLVIMENTO/ESTUDO DE CASO.....	27
4.1 Breve Histórico Via Varejo .....	27
4.2 Projeções do custo de capital próprio (CAPM) .....	30
4.3 Projeções do custo de capital total .....	31
4.4 Projeções do fluxo de caixa .....	31
4.4.1 Capital de Giro.....	31
4.4.2 Capital Expenditures (CAPEX) .....	32
4.4.3 Imposto de Renda .....	33
4.4.4 Receita e Resultado Operacional .....	33
4.4.5 Projeção do Fluxo de Caixa Livre e Avaliação Final.....	33
5. CONCLUSÃO .....	35
REFERÊNCIAS .....	38
Anexo A.....	42
Anexo B.....	43

## 1 INTRODUÇÃO

Com o cenário econômico cada vez mais dinâmico, administradores estão focados no desenvolvimento de ferramentas que permitam avaliar uma empresa, despertando interesse não somente dos acionistas como também de todos os *stakeholders*. É nessas circunstâncias que se consolida a relevância por estudos científicos que busquem responder: Quanto vale uma empresa?

Trata-se de um questionamento complexo visto que existem diversas ferramentas de avaliação que, de acordo com as proposições iniciais e sua aplicabilidade, revelam-se mais adequadas em respeito a qualidade das informações disponíveis, podendo ser aplicadas em conjunto ou separadamente.

Damodaran (2007) afirma que um investimento sólido é aquele em que o investidor não pague por um ativo mais do que ele vale. Logo, o processo de avaliar empresas (*valuation*), e seus métodos, possui como objetivo principal estimar o valor justo de um negócio, de maneira a auxiliar uma tomada de decisão mais assertiva, além de funcionarem como referência no oferecimento de suporte à criação de estratégias organizacionais.

A avaliação também permite explorar pontos fortes e fracos das organizações e, a partir dos resultados obtidos, é possível montar planos estratégicos para o futuro, visando à longevidade do negócio e se faz útil em diversas outras tarefas, tais como: no processo de *Initial Public Offering (IPO)*, ou seja, no momento em que empresas decidem abrir o seu capital e precisam definir o preço das ações para fazer uma oferta inicial no mercado, captação de recursos (investidores e bancos), compra e venda de empresas, liquidações de empreendimento, rompimento de sociedades, fusões, entre outros.

Os objetivos das partes avaliadoras são fatores que motivam a escolha das técnicas mais apropriadas para determinado caso. Por exemplo, o *valuation* de liquidação é usado amplamente em situações em que as empresas estão sendo fechadas, diferentemente do modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FDC), utilizado em análise de investimentos de orçamento de capital.

Uma avaliação da empresa, independentemente do método escolhido, é um processo em que os elementos reais da empresa são medidos, bem como sua posição competitiva em seu setor e suas expectativas financeiras futuras.

### **1.1 Justificativa**

Proprietários de empresas e partes interessadas precisam de avaliações justas e honestas. A avaliação é alcançada observando a relação entre o fluxo de caixa que uma empresa pode gerar e o risco do investimento. A avaliação é basicamente um valor sintetizado atual que representa o que a empresa pode ganhar ao longo da vida com as decisões que tomou até o momento. Mas a avaliação não implica lucratividade ou sucesso futuro.

Encontrar o valor certo para o negócio é essencial para seu futuro, principalmente se houver a intenção de aumentar o capital, mesclar, alienar ou vender, qualquer investidor em potencial precisará de uma imagem clara do que esperar antes de decidir investir.

Escolheu-se para o desenvolvimento do trabalho a empresa Via Varejo S.A. baseando-se na premissa que o comércio varejista é destaque no cenário econômico brasileiro. De acordo com ranking da Ibevar<sup>1</sup> (2019), as 120 maiores empresas do varejo faturaram juntas, em 2018, R\$ 345 bilhões, o que corresponde a 29,5% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro. Dessas, 100 empresas detêm 27% das vendas no varejo. (IBEVAR, 2019).

Ainda de acordo com a Ibevar (2019), a Via Varejo ficou em terceiro lugar no Ranking de Faturamento (R\$ 30,5 bilhões) dentre a lista das 10 empresas varejistas que mais faturaram no Brasil no ano de 2018 e pela influência do setor no PIB nacional.

No trabalho apresentado, será utilizada a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), sendo esse um dos principais métodos utilizados por especialistas para avaliação de empresas. Segundo 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”. A fundamentação

---

<sup>1</sup> Instituto Brasileiro de Executivos de Varejo e Mercado de Consumo.

teórica desse método baseia-se na ideia de geração de caixa futuro descontado a uma taxa para determinar o valor presente de uma organização ou ativo. Seguindo a mesma linha de raciocínio, para Damodaran (2007), a avaliação pelo fluxo de caixa descontado, parte da premissa de que o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa previstos para o ativo. Ou seja, o método projeta fluxos de caixa a partir de uma série de dados históricos financeiros, trazendo-os a valor presente mediante uma taxa de desconto que justifique o risco envolvido, além de considerar o capital necessário para remunerar os acionistas e o pagamento das obrigações com terceiros.

Por ser um método que trabalha com expectativas futuras, a aplicação do *valuation* deve ter como princípio premissas fortes e consistentes que diminuam os *gaps* entre o futuro e o presente, por exemplo: a determinação do tempo de projeção, os critérios para projetar os gastos de capital, lucro operacional, a taxa de perpetuidade, entre outros.

Neste trabalho será feito um estudo de caso da empresa Via Varejo S.A com o objetivo de mensurar o valor justo da empresa a partir do método FCD. A partir do resultado, será feita uma análise comparativa do valor obtido com o preço de mercado, recomendando-se ou não o investimento em ações da empresa.

## **1.2 Objetivos**

### 1.2.1 Objetivo Geral

Calcular o valor esperado da empresa Via Varejo S.A., através do método de fluxo de caixa descontado.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

- Inferir premissas consistentes sobre variáveis financeiras e econômicas que influenciam o fluxo de caixa da empresa;
- Comparar o valor encontrado pelo *valuation* com o valor de mercado da empresa analisada e fazer considerações sobre a indicação de investimentos em ações da empresa.

## 2 METODOLOGIA

A metodologia utilizada nesse trabalho é de natureza aplicada, de abordagem quantitativa e explicativa e ainda contendo pesquisa de material descritivo. Em relação aos procedimentos técnicos, é um estudo de caso que será realizado com pesquisas bibliográficas e documentais.

O método quantitativo é utilizado quando se trabalha com números e técnicas estatísticas. Essa técnica de pesquisa também pode ser usada quando o objetivo é determinar o perfil de um grupo de pessoas, baseando-se em características comuns a elas. Também utilizada para medir o tamanho e a importância de segmentos de mercado, estimar o potencial ou volume de um negócio. De acordo com Fonseca (2002, p. 20):

Os resultados da pesquisa quantitativa podem ser quantificados. Como as amostras geralmente são grandes e consideradas representativas da população, os resultados são tomados como se constituíssem um retrato real de toda a população alvo da pesquisa. A pesquisa quantitativa se centra na objetividade. [...] A pesquisa quantitativa recorre à linguagem matemática para descrever as causas de um fenômeno, as relações entre variáveis, etc.

Para a realização da pesquisa, trabalhou-se com as técnicas de pesquisa bibliográfica e pesquisa documental. Segundo Alyrio (2009), o intuito de uma pesquisa bibliográfica é de investigar o assunto em que está sendo falado. Para o autor, ela precede o reconhecimento do problema ou do questionamento que funcionará como delimitador do tema de estudo. Isso quer dizer que, antes mesmo de delimitar o objeto de estudo, já pode e deve ler sobre o assunto, o que pode, inclusive, ajudar nessa delimitação.

Conforme Gil (2002, p. 62-63), a pesquisa documental apresenta algumas vantagens por ser “fonte rica e estável de dados”: não implica altos custos, não exige contato com os sujeitos da pesquisa e possibilita uma leitura aprofundada das fontes. Ainda segundo o autor ela é semelhante à pesquisa bibliográfica, e o que a diferencia é a natureza das fontes, sendo material que ainda não recebeu tratamento analítico, ou que ainda pode ser reelaborado de acordo com os objetivos da pesquisa.

O estudo de caso refere-se à empresa Via Varejo. Conforme Yin (2001, p. 32):

Um estudo de caso é uma investigação empírica que: investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos; enfrenta uma situação tecnicamente única em que haverá muito mais variáveis de interesse do que pontos de dados; baseia-se em várias fontes de evidências; e, como outro resultado; e beneficia-se do desenvolvimento prévio de proposições teóricas para conduzir a coleta e análise de dados.

