

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
Departamento de Economia



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA GUARARAPES S.A.

por

Nicolas Chor Goldenstein

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
Departamento de Economia



UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA:

Grupo Guararapes Confeções S.A.

Nicolas Chor Goldenstein

Matrícula nº 1611206

Professora Orientadora: Maria Elena Gava

Coordenador de Monografia: Márcio Garcia

2019.2

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pela professora tutora.

As opiniões expressas nesse trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, por terem me apoiado e estado do meu lado ao longo dessa trajetória, sempre me incentivando a dar o meu melhor.

As minhas irmãs, por terem sido minhas maiores companhias nessa trajetória e terem me ajudado sempre que foi preciso.

Aos meus grandes amigos do curso de economia: Eduardo Basto, Lucas Souza, Raphael Katz, Gianmarco Gavio e Victor Hugo, por terem me acompanhado ao longo desta nobre jornada.

Aos integrantes do Departamento de Economia da PUC-RJ, por serem os grandes responsáveis por toda a bagagem econômica que eu adquiri e pelo enriquecimento cultural.

A minha orientadora Maria Elena, por sua atenção, dedicação e apoio ao longo desse projeto.

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1 — INTRODUÇÃO	8
1.1 Contexto.....	8
1.2. Metodologia.....	8
CAPÍTULO 2 — INTRODUÇÃO AO VALUATION E DEMOSNTRATIVO FINANCEIRO	9
2.1. Análise Fundamentalista	9
2.1.1. Demonstração do Resultado do Exercício.....	11
2.2. Balanço Patrimonial	12
CAPÍTULO 3 — FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	14
3.1. <i>Free Cash Flow to Equity</i> x <i>Free Cash Flow to Firm</i>	14
3.2. <i>Weighted Average Cost of Capital</i> (WACC)	17
3.2.1. <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM)	18
3.2.2. Taxa Livre de Risco (R_f)	18
3.2.3. Prêmio de Risco ($R_m - R_f$).....	19
3.2.4. Beta (β)	19
CAPÍTULO 4 — SETOR DE VAREJO	20
CAPÍTULO 5 — GUARARAPES S.A.	25
5.1. Histórico da Empresa	25
5.2. Atividades da Empresa	27
5.3. Próximas Etapas de Geração de Valor	31
CAPÍTULO 6 — VALUATION GUARARAPES S.A.	32
6.1. Receita	33
6.2. Imposto	34
6.3. Custo de Mercadoria Vendida	35
6.4. Despesas Operacionais	35
6.5. Capex	37
6.6. Capital de Giro	38
6.7. Taxa de Desconto	39
6.7.1. Custo de Capital Próprio	40
6.7.2. Custo de Capital de Terceiros.....	41

6.8. Preço Justo	41
CONCLUSÃO	44
BIBLIOGRAFIA	46

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)	11
Figura 2. Balanço Patrimonial	13
Figura 3. Resumo do valor de um ativo	14
Figura 4. Lucro líquido por segmento	27
Figura 5. Organograma de acionistas	28
Figura 6. Evolução número de lojas Riachuelo.....	29
Figura 7. Distribuição das lojas pelo país.....	29
Figura 8. Tamanho das Lojas.....	30
Figura 9. Comparação do público alvo	31
Figura 10. Projeção IPCA	34
Figura 11. Projeções DRE	36
Figura 12. Projeções DRE	36
Figura 13. Cálculo do CAPEX	37
Figura 14. Projeção do CAPEX	37
Figura 15. Cálculo do Capital de Giro	38
Figura 16. Componentes do cálculo de capital de giro	38
Figura 17. Componentes do cálculo de capital de giro.....	42
Figura 18. Cálculo do FCFE	42
Figura 19. Cálculo do FCFE	42
Figura 20. Resumo do valor justo do ativo.....	43

CAPÍTULO 1 — INTRODUÇÃO

1.1. Contexto

Com os avanços e o desenvolvimento do sistema financeiro, a sociedade mundial passou a ter, cada vez mais, acesso facilitado ao mercado de capitais. Nesse contexto, diante do surgimento de gestoras com performances de alta rentabilidade, tornou-se recorrente o interesse pela cultura e forma de investimento dos profissionais da área.

No campo de investimentos, os mais bem-sucedidos investidores, como Warren Buffet¹ e Benjamin Graham², adotam o conceito de *value investing*, método focado na análise fundamentalista de empresas, que procura encontrar o verdadeiro valor de uma empresa, para então concluir se há um desconto no preço da ação. Assim, para um investimento bem-sucedido, percebemos a relevância do processo de avaliação da empresa, processo este conhecido como “*valuation*”³.

Esse trabalho será dedicado à análise do Grupo Guararapes Confeções S/A, para encontrar o verdadeiro valor da empresa, levando em consideração os fundamentos da empresa e do setor e as perspectivas futuras. Nesse prisma, serão adotadas premissas bem embasadas, que nortearão o processo.

1.2. Metodologia

Em um primeiro momento, será abordada a temática do *valuation*, abrangendo os diferentes métodos de avaliação de empresas. Assim, será necessário explicar brevemente os principais demonstrativos financeiros, que serão fundamentais no processo de *valuation*. É válido ressaltar que dentre os métodos utilizados para realizar o *valuation*, será explicado com mais detalhes o

¹ Investidor e filantropo americano considerado o mais bem-sucedido investidor do século XX.