A análise financeira da empresa Via Varejo constituirá a parte documental da pesquisa que será feito através dos demonstrativos contábeis, extraídos do site Fundamentus, e histórico de cotações da Bolsa de Valores Brasileira (B3) extraídas do site ADVFN, além da apresentação de estudos e reportagens sobre a empresa e os dados divulgados ao mercado e aos acionistas.

O trabalho é composto por quatro partes: A primeira trata a parte fundamental do trabalho como o tema, objetivo e a metodologia da pesquisa. Na segunda parte será apresentado o referencial teórico sobre os métodos de avaliação de empresas, conceitos, premissas e cálculos, dando ênfase ao fluxo de caixa descontado. A terceira parte encerra a descrição da empresa analisada, o levantamento de premissas e a efetiva aplicação do modelo de fluxo de caixa descontado. Na última parte, serão apresentadas as conclusões do trabalho.

### 3 REFERENCIAL TEÓRICO

Apesar de existirem diversos conceitos e técnicas para avaliar empresas, o valor de um ativo só pode ser definido de fato pelas transações ocorridas em um mercado, as quais possuem características circunstanciais que influenciam no preço a ser pago. Devido a esses fatos, o estudo de *Valuation* se mostra de suma importância por ter o objetivo de mensurar o valor de uma empresa de forma justa e auxiliar na tomada de decisões (SANTOS, 2015).

Embora o objetivo principal da avaliação de negócios seja preparar uma empresa para venda, existem muitos propósitos e as técnicas variam em função do objetivo da organização. Existem diversas razões que justificam um processo de avaliação. Martins et al (2001) cita algumas delas:

- Compra e venda de negócios;
- Fusão, cisão e incorporação de empresas;
- Dissolução de sociedades;
- Liquidação de empreendimentos; e
- Avaliação da habilidade dos gestores de geração de riqueza para os acionistas.

Na sequência, serão abordadas as técnicas de avaliação de empresas mais utilizadas.

#### 3.1 Avaliação por Múltiplos

Segundo Damodaran (2002), o objetivo da análise por múltiplos é avaliar um ativo com base na forma como ativos similares são precificados pelo mercado. Isso significa que potenciais investidores em uma ação estimam seu valor verificando a precificação de ações similares. Outro ponto importante é que a avaliação por múltiplos é uma ferramenta útil para avaliar se as ações de uma empresa estão caras ou baratas frente às ações de outras empresas, permitindo, portanto, estabelecer um preço justo através desta comparação.

O uso de múltiplos ajuda a fazer julgamentos sólidos para analistas e empresas. Isso é especialmente verdade quando múltiplos são usados

adequadamente porque fornecem informações valiosas sobre o *status* financeiro de uma empresa. Além disso, os múltiplos são relevantes porque giram em torno das principais estatísticas relacionadas às decisões de investimento. O maior ponto forte dos múltiplos é a facilidade de elaboração desse tipo de avaliação devido a simplicidade do cálculo. No entanto, a análise deve ser criteriosa uma vez que pode resultar em estimativas errôneas de valor ao ignorar variáveis como risco, crescimento ou potencial de fluxo de caixa (DAMODARAN, 2007).

Conforme Lima (2015), os principais indicadores utilizados são:

- a) Valor de mercado/lucro líquido, conhecido também como Índice Preço/Lucro (P/L);
- b) Valor de mercado/patrimônio líquido, ou preço/valor contábil (P/PL);
- c) Valor de mercado/vendas, ou índice preço/vendas (P/V);
- d) Valor da empresa/EBITDA (EV/EBITDA).

O índice valor de mercado/lucro líquido, ou índice Preço/Lucro (P/L) é muito usado para avaliar a maneira como os proprietários enxergam os preços das ações, ou seja, ele mede o montante que os investidores estão dispostos a pagar por unidade monetária de lucro de uma empresa. O nível desse índice indica ainda o grau de confiança que os investidores depositam no desempenho futuro da empresa. Quanto maior o índice, maior a confiança. Trata-se de um modelo simples que compara o preço de uma ação corrente dividido pelo lucro contábil da empresa em determinado exercício (GITMAN, 2010; REILLY; BROWN, 2003).

Tal indicador é expresso pela divisão do preço de mercado da ação obtido junto à bolsa de valores pelo lucro por ação. No entanto, esse cálculo é impossível de ser aplicado em organizações de capital fechado.

O índice valor de mercado/patrimônio líquido (P/PL), ou índice preço/valor contábil, compara o valor de mercado de uma empresa com seu valor contábil. O valor de mercado de uma empresa é o preço de suas ações multiplicado pelo número de ações em circulação. O valor contábil é o patrimônio líquido de uma empresa.

Este índice analisa se uma empresa está subavaliada ou superavaliada no mercado. Quando o índice está subavaliado significa que o mercado

está avaliando o patrimônio líquido da empresa, sendo incapaz de gerar resultados que possam avaliar a empresa com, ao menos, um preço contábil. No caso inverso, o mercado está superavaliando um ativo, pois considera que o ativo está ou gerará um resultado superior aos seus ativos (AMARAL, 2014, p. 17).

O índice valor de mercado/vendas ou índice preço/vendas (P/V), é uma taxa de avaliação que compara o preço das ações de uma empresa com suas receitas. É um indicador do valor gerado para cada dólar das vendas ou receitas de uma empresa. Pode ser calculado dividindo a capitalização de mercado da empresa pelo total de vendas durante um período designado, geralmente doze meses, ou por ação, dividindo o preço das ações por vendas por ação. Esse múltiplo pode ser utilizado para comparar empresas de setores diferentes, pois a linha de receita é menos influenciada pelas regras contábeis (SAULES, 2011).

O índice valor da empresa/EBITDA (EV/EBITDA) ou *Enterprise Value to Earnings Before Interest and Taxes*, significa, numa tradução livre, Valor da Empresa (soma do capital próprio com o capital de terceiros deduzidos do valor do caixa ou das disponibilidades) dividido pelo EBITDA, indicador financeiro que demonstra o resultado operacional antes dos impostos sobre o lucro, do resultado financeiro, das depreciações e das amortizações. Os múltiplos de EBITDA constituem importantes *drivers* de valor das empresas (PASIN, 2004). Conforme Póvoa (2007, p. 313), o sucesso do múltiplo EV/EBITDA entre os analistas é explicado por suas seguintes propriedades: “é fácil de ser computado [...] e evita problemas como o cálculo de investimentos físicos e de capital de giro, além da estrutura de capital [...]”.

### **3.2 Avaliação por Opções Reais**

A Teoria das Opções Reais teve seu marco inicial na publicação do artigo de Black & Scholes, em 1973, no qual expõem um modelo de precificação padrão de opções financeiras. Juntamente com o professor Stewart Myers, do Instituto de Tecnologia de Massachusetts (MIT), reconheceram que a teoria de precificação de opções de ativos financeiros poderia ser aplicada também a ativos reais. Assim, para diferenciar as opções sobre ativos reais e as opções financeiras negociadas no mercado, Myers cunhou, já em 1977, o termo “opções reais” que tem sido amplamente aceito no mundo acadêmico e na indústria (LI;

JOHNSON, 2002, *apud* PALMEIRA, 2012).

Segundo Assaf Neto (2012), as opções financeiras são baseadas em ativos negociáveis no mercado de capitais (ações, moedas, *commodities*, etc.), já as opções reais são baseadas nas oportunidades estratégicas e flexibilidades gerenciais embutidas nos projetos de investimentos.

Opções são contratos que dão ao seu titular o direito de comprar ou vender um determinado ativo, a um preço pré-fixado, em uma determinada data. Após a data de vencimento a opção extingue-se. O titular de uma opção detém o direito de fazer algo, entretanto, este direito não precisa ser exercido. Exercer uma opção refere-se ao ato de comprar ou vender um determinado ativo via contrato de opção. O modelo de Opções Reais assume que as oportunidades de expansão de uma empresa (investimentos, ampliações ou aquisições) podem ser vistas como sendo opções de compra. Logo o modelo de opções reais assume claramente uma relação entre as opções no mercado financeiro e os projetos de investimento (GUERRA, 2016, p. 43).

Nembhard e Aktan (2010) afirmam que no ambiente atual de alta concorrência entre as empresas, a flexibilidade gerencial fornece imensos benefícios potenciais para a estratégia das mesmas. A flexibilidade permite que as firmas reajam mais rapidamente em um mundo com alto grau de incerteza de preços, grande variedade de produtos, menores ciclos de vida e desenvolvimento de novos produtos cada vez mais veloz. A teoria das Opções Reais busca quantificar o valor da flexibilidade das decisões gerenciais. A flexibilidade gerencial proporciona à empresa verificar o melhor momento de investir, de forma que ela possa maximizar os lucros e minimizar as perdas (SAITO et al., 2010).

A teoria de opções reais é definida como uma decisão de investimento caracterizada pela incerteza e irreversibilidade, ou seja, o investimento é um valor não recuperável em caso de arrependimento e, além disso, os autores reforçam quanto a incerteza em relação ao futuro (KOGUT; KULATILAKA, 2001; SAMANEZ, 2007).

Ainda segundo Samanez (2007) existem várias razões para a utilização da teoria de opções reais na análise de projetos de investimento: permite a identificação do melhor momento para investir, permite que a análise destes projetos considere não apenas a taxa de desconto, mas também o valor do projeto em diferentes cenários; viabiliza um tratamento mais completo da

incerteza; é bastante flexível e aplica-se à análise de qualquer projeto.

### 3.3 Avaliação por Fluxo de Caixa

O fluxo de caixa descontado é um método para avaliar a riqueza econômica de uma empresa dimensionada pelos benefícios de caixa a serem agregados no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos provedores de capital. O processo é baseado no conceito de valor do dinheiro no tempo, que é um dos conceitos mais úteis universalmente em finanças, porque as fórmulas podem ser usadas para encontrar o valor atual de qualquer ativo no qual espera-se receber dinheiro no futuro, incluindo: títulos, ações, ganhos de loteria, acordos legais estruturados, empresas e sites (PADOVANI et al., 2011).

O método do fluxo de caixa descontado (*Discounted Cash Flow – DCF*) é a base conceitual para a avaliação dos modelos utilizados atualmente. Tanto o modelo de avaliação relativa, quanto o modelo de opções reais utilizam os fundamentos do DCF para suas análises. Para o modelo de avaliação relativa é necessário entender os fundamentos do DCF. Para utilizar o método de opções reais, é preciso iniciar com DCF. Por isso, os fundamentos do método DCF são a base para utilizar e compreender os outros métodos (GUERRA, 2016, p.31).

O desconto de fluxos de caixa futuros é um método quantitativo de avaliação de negócios. Seus usuários analisam informações contábeis das empresas e projeções de variáveis do mercado para realizar a avaliação. Dentre os modelos de fluxo de caixa descontado mais utilizados estão o Fluxo de Caixa para o Acionista (FCA) e o Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCLF), também conhecido como simplesmente Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

#### 3.3.1 Fluxo de Caixa para o Acionista (FCA) ou Fluxo de Caixa do Capital Próprio (FCCP)

O Fluxo de Caixa para o Acionista (FCA)<sup>2</sup> ou Fluxo de Caixa do Capital Próprio (FCCP) é a quantidade de recursos que uma empresa paga aos seus acionistas ou sócios de uma forma geral. Conforme Borges (2010), esse modelo

---

<sup>2</sup> Também conhecido como *Free Cash Flow to Equity* (FCFE).

considera que os acionistas ou sócios.

[...] são os donos do patrimônio líquido da empresa, os seus fluxos de caixa serão os valores restantes após o pagamento de suas dívidas, obrigações financeiras, cobertura de capital de giro e gastos com reinvestimento. (BORGES, 2010, p. 22).

Conforme Martelanc, Pasin e Pereira (2010, p.19) sobre o método de FCCP, “o valor da empresa é obtido deduzindo-se fluxos de caixa restantes das dívidas após a realização de todas as despesas e pagamentos de juros, descontados pela taxa exigida pelos investidores sobre o capital próprio”.

O Quadro 01 apresenta a composição do fluxo de caixa dos acionistas ou sócios como exposto por Damodaran (2007).

**Quadro 01:** Estrutura do fluxo de caixa do acionista (FCA)

<b>FLUXO DE CAIXA DO ACIONISTA</b>
Receita Líquida
(-) Custo do Produto Vendido e Despesas
(=) EBIT ( <i>Earnings Before Interest and Taxes</i> )
(-) Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSSL)
(=) EBIT * (1 - alíquota de IR)
(+) Depreciação
(-) Investimentos
(-) Variação do Capital de Giro
(-) Despesas Financeiras * (1 - alíquota de IR)
(+) Novas Dívidas
<b>(=) Fluxo de Caixa do Acionista</b>

**Fonte:** Damodaran (1997, p. 127).

As empresas geralmente relatam seus ganhos operacionais como receitas antes de juros, impostos, depreciação e amortização, também conhecido por *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)*, ou Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA). No quadro 01 acima, este número é equivalente a *Earnings Before Interests, Taxes (EBIT)*. Esse número é essencial para avaliar uma empresa usando o método de fluxo de caixa descontado, pois irá representar a geração de ganhos oriundos das decisões de investimentos da empresa. Após os descontos de impostos e despesas financeiras, e considerados os investimentos em ativos fixos e em capital de giro, o fluxo de caixa resultante será aquele que poderá ser distribuídos aos sócios e acionistas.

### 3.3.2 Fluxo de Caixa Descontado (FCD) ou Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCLF)

Também conhecido como Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCLF), o Fluxo de Caixa Descontado (FCD)<sup>3</sup> tem como objetivo calcular o quanto vale a empresa tanto para os acionistas quanto para os credores. O valor da firma (empresa) seria dado pela soma do valor de mercado mais o valor da dívida financeira total. Através do FCD é possível avaliar a empresa através da soma dos fluxos de caixa de todos os detentores de direitos sobre a firma, incluindo os acionistas, credores e detentores de títulos e debêntures (BORGES, 2010).

O fluxo de caixa descontado para a firma considera todo o fluxo de caixa da empresa que deve ser distribuído para credores e acionistas. Para que o FCD possa ser calculado, deve-se partir do lucro operacional da empresa descontado dos impostos. Para trazer este fluxo a valor presente, deve ser utilizada como taxa de desconto a média ponderada do custo de capital próprio e de terceiros, ou Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), também conhecido em inglês por *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) (COSTA JÚNIOR, 2011; DAMODARAN, 2012).

De acordo com Damodaran (2007), o valor presente de um fluxo de caixa com “n” períodos pode ser calculado conforme a equação 1 abaixo:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} \quad (1)$$

Onde:

PV = valor presente dos fluxos de caixa

i = período analisado variando de 1 a n

CF<sub>i</sub> = fluxo de caixa no período i

r = taxa de desconto associada ao risco do fluxo de caixa

n = número de períodos de análise

O FCD é um dos modelos de avaliação mais utilizados entre os analistas

---

<sup>3</sup> Também conhecido como *Discounted Cash Flow* (DCF)

de mercado hoje em dia. Dentre as vantagens de usar os modelos de FCD estão:

[...] feitas corretamente, exige que os analistas compreendam os negócios que estão avaliando e façam perguntas incisivas sobre a sustentabilidade dos fluxos de caixa e do risco. A avaliação por fluxo de caixa descontado é customizada para aqueles que compram segunda a máxima de Warren Buffett de que aquilo que compramos não são ações, mas negócios subjacentes. Além disso, a avaliação DCF é inerentemente 'do contra', pois força os analistas a buscarem os fundamentos que alavancam o valor em oposição às percepções do mercado. (DAMODARAN, 2007, p. 9 e 10).

A desvantagem do método do FCD é que são necessárias informações macroeconômicas sobre índices e taxas de juros. Esses dados são necessários para as estimativas das premissas do modelo, como valor de mercado da dívida e do custo de capital de terceiros. O uso destas estimativas é uma desvantagem pois são variáveis que não estão sob o controle da empresa, muito menos do analista.

Apesar de um número maior de premissas, este modelo ajusta melhor as diferenças entre as empresas, apesar de criar mais obstáculos para a sua realização. No próximo tópico serão abordadas as premissas relacionadas à taxa de desconto utilizada pelo modelo FCD.

### **3.4 Premissas do modelo de fluxo de caixa descontado**

#### **3.4.1 Taxa de Desconto do Capital Próprio**

Segundo Damodaran (2010), o Modelo de Precificação de Ativos ou *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) é a variável responsável por definir o retorno exigido por um investidor ou sócio de uma empresa, ou seja, o custo do capital próprio.

O modelo de precificação de ativos de capital proposto pelo Nobel William Sharpe e por John Lintner, conhecido como CAPM é o modelo mais utilizado como premissa do cálculo do capital próprio de empresas e na avaliação de carteiras. O fato se deve às poderosas previsões permitidas pelo modelo sobre a medida do risco e a relação entre risco e retorno (FAMA; FRENCH, 2007).