² Economista americano, precursor da estratégia de investimentos em ações, “*buy and hold*” (compre e segure), adotada por Warren Buffet.

³ Termo em inglês para avaliação de empresas.

do Fluxo de Caixa Descontado, uma vez que este é o mais utilizado, de forma geral.

Posteriormente, será abordado o setor de varejo, com o objetivo de apresentar suas características, composição, principais players e público alvo.

Logo em seguida, a empresa será analisada de forma profunda, a fim de destacar suas atividades e as das suas subsidiárias, ressaltando suas vantagens competitivas, as principais diferenças em relação aos seus concorrentes, entre outros aspectos importantes para o melhor entendimento do business.

Por último, haverá a aplicação do método de fluxo de caixa descontado para a Guararapes e, a partir dos resultados encontrados, o valor será analisado para concluir se o preço da ação oferece algum desconto.

CAPÍTULO 2 — INTRODUÇÃO AO VALUATION E DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS

2.1. Análise Fundamentalista

O processo de *valuation* consiste em precificar uma empresa ou ativo para se chegar ao seu valor. Por meio desta prática, pode-se comparar o real valor do ativo com o preço negociado no mercado.

A análise fundamentalista da empresa é feita levando em conta os fundamentos da empresa e projetando seus fluxos futuros. Existem duas diferentes óticas utilizadas ao longo da análise. A principal diferença delas consiste na prioridade que concedem aos cenários macro e microeconômicos.

A primeira delas, denominada *Top-Down* (de cima para baixo), presume que o principal componente de valor da empresa advém de fatores externos (macroeconômicos), tais como: juros, inflação, câmbio, cenário político. Nesse contexto, as decisões de investimento são tomadas baseando-se majoritariamente nas condições externas, para depois adentrar as características da empresa. Assim,

entendemos o conceito de *Top-Down*, quando o termo “top” se refere ao cenário externo à empresa e o termo “down” refere-se à empresa em si.

No sentido contrário, na análise *Bottom-Up* (de baixo para cima) o analista prioriza os fundamentos da empresa em questão, em relação ao cenário externo. Assim, o diferencial da empresa investida é o seu funcionamento. O cenário externo é utilizado em conjunto para analisar a *performance* da empresa, embora em segundo plano.

Os dois métodos mais famosos para a análise fundamentalista são:

(a) O fluxo de caixa descontado

Método que leva em consideração toda a geração de caixa futura da empresa, trazendo a valor presente a uma taxa de desconto que leva em consideração o custo médio ponderado do capital.

Serão expostos mais detalhes desse método ao longo desse estudo.

(b) Análise por múltiplos

Nesse método, realiza-se uma análise comparativa entre diferentes empresas do mesmo setor, de modo a se calcular algumas métricas que são comparadas entre as empresas.

Esse método é mais utilizado em alguns setores específicos. Alguns exemplos de múltiplos são: *Price/earnings*⁴, *firm value/ebitda*⁵, entre outros.

Para qualquer um dos métodos abordados, é necessário entender com profundidade a parte contábil da empresa. Para isso, é preciso que o analista tenha um forte conhecimento acerca dos principais demonstrativos financeiros. Serão abordados, então, neste capítulo, a Demonstração do Resultado do Exercício e o Balanço Patrimonial, que são os dois demonstrativos mais utilizados na análise empresarial.

⁴ Termo em inglês para preço/lucro.

⁵ Junção de indicadores que dá uma ideia ao investidor de quanto tempo levaria para o lucro operacional da empresa (EBITDA) pagar o investimento feito para comprá-la.

2.1.1. Demonstração do resultado do exercício (DRE)

Encara-se esse demonstrativo como uma fonte para a análise da empresa ao longo de um período de tempo, com o objetivo de apresentar de forma resumida o resultado do conjunto de operações da empresa. Assim, tornam-se explícitas a receita gerada e os custos e despesas.

Pode-se separar as principais atividades lucrativas de uma empresa por meio das seguintes divisões:

- a) Lucro Bruto: encontrado através da venda de mercadorias ou serviços, é a diferença entre o valor de venda e os seus custos de produção do bem ou serviço;
- b) Lucro Operacional: corresponde ao lucro obtido através das operações, diminuindo os gastos com os setores administrativos e comerciais;
- c) Resultado Líquido do Exercício ou Lucro Líquido: é a última linha da demonstração do resultado.

Em resumo, os componentes da DRE podem ser vistos nessa ilustração abaixo, extraída do livro “Contabilidade básica” de José Carlos Marion:

Receita
(-) CMV
Lucro Bruto
(-) Desp. Vendas
(-) Desp. Administrativas
EBITDA
(-) Depreciação
(-) Desp. Financeiras
Lucro Operacional
(-) Imposto de Renda/Contr. Social
Lucro Líquido

Figura 1 – Demonstração do Resultado do Exercício
Fonte: Contabilidade básica, José Carlos Marion

2.2. Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial, diferentemente da DRE, reflete as condições da empresa na data em que foi elaborado. Assim, enquanto na DRE são encontradas informações de um período temporal, no balanço há uma “foto” da empresa em um determinado momento.