O modelo CAPM parte do pressuposto que o custo de oportunidade do capital próprio é igual ao retorno de um título livre de risco, mais o risco

sistemático do ativo (beta), multiplicado pelo prêmio pelo risco de mercado, conforme equação 2 abaixo:

$$K_e = R_f + \beta [E(R_m) - R_f] \quad (2)$$

Onde:

- $K_e$ : Custo do capital próprio
- $R_f$ : Taxa livre de risco
- $\beta$ : Mede o risco sistemático associado ao investimento.
- $E(R_m)$ : O retorno de mercado
- $E(R_m) - R_f$ : Prêmio pelo risco do mercado

A utilização do modelo do CAPM para calcular o custo de capital de uma empresa ignora a importância do risco próprio dela, que para um investidor de mercado seria diversificável e, portanto, irrelevante. Investidores que concentram seus investimentos em uma única empresa não correm apenas o risco sistemático, do mercado, mas ocorrem também o risco próprio do negócio, difícil de ser estimado (MARTELANC; PASIN, PEREIRA, 2010, p.134).

O CAPM descreve a relação entre risco sistemático e retorno esperado de ativos, particularmente ações. O CAPM é amplamente utilizado em todo o setor financeiro para precificar títulos de risco e gerar retornos esperados para os ativos, dado o risco desses ativos e o custo de capital (FAMA; FRENCH, 2007).

O risco sistemático do modelo, representado pelo coeficiente beta, é calculado a partir da equação 3 (ASSAF NETO, 2014).

$$\beta = \frac{Cov_{R_m, R_j}}{Var_{R_m}} \quad (3)$$

Onde:

- $Cov_{R_m, R_j}$  = covariância entre o retorno da ação e o retorno de mercado
- $Var_{R_m}$  = variância do retorno de mercado

Segundo Gitman (2007, p. 200):

O coeficiente beta,  $\beta$ , é uma medida relativa de risco não diversificável. É um indicador do grau de variabilidade do retorno de um ativo em resposta a uma variação do retorno de mercado. Os retornos históricos de um ativo são usados na determinação de seu coeficiente beta. O retorno do mercado é o da carteira de mercado formada por todos os títulos negociados.

No mercado de ações, mede o quanto o retorno de uma ação irá variar caso ocorra uma alteração no mercado, que no caso brasileiro é medido pelo índice Bovespa.

### 3.4.2 Taxa de Desconto da Empresa

O custo total de capital consiste na representação da taxa de atratividade da empresa, que aponta a remuneração mínima que deve ser exigida na alocação de capital (ASSAF NETO, 2012). Ainda conforme o autor, o custo de capital de terceiros é definido pelo passivo oneroso, ou seja, os empréstimos e financiamentos, e o custo de capital próprio é o retorno desejado pelos acionistas.

Os fluxos de caixa são trazidos a valor presente por uma taxa de desconto conhecida como Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) ou *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), que representa o custo médio de capital ponderado pela participação de cada origem de recursos: credores e sócios. Em outras palavras, esta taxa reflete o custo de financiamento tanto da dívida quanto do patrimônio de uma empresa, levando-se em conta obviamente a proporção de seu uso (MENDES, 2018).

Para o cálculo desse custo médio utiliza-se o modelo padrão de risco e retorno (CAPM), que mensura o risco em termos de risco de mercado e o converte para um retorno esperado, representando assim o custo do capital próprio ( $K_e$ ). Enquanto o custo da dívida ( $K_d$ ) deve refletir o risco de inadimplência junto a terceiros da empresa e do benefício fiscal associado a esta dívida (DAMODARAN, 2010). O custo do capital da firma pode ser descrito conforme equação 4 abaixo:

$$WACC = K_e x \frac{E}{D+E} + K_d x (1 - t) x \frac{D}{D+E} \quad (4)$$

Onde:

- WACC = custo médio ponderado do capital;
- $K_e$  = representa o custo do capital próprio calculado pelo CAPM;
- $K_d$  = custo do capital de terceiros antes dos impostos;
- E = valor de mercado do capital próprio da empresa;
- t = alíquota de Imposto de Renda Pessoa Jurídica
- D = valor de mercado do capital de terceiros da empresa
- D + E = valor de mercado do capital total.

A taxa de desconto é a taxa de juros usada para determinar o valor presente dos fluxos de caixa futuros na análise padrão do fluxo de caixa descontado. Muitas empresas calculam seu custo médio ponderado de capital (WACC) e o utilizam como taxa de desconto no orçamento de um novo projeto. Esse número é crucial para gerar um valor justo para o patrimônio da empresa.

## 4. DESENVOLVIMENTO/ESTUDO DE CASO

### 4.1 Breve Histórico Via Varejo

Conforme histórico disponível no site da Via Varejo S.A, trata-se de uma empresa que opera marcas ícones do varejo: Casas Bahia, Pontofrio, Extra.com.br e Bartira. Com cerca de 50 mil colaboradores, estão presente em mais de 400 municípios, 20 Estados e no Distrito Federal e já somam mais de 1.000 lojas (VIA VAREJO, 2020).

A Via Varejo foi criada em 2009 após a fusão dos negócios da família Klein, fundadora das Casas Bahia, com o Grupo Pão de Açúcar, que meses antes havia comprado o Ponto Frio, quando a empresa ainda era controlada pelo empresário Abílio Diniz (G1, 2019).

A empresa é considerada uma das maiores varejistas de eletroeletrônicos do mundo. As vendas ocorrem através das lojas físicas e também por meio da *internet*, sendo que são comercializados eletrodomésticos, eletroeletrônicos, móveis e utilidades domésticas.

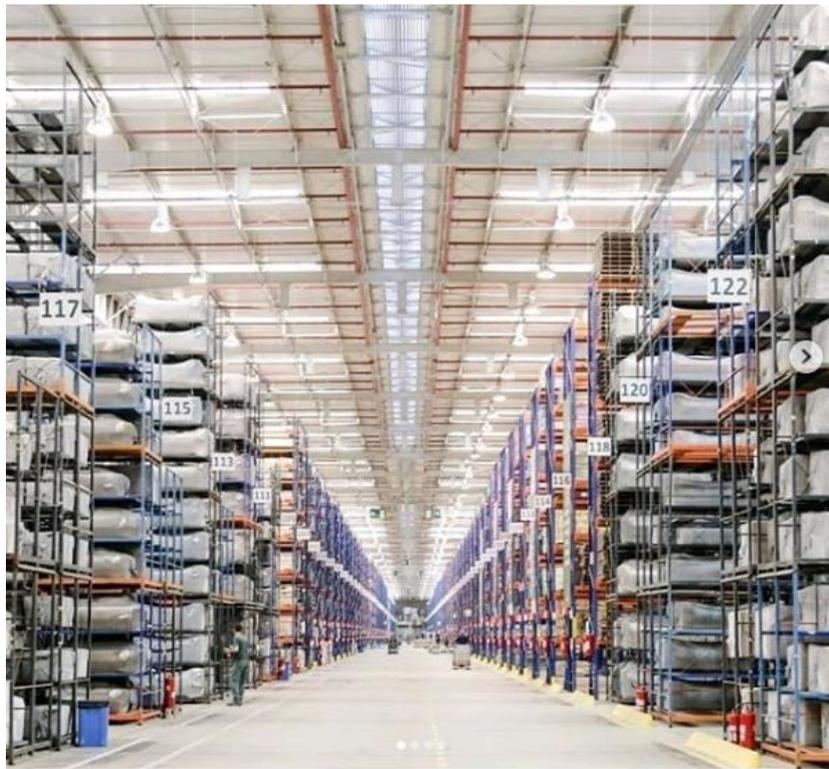
No *e-commerce*, são um dos líderes do mercado *online*, com mais de 2 milhões de *Stock Keeping Units* (SKUs<sup>4</sup>) e 15 milhões de pedidos por ano. Os serviços financeiros são 7% da receita bruta, resultando em mais de 1,7 milhão de clientes ativos no Crédito Direto ao Consumidor (CDC) e 5 milhões de clientes com crédito pré-aprovado. Além disso, são um dos maiores vendedores de serviços e garantia estendida do país (VIA VAREJO, 2020).

Os 26 Centros de Distribuição e entrepostos equivalem a 138 campos de futebol. A Figura 01 apresenta o Centro de Distribuição Via Varejo em Jundiaí/SP. Além disso, possuem uma frota superior a 3 mil veículos, na qual realizam duas entregas por segundo (VIA VAREJO, 2020).

---

<sup>4</sup> O termo Stock Keeping Unit (SKU), em português significa Unidade de Manutenção de Estoque e está ligado à logística de armazém e designa os diferentes itens do estoque, estando normalmente associado a um código identificador (DIAS, 2005).