Antes de se explorar suas principais características, é necessário abordar o método das partidas dobradas, o qual se encontra bem explicado no livro de Introdução à Contabilidade da FGV, de Ian Muniz.

Nele, o autor explica que por meio do método, toda operação financeira pode ser interpretada como tendo uma origem e uma aplicação de recursos. Assim, todos os investimentos e dispêndios feitos por uma empresa têm como origem recursos próprios (Patrimônio Líquido) ou de terceiros (empréstimos, fornecedores, empregados) que financiam as operações da empresa.

Assim, cada operação será constituída de um débito e um crédito. Saldos credores são registrados como passivos, enquanto saldos devedores são tratados como ativos.

O balanço é um demonstrativo financeiro que reporta os ativos da companhia, seu passivo e o patrimônio líquido. O primeiro consiste nos bens e direitos da companhia, o segundo, suas obrigações e o terceiro, o valor que os sócios possuem da empresa.

O princípio básico dos balanços patrimoniais é que o ativo é igual a soma do passivo com o patrimônio líquido.

Os ativos, que como explicado anteriormente são os bens ou direitos da empresa, são ordenados de acordo com a liquidez que possuem. Assim, são divididos em duas categorias: circulante e não circulante.

No ativo circulante, encontramos os ativos que são realizáveis ou podem ser convertidos em dinheiro em um prazo de até um ano. Dentre seus componentes, pode-se destacar: caixa e equivalente de caixa, aplicações financeiras, contas a receber de clientes, estoques, outros e o total do ativo circulante.

No ativo não-circulante, há ativos cujo prazo de conversão é maior do que um ano, são estes: realizável a longo prazo, investimento (aplicação não relacionada à atividade da empresa), imobilizado (bens e direitos obtidos pela empresa para que ela mantenha seu funcionamento) e intangível (ativos que não têm componente físico, como *software*, patentes, entre outros).

Já o passivo também é dividido entre circulante e não circulante e sua ordenação se dá pelo prazo de vencimento das obrigações.

O passivo circulante representa as obrigações pagas dentro de um ano, como por exemplo: contas a pagar, receita diferida, pagamento a fornecedor, impostos.

No passivo não circulante, encontram-se as obrigações a serem pagas em um período maior do que um ano, como: financiamentos e obrigações fiscais, entre outros.

O Patrimônio Líquido de uma empresa se dá pela quantia investida pelos acionistas da empresa. Ele é calculado como a diferença entre o ativo e o passivo. O patrimônio líquido, no Balanço Patrimonial, se posiciona na coluna do passivo.

Abaixo, observa-se um exemplo de um balanço patrimonial, também extraído do livro “Contabilidade básica” de José Carlos Marion:

ATIVO			PASSIVO E PL		
	31-12-X7	31-12-X6		31-12-X7	31-12-X6
Circulante			Circulante		
Disponível	800	500	Fornecedores	5.000	2.000
Duplicatas a Rec.	6.200	4.500	Salários a Pagar	6.000	4.000
Estoque	10.000	8.000	Impostos a Pagar	2.000	5.000
Total do Circulante	17.000	13.000	Encargos a Pagar	1.000	1.000
Não Circulante			Empréstimos Banc.	2.800	1.000
Realizável a L. P.			Contas a Pagar	200	1.000
Empréstim. a Coligadas	5.000	2.000	Total do Circulante	17.000	14.000
Titulos a Receber	6.000	3.000	Não Circulante		
	11.000	5.000	Exigível a L. P.		
Investimentos			Financiamentos	20.000	10.000
Ações Outras Cias.	4.000	2.000	Patrimônio Líquido		
Terrenos p. Exp.	6.000	4.000	Capital	20.000	10.000
	10.000	6.000	Reservas de Lucros	6.000	3.000
Imobilizado			Total do P. L.	26.000	13.000
Prédios	8.000	4.000			
Veículos	2.000	1.000			
Móveis e Utens.	4.000	2.000			
Máquinas e Eq.	4.000	2.000			
	18.000	9.000			
Intangível					
Marcas e Patentes	7.000	4.000			
Total Não Circulante	46.000	24.000			
Total	63.000	37.000	Total	63.000	37.000

Figura 2 – Balanço Patrimonial
Fonte: Contabilidade básica, José Carlos Marion

CAPÍTULO 3 — FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Neste capítulo, será abordado com mais profundidade o método de fluxo de caixa descontado.

Conforme introduzido previamente, este método tem como objetivo principal avaliar a geração de caixa da empresa. O intuito é encontrar o real valor de uma empresa, trazendo todos os seus fluxos de caixa futuros para valor presente, a uma taxa de desconto calculada, por meio da qual serão refletidos os riscos envolvidos na geração do fluxo.

Assim, os investidores estão interessados em avaliar a empresa não só pela sua situação no presente, mas também refletindo benefícios ou prejuízos causados no futuro.

Para iniciar o estudo, será introduzido um pequeno resumo de Aswath Damodaran, que é um professor de finanças corporativas e avaliação de empresas da Universidade de Nova Iorque e visto como referência no campo de aprendizado sobre *valuation*:

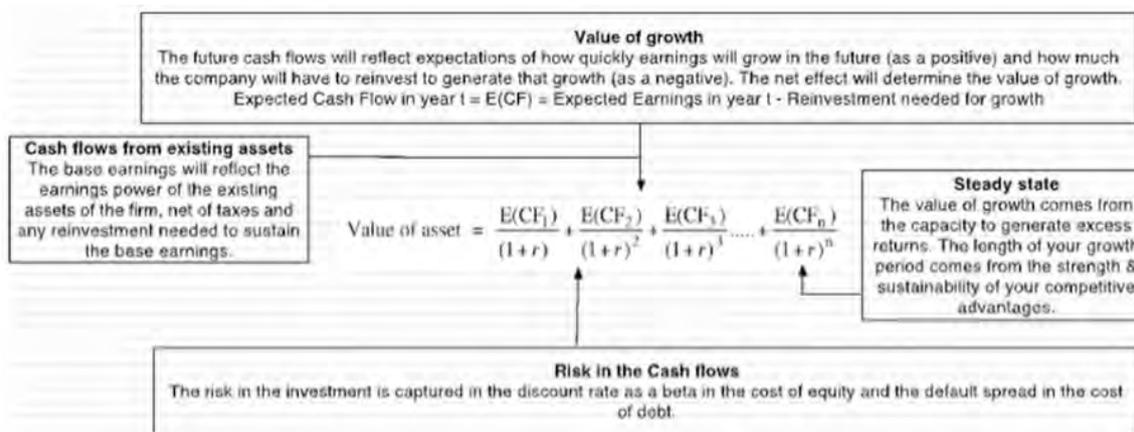


Figura 3 – Resumo do valor de um ativo
Fonte: Aula de Damodaran, na faculdade NYU

Conforme introduzido, o valor de um ativo se dá pelo somatório dos fluxos de caixa futuros descontados. No resumo de Damodaran, o componente de valor do crescimento pode ser refletido na geração de caixa dos fluxos futuros,

subtraídos dos reinvestimento necessário a cada ano (que tem efeito negativo sobre a entrada de caixa), destacando que um importante fator nesse processo é, além da capacidade da empresa de gerar retorno, a força e capacidade de sustentação de vantagens competitivas.

Essa característica é bem destacada por grande parte dos investidores. Um exemplo interessante é no livro “The little book that builds wealth”, de Pat Dorsey, que é sobre a mentalidade de investimento de um dos maiores fundos de investimentos do mundo, o Morningstar⁶.

Na visão deles, vantagens competitivas duradouras e de difícil alcance para outros competidores são fatores que geram valor para a empresa. Por fim, é possível observar na explicação de Damodaran que o risco do investimento é incorporado no valor do fluxo de caixa através de uma taxa de desconto.

Nesse contexto, percebe-se a importância de adotar premissas corretas para o cálculo da taxa de desconto para projetar os fluxos de caixa da forma correta.

Neste método, chega-se a resultados com óticas diferentes: o fluxo de caixa disponível para o acionista e o fluxo de caixa disponível para a firma. É interessante entender a diferença entre eles, pois assumem funções diferentes no processo de análise de uma empresa. Em seguida, serão vistos, com mais detalhes, esses dois fluxos.

3.1. *Free Cash Flow to Equity x Free Cash Flow to Firm*

O fluxo de caixa disponível para o acionista é uma medida que avalia o fluxo disponível para os *shareholders*⁷, depois que os gastos, despesas e reinvestimentos são pagos pela companhia. Para o cálculo deste fluxo, há a seguinte fórmula:

FCFE = lucro líquido (-) gastos com capital (CAPEX) (+) depreciação e

⁶ Empresa independente provedora de dados e análise de investimentos

⁷ Termo utilizado para se referir aos acionistas

amortização (-) variação da necessidade de capital de giro (-) resultado financeiro
 (-) amortização

Assim, a partir da equação abaixo, pode se encontrar o valor do *equity*⁸:

$$\sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + Ke)^t}$$

Equação: Fluxo de caixa descontado para o acionista

Onde:

FCFE_t = Fluxo de caixa disponível para o acionista no período t

Ke = Cost of equity, que incorpora os riscos envolvidos nos fluxos do acionista

Por outro lado, o fluxo de caixa disponível para a firma leva em consideração o fluxo livre para a firma como um todo, ou seja, tanto para acionistas quanto para credores.

Desse modo, a taxa de desconto incorpora os riscos envolvidos na ótica de ambas as partes. Assim, utiliza-se o Weighted Average Cost of Capital (Custo Médio Ponderado de Capital).

Nesse sentido, observa-se, então, que o valor da firma é dado pela expressão:

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to Firm}_t}{(1+WACC)^t}$$

Equação: Fluxo de caixa descontado para a firma

Onde:

CF to firm_t = Fluxo de caixa disponível para a firma no período t

⁸ Capital próprio

WACC= Weighted Average Cost of Capital

Agora, serão vistos com mais detalhes o WACC e a forma de calculá-lo.

3.2. *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*

O *Weighted Average Cost of Capital* é o Custo Médio Ponderado de Capital, que incorpora o custo da dívida, ou de tomar empréstimo, e o custo requerido pelo investidor para se tornar acionista da empresa.