**Figura 01:** Centro de Distribuição Via Varejo em Jundiaí/SP

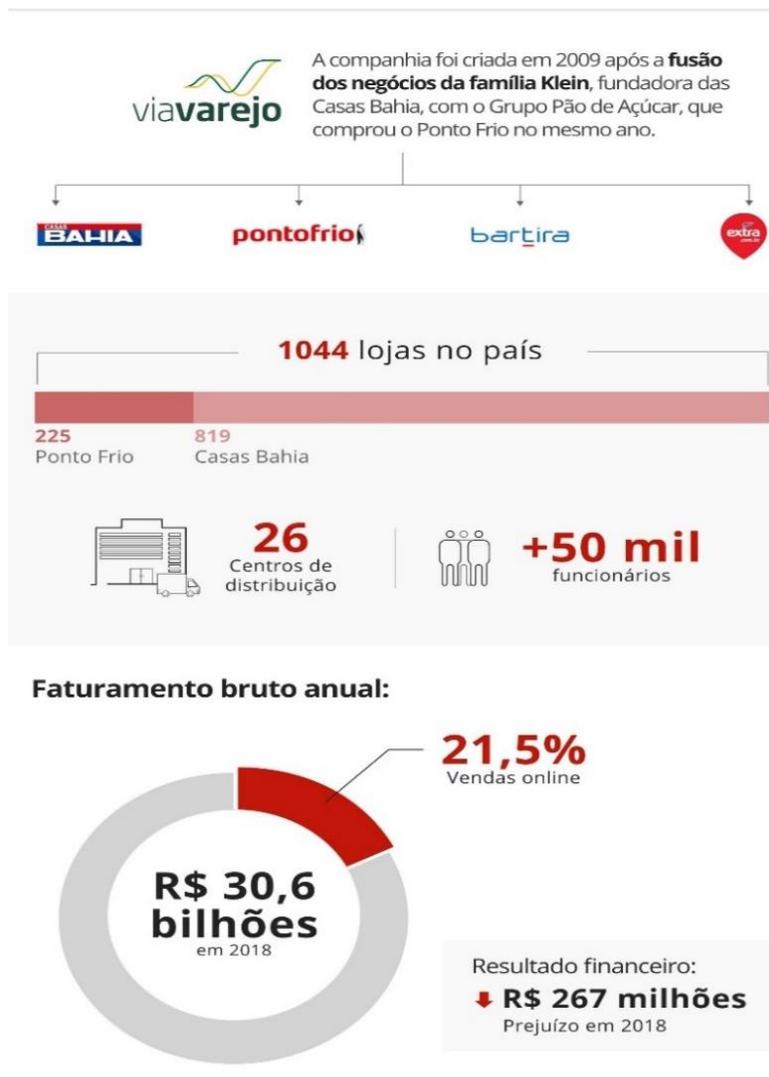


**Fonte:** Via Varejo (2020).

Em 2019, o Grupo Pão de Açúcar anunciou a venda de todas as ações que detinha na Via Varejo. A compra foi feita pelo veterano do varejo brasileiro Michael Klein e sua família. Com isso, o comando das Casas Bahia volta para a família fundadora da rede e o empresário Michael Klein, à linha de frente do varejo quase 10 anos após a fusão de Casas Bahia e Ponto Frio (G1, 2019).

A Via Varejo está avaliada atualmente em cerca de R\$ 6,3 bilhões em valor de mercado na Bolsa de Valores Brasileira (B3), enquanto a sua concorrente Magazine Luiza tem avaliação de R\$ 38,7 bilhões (G1,2019). A Figura 02 sintetiza essas informações.

Figura 02: Via Varejo em números



Fonte: Monteiro (2019).

A Via Varejo realizou a migração de suas ações para o Novo Mercado da B3 em 26 de novembro de 2018. As empresas listadas nesse segmento, que representa o mais elevado padrão de governança corporativa, somente podem ter seu capital social composto por ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON). A Via Varejo (VVAR3) é uma das maiores varejistas de eletroeletrônicos do Brasil e do mundo, responsável pela administração das lojas físicas e do e-commerce das marcas Casas Bahia e Pontofrio, além dos sites Extra.com.br e Barateiro.com.br. Em 2017, a receita líquida alcançou a marca de R\$ 25,6 bilhões, além de lucro líquido de R\$ 195 milhões no mesmo período. A companhia possui capital aberto na B3 desde 2013 (VIA VAREJO, 2020).

## 4.2 Projeções do custo de capital próprio

O período de projeção do fluxo de caixa utilizado neste estudo é de três anos: 2020, 2021 e 2022. Foram usadas as demonstrações contábeis anuais da empresa Via Varejo de 2015 a 2019, extraídas do site Fundamentus e informações de cotações de preços diárias da ação da empresa e do índice Bovespa de sete de janeiro de 2015 a trinta de dezembro de 2019, extraídas do site ADVFN. Os preços das ações são fornecidos sem nenhum ajuste para inflação ou proventos (Bovespa,2020).

Para a projeção do beta foi considerada a relação entre o índice diário da Bovespa e também as cotações diárias das ações da empresa Via Varejo de sete de janeiro de 2015 à trinta de dezembro de 2019 disponíveis em ADVFN (2020). Utilizando a equação 3 para o cálculo, o valor encontrado foi de 0,05.

Durante os anos de 2016 e 2019, o passivo oneroso médio, considerado como os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo divididos pelo ativo total, representava 22% dos recursos da empresa conforme pode ser verificado através de dados extraídos do balanço patrimonial que consta no anexo A. Este percentual, bem como o valor do beta serão utilizados como premissas para projeção do percentual de dívidas e risco sistêmico, respectivamente, para os anos de 2020, 2021 e 2022, período da projeção do fluxo de caixa.

Para estimar o valor do retorno de mercado cujo percentual anual é de 39,31%, encontrou-se a média histórica do retorno do índice Bovespa de sete de janeiro de 2015 à trinta de dezembro de 2019.

A taxa de juros equivalente à taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), foi considerada como *proxy* para taxa livre de risco. O valor utilizado neste trabalho refere-se ao final do ano de 2019, quando a Selic estava 4,40% ao ano (BANCO DO BRASIL, 2020).

Assim, considerando as premissas apresentadas e aplicando o modelo de Precificação de Ativos CAPM, foi possível determinar que o valor exigido por um investidor ou sócio para investir na empresa Via Varejo é de 6,15% ao ano. Este valor será o custo de capital próprio.

### 4.3 Projeções do custo de capital total

O custo de capital total calculado através da equação 4 apresentada no referencial teórico, reflete os custos de cada fonte de financiamento que será utilizada na composição dos investimentos da empresa, ou seja, o custo de capital próprio que também já foi calculado através do CAPM e o custo de capital de terceiros.

A premissa para obter o valor do custo de capital de terceiros (Kd) foi a média da relação entre as despesas financeiras obtidas na demonstração do resultado do exercício que se encontra no anexo B, sobre o passivo oneroso encontrado no balanço patrimonial. Esse percentual médio de 18,06% nada mais é do que a representação do passivo oneroso frente ao investimento total da empresa.

De acordo com a definição do valor dos custos de cada fonte de financiamento e depois de efetuados os cálculos através do *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), adotando-se a alíquota de 34% de Imposto de Renda, obteve-se o valor de 7,42% conforme quadro 02:

**Quadro 02:** Custo de Capital Total Estimado – Via Varejo

BETA AVALANCADO VIA VAREJO	0,05
IBOVESPA	39,31%
SELIC UTILIZADA	4,40%
KE	6,15%
D	22,00%
E	78,00%
KD	18,06%
WACC	7,42%

Fonte: Elaborado pelo autor

### 4.4 Projeções do fluxo de caixa

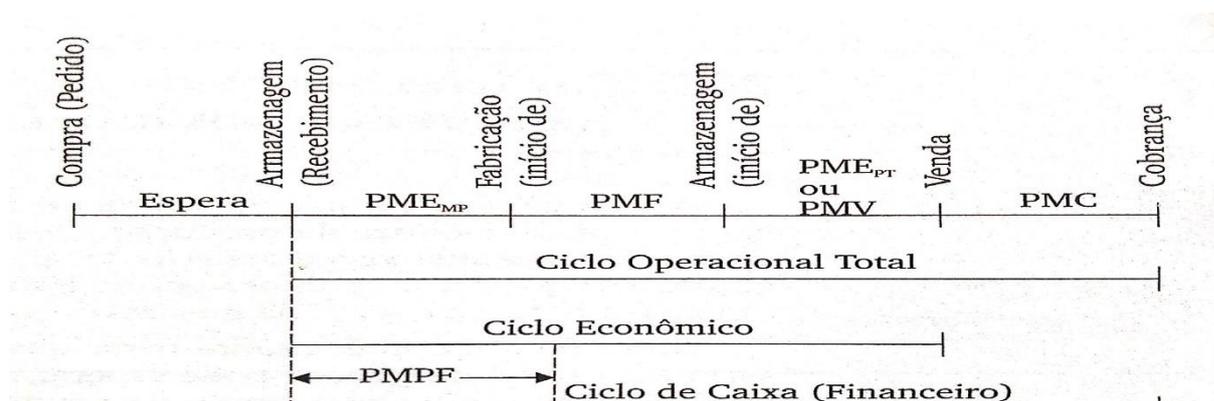
#### 4.4.1 Capital de Giro

Por meio do balanço patrimonial e do demonstrativo do resultado do exercício foi possível obter os grupos de contas necessários para realizar o cálculo da necessidade do capital de giro da empresa Via Varejo. São eles: estoque, contas a receber, fornecedores, custo de bens/serviços vendidos,

receita líquida de vendas/serviços e custo de bens/serviços vendidos.