A partir deste conjunto, há uma taxa de desconto definida, por meio da qual os fluxos futuros serão trazidos a valor presente. Esta taxa mede o custo de uma companhia financiar suas atividades, levando em consideração a estrutura de capital da empresa (proporção entre dívida e recursos próprios). Assim, quanto maior o WACC, maiores são os custos para a empresa se financiar.

Abaixo, explicita-se a fórmula de cálculo do WACC e logo em seguida, o que representam e como são calculados os seus termos:

$$WACC = Ke \times \left(\frac{E}{D+E} \right) + Kd \times \left(\frac{D}{D+E} \right)$$

Equação: WACC

Onde:

Ke= Custo do equity (capital próprio)

Kd= Custo da dívida

E= Total do capital próprio

D= Total da dívida (capital de terceiros)

3.2.1. **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**

Para estimar o valor do custo do capital próprio, utiliza-se o modelo de precificação de ativos financeiros conhecido como *Capital Asset Pricing Model*

(CAPM). De acordo com Póvoa, o modelo foi baseado em hipóteses simplificadoras:

- a) Inexistência de custos de transação;
- b) Liquidez de compra e venda nos mercados;
- c) Simetria de informações no mercado
- d) Possibilidade de diversificação (eliminação) total do risco específico da ação, a partir da
- e) Construção de um portfólio.

Assim, encontra-se a equação definida pelo modelo, por meio da qual:

$$K_e = R_f + \beta m(R_m - R_f)$$

Equação CAPM

Onde:

R_f = retorno obtido pelo ativo livre de risco (cada país possui o seu referencial)

β = Beta do investimento (reflete a relação entre o retorno da ativo e o retorno do mercado)

$(R_m - R_f)$ = Prêmio de risco de mercado (*Market risk premium*)

3.2.1.2. Taxa livre de risco (R_f)

Para a taxa livre de risco, utiliza-se um referencial diferente de acordo com o país. Em geral, é usada a taxa refletida em algum título do governo como referência, dado que são considerados “risk free” (livres de risco). Um exemplo prático é o uso do *Treasury*⁹, nos Estados Unidos.

⁹ Título americano considerado livre de risco

3.2.1.3. Prêmio de risco ($R_m - R_f$)

O prêmio de risco pode ser considerado como a recompensa por obter o risco do ativo, quando comparado com investimentos de renda fixa, considerados livres de risco. Nesse contexto, o investidor exige um “prêmio” para adquirir um ativo arriscado, que pode gerar perdas futuras.

3.2.1.4 Beta (β)

O Beta é uma medida do risco sistemático de uma ação em comparação com o mercado. O risco sistemático é o risco que afeta o mercado como um todo, sendo, portanto, difícil de anular por ser imprevisível. Assim, o Beta representa a volatilidade de um ativo em relação à volatilidade do mercado.

O Beta tem seu cálculo feito baseado em uma regressão que considera o próprio ativo e uma carteira do mercado. Nesse contexto, pode-se interpretar o coeficiente “Beta” como uma relação de quanto o retorno do ativo varia, em relação a uma variação do mercado.

Quando o Beta possui valor maior que 1, dizemos que o ativo possui volatilidade maior que a do mercado; quando Beta é igual a 1, o ativo se movimenta da mesma forma que o mercado e quando Beta menor que 1, o ativo tem uma sensibilidade menor no seu preço em relação a variações do mercado.

Formalmente definindo, o Beta é uma medida definida como a covariância entre o retorno do ativo e o retorno da carteira do mercado, dividido pela variância dos retornos da carteira do mercado ao longo de um intervalo de tempo:

$$\beta_j = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Var(R_m)}$$

Equação do Beta
Fonte: Damodaran

Onde:

β_j = Beta do ativo em questão

$Cov(R_j, R_m)$ = Covariância entre o retorno do ativo e o da carteira do mercado

$Var(R_m)$ = Variância dos retornos da carteira de mercado

CAPÍTULO 4 — SETOR DE VAREJO

O setor varejista tem diversos nichos de consumo com modelos de negócio distintos, o que acaba por resultar em uma série de posicionamentos existentes.

O objetivo nesta parte introdutória é esclarecer quais são essas possibilidades, adentrando uma comparação entre os modelos principais. Assim, serão explicitadas as diferenças e vantagens envolvidas nos diferentes modelos de negócio.

Em relação ao modelo de lojas varejistas, existem, basicamente, as lojas satélites, que são as lojas de menor porte (podem adotar o modelo de franquias) e as lojas de Departamento e Magazines, conhecidas como lojas âncoras. Estas são lojas em shopping centers que se destacam por seu tamanho e possuem capacidade de atrair fluxo de pessoas para o shopping.

Neste setor, é importante ressaltar a sensibilidade a preço, uma vez que o poder de mercado é extremamente limitado. Isso ocorre pois existem muitos agentes com bens considerados “substitutos”. Além disso, como a margem de lucro por mercadoria é pequena, erros por detalhes podem ser significativos para causar maus resultados.

Neste momento, para entender o funcionamento do setor, é preciso destacar a forma como as lojas são estruturadas, de acordo com as suas propostas.

Em primeiro plano, há uma nítida diferença de tamanho médio das lojas, sendo as satélites, ou lojas especializadas, com medição de 50 a 150m² e as âncoras com lojas que ultrapassam 2.000 m². É válido ressaltar que, em geral, a mudança no tamanho implica em modelos de negócio que podem variar, dificultando a comparação direta entre as vantagens de cada. No entanto, existe uma tendência

de diminuição de tamanho médio, em função da saturação dos polos mais movimentados.

Nesse contexto, é possível sinalizar uma questão relacionada ao aluguel. Enquanto as lojas âncoras se localizam majoritariamente em *shoppings* (Renner mais de 90%, Riachuelo 80%), elas possuem poder de negociação maior por atraírem um fluxo relevante de pessoas para o shopping.

As lojas especializadas atingem um aluguel de 300% a 500% mais caro que as lojas âncoras, tendo um custo de ocupação significativamente maior. Um aspecto importante são os benefícios oferecidos pelos shoppings às lojas âncoras em expansão, visando atraí-las.

Adentrando a análise dos shoppings, é preciso ressaltar que são um importante veículo de consumo no Brasil e promovem uma série de benefícios sociais, como fluxo mais constante de pessoas e segurança. De meados de 2014 a meados de 2016, o número de shopping centers no País cresceu de 495 para 549, onde foram abertas 7 mil novas lojas, que comercializam artigos de moda.

Com relação ao SG&A (*Selling, General and Administrative expense*, que representa despesas administrativas e de vendas) observa-se, no setor de varejo, um componente importante ligado à centralização de atividades administrativas e processo mais burocráticos. Essa centralização pode ser observada no processo de desenvolvimento de produtos (estilistas, designers, entre outros envolvidos no processo) e na unificação de publicidade e marketing, controle de segurança e roubo, atendimento ao consumidor.

Uma outra importante diferença do setor se dá na integração vertical da cadeia. A maior parte das peças de vestuário vendidas no Brasil são fabricadas localmente. Segundo o formulário de referência da Renner e da Guararapes, esse número é superior a metade das peças vendidas para a Renner e para Guararapes se aproxima de 70%.

Nesse contexto, é importante destacar que Brasil não é grande produtor de tecido e a matéria-prima. Na maior parte das vezes, esses artigos vêm do exterior. No entanto, a confecção (etapa final, criação da moda) é em grande parte

doméstica. Nesta etapa, a mão de obra é intensiva e muito importante, uma vez que envolve muita coordenação, em busca de um menor *lead time*¹⁰.

Nesse contexto, a qualidade do produto é uma variável importante de competição. Em relação ao controle de qualidade dessas mercadorias, observa-se que as empresas de maior porte conseguem implementar controles mais sólidos, podendo haver engenheiros dentro das empresas fornecedoras. O controle se torna ainda mais importante quando a mão de obra é intensiva.

É válido ressaltar que, nesse ramo, não é incomum ocorrências de trabalho análogo à escravidão, o que prejudica a marca do ponto de vista do cliente. Nesse sentido, a presença de funcionários da empresa no processo de produção das fornecedoras viabiliza o conhecimento total sobre a qualidade do trabalho envolvido.

Pode-se observar uma característica importante no relacionamento das empresas e de seus fornecedores. Dependendo do volume de mercadorias, é recorrente que fornecedores ofereçam preços atrativos como forma de investimento no cliente, visando fidelizá-lo. Assim, esse tipo de relação favorece a redução dos custos. Nesse contexto, há poder de barganha na negociação.

No ramo varejista, é de extrema importância destacar a assertividade envolvida no planejamento das empresas. Isto é, no âmbito da conversão dos produtos, que envolve previsão e adaptação a demanda. Esse processo inclui desde tendências de moda até previsão de clima regional e assume consequências sobre a cadeia inteira.

Nesse contexto, ao ser assertivo, a empresa reduz o *markdown*¹¹, que é uma estratégia muitas vezes adotada por varejistas. Esta consiste na prática de se reduzir temporariamente o preço dos artigos, para aumentar o fluxo de vendas, melhorando a margem e aumentando o fluxo do estoque.

¹⁰ Termo em inglês utilizado para se referir à duração do ciclo total de produção

¹¹ Redução dos preços, que levam a descontos

As lojas maiores possuem um modelo “*all in one place*”¹², que, quando bem organizado, maximiza significativamente a probabilidade de o cliente encontrar o produto desejado. No entanto, como as *magazines* maiores adotam um modelo de autoatendimento, uma vantagem das lojas menores é a oportunidade de induzir o consumidor à compra, por meio do vendedor.

Um elemento relevante é a figura do centro de distribuição. O estoque nas lojas das grandes empresas passou de 40% do tamanho antigamente para 15% hoje em dia. A implementação de centros de distribuição espalhados, com logística capaz de atender rapidamente as lojas permitiu a redução significativa do estoque.

Por outro lado, atentando para a ótica fiscal, muitas vezes as varejistas assumem desvantagens. Uma vez que se estima que 40% das empresas do setor não pagam imposto, parte da ineficiência supracitada é compensada, quando 40% do preço final nas prateleiras é a incidência dos impostos. No entanto, a tendência é de maior formalização, com aumento do cerco arrecadatório do governo, através de uma série de medidas, como exigências de notas fiscais eletrônicas e uso do cartão de crédito.