A abordagem considerada foi a do ciclo de caixa que segundo Assaf Neto (2014) é composto por todas as fases das atividades operacionais da empresa: aquisição das matérias-primas, armazenagem, produção e venda e o efetivo recebimento das vendas realizadas. A figura abaixo ilustra esse processo.

**Figura 03:** Ciclo Operacional e de Caixa



**Fonte:** Assaf Neto (2014).

- PME = prazo médio de estocagem das matérias-primas;
- PMF = prazo médio de fabricação;
- PME ou PMV = prazo médio de estocagem dos produtos terminados ou prazo média de venda;
- PMC = prazo médio de cobrança;
- PMPF = prazo médio de pagamento a fornecedores.

Sendo assim, a necessidade de investimento em capital de giro (NIG) composta pelo PMPF, PME e PMC, será de 12% das vendas, receita líquidas.

#### 4.4.2 *Capital Expenditures* (CAPEX)

A expectativa de orçamento de despesas de capital foi feita através da média da diferença do grupo de contas do balanço patrimonial de investimento em imobilizado dos anos de 2015 a 2019 e foi encontrado um valor médio de

R\$ 739.200,00. No ano de 2019, o valor em investimento em imobilizado foi muito superior aos anos anteriores o que provavelmente enviesou a média, mas ao comparar esse valor com o relatório divulgado pela companhia para os investidores, o investimento está na faixa adequada, uma vez que a empresa projeta investimentos em ativos imobilizados entre R\$ 700 a R\$ 800 milhões. (VIA VAREJO, 2019)

O valor da depreciação do investimento em *CAPEX* foi considerado o último encontrado no demonstrativo de resultado do exercício de 2019, representado no fluxo de caixa pelas despesas operacionais não caixa.

#### 4.4.3 Imposto de Renda

A alíquota de impostos considerada foi de 34% ao ano aplicada sobre o lucro operacional, sendo 25% referentes ao imposto de renda pessoa jurídica e 9% de Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido (CSSL). (PEREIRA, 2019)

#### 4.4.4 Receita e Resultado Operacional

Foi considerado crescimento de vendas totais em 30% conforme divulgado pelo portal de relações com investidores do site da empresa Via Varejo. (VIA VAREJO, 2019). Adotado também esses valores para os anos de 2020 a 2022.

No que tange ao resultado operacional, optou-se por utilizar como proxy a margem operacional da empresa, ou seja, a proporção histórica entre o EBITDA e a receita líquida. Considerando a média histórica dos anos de 2015 a 2019, o EBITDA foi considerado como um percentual de 12% da receita líquida.

#### 4.4.5 Projeção do Fluxo de Caixa Livre e Avaliação Final

Após a escolha das premissas, chegou-se ao seguinte fluxo de caixa anual, conforme quadro 03.

**Quadro 03: Fluxo de Caixa Livre da Via Varejo**

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
RECEITA	33.351.499	33.351.499	33.351.499	25.655.000	26.928.001	25.690.000	19.819.000	19.268.000
CUSTOS				-18.312.000	-19.030.999	-17.510.001	-13.113.000	-13.094.999
DESPESAS OPERACIONAIS				-4.633.000	-4.669.000	-4.993.000	-4.184.000	-3.938.000
EBITDA	3954225,982	3954225,982	3954225,982	2.709.999	3.228.002	3.186.999	2.522.000	2.235.001
<b>EBITDA COMO % DA RECEITA</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,12</b>
DESPESAS OPERACIONAIS NÃO CAIXA	-1.937.000	-1.937.000	-1.937.000	-1.937.000	-815.000	-461.000	-362.000	-339.000
EBIT	2.017.226	2.017.226	2.017.226	772.999	2.413.002	2.725.999	2.160.000	1.896.001
IR	-685856,8555	-685856,8555	-685856,8555	571.000	121.000	-82.000	-32.000	-66.000
GERAÇÃO DE CAIXA OPERACIONAL	1.331.369	1.331.369	1.331.369	1.343.999	2.534.002	2.643.999	2.128.000	1.830.001
VOLTANDO COM AS DESPESAS NÃO CAIXA	3.268.369	3.268.369	3.268.369	-593.001	1.719.002	2.182.999	1.766.000	1.491.001
INVESTIMENTO (APENAS EM IMOBILIZADO)	-739.200	-739.200	-739.200	-3.560.000	-26.000	15.000	-31.000	-94.000
CCL PELO CICLO	4002179,93	4002179,93	4002179,93	3.016.240	2.163.832	2.165.706	1.904.105	2.260.967
VARIAÇÃO DO CCL	0	0	-985.940	-5.180.073	1.873	-261.601	356.862	-2.260.967
FCL	2.529.169	2.529.169	1.543.230	-5.005.409	1.694.875	1.936.398	2.091.862	-863.966

Fonte: Elaborado pelo autor

Com base nas premissas acima, chegamos ao valor presente de R\$ 5.791.712,44 para a empresa Via Varejo, descontando os fluxos de caixa projetados de 2020, 2021 e 2022 a um custo de capital total (WACC) de 7,42% ao ano, composto pelo custo de capital próprio de 6,15% e custo de capital de terceiros de 18,06%.

Em síntese, ao considerarmos que no dia 30/12/2019 o preço da ação era de R\$ 11,17 e multiplicarmos esse valor por 10.000 ações o preço de mercado da companhia nesse ano seria de R\$ 111.700,00. Ou seja, seria necessário investir R\$ 11.700 para obter um retorno, em três anos, de R\$ 36,27. Em outras palavras, o investimento nesse lote de ações traria um retorno de R\$ 36,27 por ação mostrando-se a curto prazo um investimento ruim. De acordo com o quadro 4 abaixo:

**Quadro 04: Valor do Lote de Ações Via Varejo**

VPL	<b>R\$ 5.791.712,44</b>
Numero de ações no mercado	<b>1597016941</b>
VALOR POR AÇÃO	<b>R\$ 0,0036</b>
VALOR LOTE E 10000 AÇÕES	<b>R\$ 36,27</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

## 5. CONCLUSÃO

O conceito de valor e preço são completamente diferentes no mundo dos negócios. Quando se fala em valor, os indivíduos imediatamente remetem para gastos, ou seja, os desembolsos que terão que fazer. A grande questão está aí: dinheiro está relacionado a preço, e não a valor. O valor só existirá se houver uma expectativa de um benefício futuro.

Dessa forma, a avaliação de empresas, ao contrário do que possa parecer, não é a determinação concreta de um preço ou valor, é uma estimativa, uma tentativa de estabelecer um valor base para o futuro.

O *Valuation* é um processo que leva em consideração os fatores sistêmicos e não sistêmicos, em sua realidade atual para uma projeção futura, visando a tomada de decisão inteligente e racional.

Dessa forma, ocorrem contextos em que se faz necessário as estimativas do valor do empreendimento, entre elas, destacam-se: fusão, cisão e incorporação de empresas; liquidação de empreendimentos, compra ou venda de carteiras de clientes e linhas de negócios, abertura (IPO) e fechamento (OPA) de capital, entre outros. É importante ressaltar também, que a avaliação é um instrumento gerencial que permite não apenas definir o preço, mas também apoiar as decisões de investimento da empresa.

Vários métodos de avaliação de empresas foram citados nesse trabalho de conclusão de curso, devendo sua escolha levar em consideração o objetivo da avaliação. Esses propósitos, podem ser baseados nas técnicas comparativas ou múltiplos de mercado, técnicas por opções reais e técnicas baseadas no desconto de fluxo de caixa futuros.