Com a tendência de formalização, grandes redes se beneficiaram de escala na elisão fiscal. Esta é uma prática contábil que proporciona o ajuste de uma empresa à forma mais vantajosa de pagamento de impostos, sem práticas que burlem a lei. Além disso ainda existe um alto imposto de importação, de 35% sobre peças de vestuário, as roupas importadas ainda são submetidas a quatro outras taxas que, somadas, podem chegar a 140% do valor do produto: IPI, PIS, Cofins e ICMS.

Nesse aspecto, é válido analisar o retorno das lojas, baseado no perfil de experiência do consumidor ao realizar uma compra. De maneira geral, as lojas âncoras possuem um forte fluxo, acelerado pela possibilidade de pagamento parcelado. Essa modalidade proporciona uma série de vantagens, bem como o

¹² Termo em inglês que se refere à presença de mercadorias de diferentes setores na mesma loja

fluxo por recorrência na loja, devido aos pagamentos de produtos financeiros e carnês.

Nesse contexto, as lojas aumentam sua receita com o pagamento de juros do cliente, ao mesmo tempo em que promove crédito ao cliente. Assim, aumenta a proporção marginal a consumir e cria condições muito vantajosas quando comparado com a concorrência (pequeno *player*). Nessa relação, a empresa captura o cliente, tanto por comodidade, quanto pelo hábito.

Dentre todas as compras no varejo de vestuário, aproximadamente 12% se dão por meio de cartão, enquanto essa proporção passa para 50% no caso das lojas âncoras. Renner e Riachuelo por exemplo têm um número de cartões próprios que chega perto ao número de correntistas do Itaú.

No Brasil, é relevante a parcela da população que obtém crédito diretamente via consumo em loja. Essa dinâmica impulsiona bastante as vendas e inclusive o valor médio de compras nas lojas, que na Renner e Guararapes é maior para compras com cartão da loja. Em função da “compra por impulso”, o consumidor leva mais itens do que pretendia pela facilidade do pagamento. Assim, o consumidor que detém um cartão marca própria gasta até 55% mais do que os que utilizam outras formas de pagamento.

Outro fator de destaque, envolvido no serviço de possuir cartões próprios, é funcionar como um mecanismo de coleta de informação do consumidor e seus padrões de consumo. Assim, é uma oportunidade de melhorar a assertividade, e ações de venda direcionada.

O cartão é um meio de fidelização do cliente, melhorando a recorrência de vendas, oferecendo condições mais vantajosas para os clientes “fidelizados” como programas de pontos e descontos. Esse público, em geral, está alocado no mercado de trabalho informal. É necessário destacar a barreira de entrada para o modelo de “*private label*”¹³. Além de capturar o cliente, esse modelo envolve uma

¹³ Termo utilizado para se referir ao cartão de crédito exclusivo da marca

infraestrutura mínima, como o controle de crédito e uma série de elementos que dificultam a entrada dos participantes menores do mercado.

É válido, também, adentrar a análise para uma área recente no setor, mas que já é promissora para o futuro, o e-commerce. Esta é uma tendência forte, representando, nos EUA, 15% do mercado de vestuário. De modo geral, vem crescendo bastante no Brasil, ainda é pouco relevante, mas é difícil comparar com outros países.

Um fator que influencia sobre o pouco desenvolvimento desta modalidade no Brasil é a dificuldade de se ter uma estrutura robusta para a entrega do produto. Dessa forma, a última etapa da operação (entrega) é fundamental para a impressão que o consumidor terá sobre a empresa. Nesse contexto, acredita-se que a consolidação desse serviço de entrega ainda é um passo prévio para que o e-commerce ganhe cada vez mais espaço no mercado brasileiro.

CAPÍTULO 5 — GUARARAPES S.A.

5.1. Histórico necessário

Conforme descrito no formulário de referência da empresa: a história da Guararapes teve início em 1947, quando os irmãos Nevaldo e Newton Rocha abriram sua primeira loja de roupas chamada "A Capital", em Natal (RN).

Quatro anos depois, a empresa implantou uma pequena confecção em Recife (PE) e adquiriu vários pontos de venda, em um momento em que o mercado de roupas no Nordeste começava a se desenvolver.

Em outubro de 1956, os irmãos Nevaldo e Newton Rocha fundaram a Guararapes, em Recife (PE). Dois anos depois, sua matriz foi transferida para Natal (RN), com a inauguração de sua primeira fábrica, com 2.700m² de área construída e onde se mantém até os dias de hoje.

No início da década de 1970, o capital da empresa foi aberto e, em 1976, foram construídas as fábricas de Fortaleza (CE) e de Mossoró (RN). Nesse mesmo

ano foi criada a cadeia de lojas Super G. Em 1979, a Guararapes adquiriu as lojas Riachuelo e Wolens, expandindo sua atuação para o varejo têxtil, área responsável pelo maior crescimento do Grupo atualmente. Nesse mesmo ano, foi inaugurada a Guararapes Têxtil em Natal (RN), com 40.000m² de área construída.

Em 1997, a unidade fabril de Natal (RN) foi transferida e ampliada para o distrito industrial de Extremoz (RN), hoje com área construída de 150.000m², responsável pela produção da malharia do Grupo e por parte da camisaria, enquanto as três unidades fabris de Fortaleza (CE) produzem tecido plano (sarja, jeans e camisaria).