No *valuation* da Via Varejo foi utilizada a técnica de fluxo de caixa descontado que é determinada pela capacidade da empresa em gerar caixa futuro, descontado por uma taxa que remunere o risco do investimento.

Apesar do investimento para os 3 anos se mostrar ruim, no primeiro trimestre de 2020, a Via Varejo teve lucro líquido de R\$ 13 milhões no período (VIA VAREJO, 2020). O resultado é visto com otimismo pelo mercado dada a atual situação no cenário brasileiro, o enfrentamento da pandemia mais recente,

o COVID-19 que teve início em 11 de março de 2020. Segundo o portal de notícias UOL (2020), 1,3 milhão de empresas fecharam temporariamente ou definitivamente suas atividades por causa da pandemia do coronavírus.

A administração explica que esse resultado teve como catalizador a sua transformação digital. Segundo notícia publicada pela revista Exame (SCHELLER, 2019), Roberto *Fulcherbergue*, CEO da empresa, tem trabalhado para que o sistema de vendas pela internet esteja cada vez mais eficiente.

Corroborando com a notícia da revista Exame de Scheller (2019), o relatório publicado pela XP Investimentos (FAGUNDES, 2020) demonstra outros progressos alcançados pela empresa Via Varejo, como crescimento da base de usuários ativos no aplicativo da companhia, ganhos relevantes em participação de mercado digital em meio a pandemia, emissão de ações para reforçar o caixa empresarial, entre outros.

Essas atitudes revelam a estratégia da Via Varejo em alinhar sua operação e adaptá-la ao mundo virtual e ao enfrentamento do coronavírus. Ambos aspectos induzem a uma visão de longo prazo positiva para companhia, demonstrando o compromisso do conselho de administração da empresa para enfrentar a crise diversificando suas operações e fortalecendo o seu caixa.

Em meio a tantas mudanças e desafios enfrentados pela companhia e, após o evento *Investidor Day*, evento anual em que a companhia apresentou seu planejamento aos investidores, analistas do Itaú BBA, *Eleven Financial Research* e Citi elevaram a expectativa em relação a empresa, recomendado a compra de suas ações (*Infomoney*, 2019).

Diante das estratégias expostas pela Via Varejo para se fortalecer e também levando em consideração a opinião dos analistas de investimentos mencionados nesse trabalho, acredita-se que a empresa possui um bom potencial de geração de EBITDA futuro, no longo prazo.

Vale lembrar que este trabalho é acadêmico, não refletindo uma opinião de investimento e que também as projeções feitas não são garantias de retorno futuro uma vez que, investimentos em renda variável envolvem riscos que influenciam o preço do ativo.

Este trabalho, buscou não só tentar fazer considerações sobre o valor de mercado da empresa Via Varejo, como ao mesmo tempo, levantar questões a serem estudadas posteriormente.

Algumas dessas considerações são a respeito do *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* na definição do custo de capital próprio. Trata-se de uma metodologia aplicada em mercados estáveis, sendo assim, em países emergentes como o Brasil, é necessário a adaptação do modelo as particularidades do mercado, visando uma definição mais confiável da tendência de comportamento futuro dos índices financeiros.

Outro ponto, é verificar se as previsões feitas nesse trabalho representam a realidade ou aproximam dela. Em outras palavras é comparar o real com o previsto nos próximos anos.

## REFERÊNCIAS

ADVFN. **Histórico Índice Bovespa**. Disponível em: <https://br.advfn.com/bolsa-de-valores/bovespa/indice-bovespa-IBOV/historico>. Acesso em 24 jul. 2020.

ALYRIO, D. R. **Métodos e técnicas de pesquisa em Administração**. Volume único. Rio de Janeiro: Fundação CECIERJ, 2009.

AMARAL, A. **Análise fundamentalista do mercado acionário da empresa “Positivo Informática S/A”**. Monografia. Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul. Ijuí (RS), 2014.

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

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 6. Ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 2014.

BANCO DO BRASIL. **Taxa SELIC**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/SELIC/SELICdiarios.asp?frame=1>. Acesso em 24 jul. 2020.

BORGES, J. P. E. **Valuation: Modelos de Fluxo de Caixa Descontado**. Monografia. Pontifícia Universidade Católica: Rio de Janeiro, 2010.

COSTA JUNIOR, J. A. F. **Valuation – Avaliação de Empresas**. Monografia. Universidade Federal do Rio Grande do Sul: Porto Alegre, 2011.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 1ª ed., 8ª reimp. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1997.

DAMODARAN, A. **A face oculta da avaliação: avaliação de empresas da velha tecnologia, da nova tecnologia e da nova economia**. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. Brasil: Pearson, 2007.

DAMODARAN, A. **Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications - The 2010 Edition** Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1556382> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1556382>>. Acesso em 10 Abril 2020.

DAMODARAN, A. **Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset**. John Wiley & Sons, 2012.

DIAS, M. A. **Administração de Materiais: Princípios Conceitos e Gestão**. São Paulo: Atlas, 2005.

FAGUNDES, P. **Via Varejo (VVAR3):** Notícias positivas para o e-commerce; Compra. XP INVESTIMENTOS. 2020. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/via-varejo-vvar3-noticias-positivas-para-o-e-commerce-compra/>. Acesso em 24 jul. 2020.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. O Modelo de Precificação de Ativos de Capital: Teoria e Evidências. **Rae-Clássicos**. Vol. 47 • Nº 2, 2007.

FONSECA, J. J. S. da; **Metodologia da Pesquisa Científica**. Fortaleza: UEC, 2002.

FUNDAMENTUS INVISTA CONSCIENTE. **Balço patrimonial e demonstrativo dos resultados da Via Varejo 2015 a 2019**. Disponível em: <https://www.fundamentus.com.br/balancos.php?papel=VVAR3&tipo=1>. Acesso em: 30 jul. 2020.

GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2007.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 12ª edição. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2010.

GUERRA, P. E. V. A. **Valuation – Métodos de Avaliação de Empresas e Aplicabilidade em processos de fusão e aquisição empresarial**. Monografia. Universidade Federal De Santa Catarina: Florianópolis, 2016.

MONTEIRO, J. **Pão de Açúcar vende todas as suas ações na Via Varejo por R\$ 2,3 bilhões**. 2019. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/06/14/pao-de-acucar-vende-todas-as-suas-acoes-na-via-varejo-por-r-23-bilhoes.ghtml>. Acesso em 01 março 2020.

IBEVAR. Ranking 2019: **Mercado de Consumo e Varejo**. Disponível em: <https://www.ibevar.org.br/pesquisa/ranking-2019-IBEVAR-FIA-catalogo.pdf>. Acesso em 02 fev. 2020.

IBOVESPA. **Cotações Históricas**. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/historico/mercado-a-vista/cotacoes-historicas/](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/historico/mercado-a-vista/cotacoes-historicas/). Acesso em 11 nov.2020.

INFOMONEY. **Mesmo após subir 156%, Via Varejo convence analistas com discurso de reestruturação**. 2019. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/negocios/mesmo-apos-subir-156-via-varejo-convence-analistas-com-discurso-de-reestruturacao/>. Acesso em: 30 Jul. 2020.

KOGUT, B, KULATILAKA, N. **Capabilities as real options**. Organization Science, 2001;12:744–58

LIMA, F. S. C. **Valuation Lojas Renner S.A.** MBA em Finanças Empresariais. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2015.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; PEREIRA, F. Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

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

MENDES, C. P. N. **Principais Métodos de Avaliação de Empresas: Avaliação da Estácio Participações S.A.** Monografia. Universidade Federal do Rio De Janeiro: Rio de Janeiro, 2018.

NEMBHARD, H. B.; AKTAN, M. **Real Options in Engineering, Design, Operations, and Management**. Boca Raton: CRC Press, 2010.

PADOVANI, R.; MAZIERO, J. A.; VIEIRA, L. B.; MEDEIROS, M. C.; TÓFOLI, I.; SILVA, H. H. R. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS VALUATION. Universitari@ - **Revista Científica do Unisaesiano** – Lins – SP, ano 2, n.4, jul. /Dez de 2011

PALMEIRA, C. B. **Teoria das Opções Reais: sua aplicação na avaliação econômica de um projeto florestal**. Universidade De Brasília: Brasília, 2012.

PASIN, R. M. **Avaliação relativa de empresas por meio da regressão de direcionadores de valor**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

PEREIRA, A. Z. **Valuation: Avaliação do Valor Justo da Empresa Via Varejo S.A.** Trabalho de Conclusão de Curso. Fortaleza/CE: Universidade Federal do Ceara, 2019. Disponível em: [http://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/47058/1/2019\\_tcc\\_azvrpereira.pdf](http://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/47058/1/2019_tcc_azvrpereira.pdf). Acesso em: 23 jul. 2020

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como precificar ações**. São Paulo: Globo, 2007

REILLY, F.; BROWN, K. C. **Investment Analysis & Portfolio Management**. 7ed. Thomson, Mason, 2003.

SAMANEZ, C. **Gestão de Investimentos e Geração de Valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

SANTOS, D. T. S. **Valuation – Avaliação de Empresas. Neoenergia S.A.** Trabalho de conclusão de curso. Instituto de Economia. Rio de Janeiro: UFRJ, 2015.

SAITO, M. B.; TAVORA JUNIOR, J. L.; OLIVEIRA, M. R. G. **A teoria das opções reais: uma aplicação a projetos de investimento em inovação tecnológica considerando-se o valor da flexibilidade gerencial.** VII SEGeT – Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia – 2010.

SAULES, C. H. **Regressão Linear para Múltiplos do Subsetor Brasileiro de Construção Civil.** MBA em Finanças e Gestão de Risco – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011.

SCHELLER, F. **“Estamos vários anos atrasados no digital”, diz presidente da Via Varejo.** Site Revista EXAME, 2019. Disponível em: <https://exame.com/negocios/estamos-varios-anos-atrasados-no-digital-diz-presidente-da-via-varejo/>. Acesso em 24 jul. 2020.

UOL. Economia. **De cada 10 empresas que fecharam no país, 4 foram afetadas pela pandemia.** 2020. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2020/07/16/ibge-covid-empresas.htm>. Acesso em: 30 jul. 2020.

VIA VAREJO. **Nossa História.** 2020. Disponível em: <https://www.viavarejo.com.br/nossa-historia/>. Acesso em: 26 fev. 2020.

VIA VAREJO. **Relação com os investidores.** Via Varejo realiza migração de ações para o Novo Mercado. 2018. Disponível em: [http://www.ri.viavarejo.com.br/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&tipo=52980&conta=28&id=255661#:~:text=Sobre%20a%20Via%20Varejo&text=A%20companhia%20possui%20capital%20aberto%20na%20B3%20desde%202013.](http://www.ri.viavarejo.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=52980&conta=28&id=255661#:~:text=Sobre%20a%20Via%20Varejo&text=A%20companhia%20possui%20capital%20aberto%20na%20B3%20desde%202013.). Acesso em: 11 jul. 2020.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos.** 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

## ANEXOS

### ANEXO A - Balanço Patrimonial Via Varejo

**Quadro 05: Balanço Patrimonial Via Varejo 2015 a 2019**

XLSWrite 1.34 Copyright(c) 1999,2000 Axolot Data					
	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2015</b>
<b>Ativo Total</b>	<b>24.423.999</b>	<b>21.056.000</b>	<b>19.931.001</b>	<b>17.526.999</b>	<b>16.288.000</b>
Ativo Circulante	12.452.000	13.543.999	12.443.000	10.708.000	10.671.000
Caixa e Equivalentes de Caixa	1.364.000	3.711.000	3.559.000	4.030.000	5.580.000
Contas a Receber	5.112.000	3.768.000	3.988.000	2.782.000	1.915.000
Estoques	4.565.000	4.773.000	4.379.000	3.054.000	2.578.000
Tributos a Recuperar	1.050.000	1.060.000	219.000	581.000	296.000
Despesas Antecipadas	54.000	33.000	0	23.000	33.000
Outros Ativos Circulantes	307.000	199.000	298.000	238.000	269.000
Ativo Realizável a Longo Prazo	5.573.000	4.528.000	4.743.000	3.980.000	3.008.000
Contas a Receber	0	0	201.000	182.000	98.000
Estoques	366.000	217.000	0	0	0
Tributos Diferidos	0	0	439.000	295.000	286.000
Despesas Antecipadas	1.467.000	618.000	0	0	0
Créditos com Partes Relacionadas	0	0	415.000	549.000	408.000
Outros Ativos Não Circulantes	123.000	190.000	3.688.000	2.954.000	2.216.000
Investimentos	145.000	108.000	89.000	144.000	122.000
Imobilizado	5.009.000	1.449.000	1.423.000	1.438.000	1.407.000
Intangível	1.245.000	1.427.000	1.233.000	1.257.000	1.080.000
<b>Passivo Total</b>	<b>24.423.999</b>	<b>21.056.000</b>	<b>19.931.001</b>	<b>17.526.999</b>	<b>16.288.000</b>
Passivo Circulante	15.733.000	14.880.000	14.278.000	12.057.000	9.468.000
Obrigações Sociais e Trabalhistas	401.000	535.000	552.000	477.000	465.000
Fornecedores	7.278.000	8.652.000	7.726.000	5.618.000	3.783.000
Obrigações Fiscais	198.000	163.000	265.000	600.000	489.000
Empréstimos e Financiamentos	4.944.000	3.378.000	3.802.000	3.532.000	2.679.000
Passivos com Partes Relacionadas	119.000	182.000	139.000	188.000	95.000
Dividendos e JCP a Pagar	0	0	15.000	0	0
Outros	2.793.000	1.970.000	1.779.000	1.642.000	1.957.000
Passivo Não Circulante	8.113.000	3.653.000	2.694.000	2.662.000	2.574.000
Empréstimos e Financiamentos	957.000	1.021.000	397.000	407.000	580.000
Passivos com Partes Relacionadas	0	5.000	0	1.000	0
Outros	5.285.000	1.644.000	1.053.000	1.334.000	1.188.000
Tributos Diferidos	6.000	6.000	5.000	14.000	27.000
Provisões	1.865.000	977.000	1.239.000	906.000	779.000
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>578.000</b>	<b>2.523.000</b>	<b>2.959.000</b>	<b>2.808.000</b>	<b>4.246.000</b>
Capital Social Realizado	2.903.000	2.899.000	2.896.000	2.895.000	2.895.000
Reservas de Capital	-857.000	-871.000	-881.000	-886.000	507.000
Reservas de Lucros	0	537.000	944.000	799.000	894.000
Lucros/Prejuízos Acumulados	-1.420.000	0	0	0	0
Ajustes Acumulados de Conversão	0	0	0	0	-50.000
Outros Resultados Abrangentes	-48.000	-42.000	0	0	0

Fonte: Fundamentus (2020)

## ANEXO B - Demonstração do Resultado do Exercício Via Varejo

### Quadro 06: Demonstração do Resultado do Exercício Via Varejo

XLSWrite 1.34 Copyright(c) 1999,2000 Axolot Data

	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	0	0	0	0	0
Deduções da Receita Bruta	0	0	0	0	0
<b>Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços</b>	<b>7.613.000</b>	<b>7.465.001</b>	<b>7.442.000</b>	<b>6.665.000</b>	<b>5.461.000</b>
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-5.369.000	-5.444.999	-5.052.001	-4.459.000	-3.815.999
Resultado Bruto	2.244.000	2.020.000	2.390.000	2.206.000	1.645.000
Despesas Com Vendas	-1.917.000	-1.476.000	-1.606.000	-1.405.000	-1.202.000
Despesas Gerais e Administrativas	-388.000	-306.000	-283.000	-265.000	-132.000
Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	0	0	0	0	0
Outras Receitas Operacionais	0	0	0	0	-8.000
Outras Despesas Operacionais	-973.000	-503.000	-76.000	-109.000	-112.000
Resultado da Equivalência Patrimonial	15.000	19.000	6.000	-7.000	-110.000
Financeiras	-188.000	-166.000	-191.000	-319.000	-283.000
Receitas Financeiras	0	0	0	0	-66.000
Despesas Financeiras	0	0	0	0	154.000
Resultado Não Operacional	0	0	0	0	0
Receitas	0	0	0	0	0
Despesas	0	0	0	0	0
<b>Resultado Antes Tributação/Participações</b>	<b>-1.207.000</b>	<b>-412.000</b>	<b>240.000</b>	<b>101.000</b>	<b>-202.000</b>
Provisão para IR e Contribuição Social	0	0	0	0	74.000
IR Diferido	0	0	0	0	60.000
Participações/Contribuições Estatutárias	0	0	0	0	0
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0	0	0
Part. de Acionistas Não Controladores	0	0	0	0	0
<b>Lucro/Prejuízo do Período</b>	<b>-854.000</b>	<b>-279.000</b>	<b>129.000</b>	<b>75.000</b>	<b>-166.000</b>

Fonte: Fundamentus (2020).