O Grupo Guararapes vem investindo em pesquisa, criação, desenvolvimento e no processo de distribuição para desenvolver seu modelo integrado, a fim de aperfeiçoar o *timing*¹⁴ entre o desenvolvimento do produto e a entrega nas lojas. Para isso, há três centros de distribuição, um em Extremoz (RN), com 58.000m², outro em Guarulhos (SP), com 100.000m² e outro em Manaus, com 6.000m².

Além da Riachuelo, o Grupo é proprietário da Midway Financeira, do Shopping Midway Mall e da Transportadora Casa Verde.

Atualmente, 100% da produção da Guararapes é destinada à Riachuelo. Esse processo passou a ser desenvolvido com maior intensidade a partir de 2005. Porém, apenas em 2008 a produção passou a ser totalmente direcionada para a rede de lojas do Grupo Guararapes.

Além da relação entre varejo e Confecção, a Companhia mantém a gestão integrada também de sua operação financeira, fato que permite que a Companhia seja o único *player*¹⁵ a integrar as três vertentes de seu negócio: varejo, indústria e financeira.

Para os momentos mais importantes no desenvolvimento da história da marca, destacam-se os seguintes:

¹⁴ Termo utilizado para se referir a divisão do tempo nas diferentes tarefas

¹⁵ Investidor de capital capaz de mudar a perspectiva de uma região que escolhe representar.

- 1947: Começou no ramo de vestuário, no Nordeste
- 1957: Passou a confeccionar produtos
- 1970: Abertura de capital
- 1979: Compra da cadeia Riachuelo
- 2005: Inauguração do Midway Mall
- 2008: 100% da produção da Guararapes é para a Riachuelo
- 2008: Início da Midway Financeira
- 2017: Inauguração do e-commerce

5.2 Atividades da empresa

No Brasil, os principais *players* (Riachuelo, Renner, C&A Pernambucanas e Marisa) representam menos de 10% do total do mercado. Assim, observa-se que a maior parte do mercado ainda pertence à informalidade.

A Riachuelo é o único *player* a integrar as três vertentes do seu negócio:

Lucro líquido por Segmento	Exercício social findo em 31 de dezembro de					
	2018		2017		2016	
	R\$ 000	%	R\$ 000	%	R\$ 000	%
Varejo	964.928	79,7%	327.443	57,4%	59.372	18,7%
Produtos e Serviços Financeiros	202.715	16,4%	194.105	34,0%	210.109	66,2%
Shopping Center	48.030	3,9%	48.778	8,6%	48.070	15,1%
Total	1.235.674	100,0%	570.327	100,0%	317.551	100,0%

Figura 4 – Lucro líquido por segmento

Fonte: Planilhas do site de RI

Deve-se destacar que a participação de varejo subiu significativamente de 2016 para 2018, a de produtos financeiros sofreu uma queda percentual e a do setor de shopping não sofreu alterações relevantes.

Para se entender melhor a estrutura da empresa, observa-se abaixo o organograma dos acionistas e do grupo econômico:

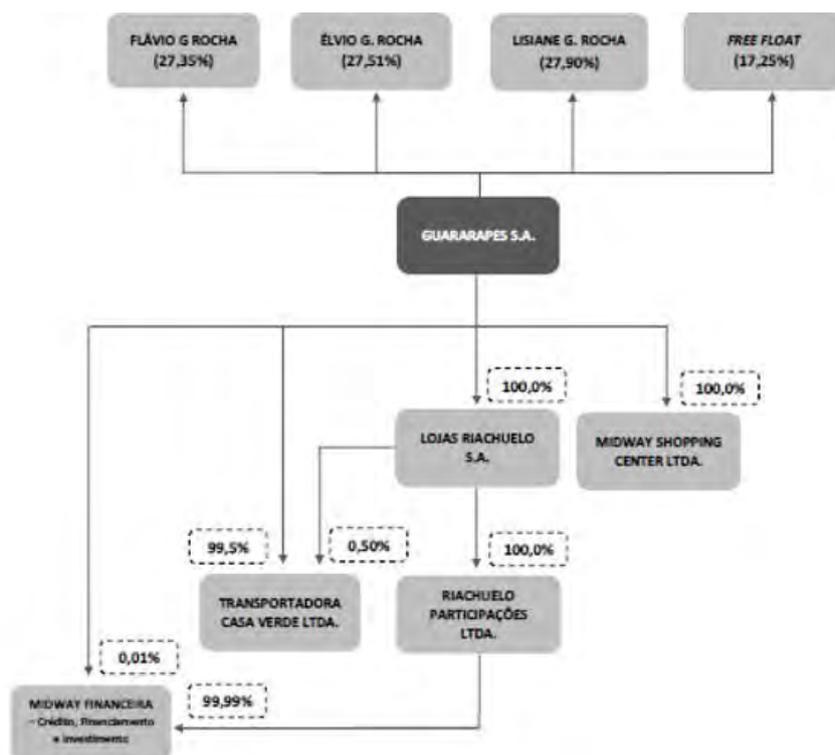


Figura 5 – Organograma dos acionistas
 Fonte: Formulário de referência da empresa

Onde “*free float*” representa o percentual de ações da empresa que se encontra em circulação, excluindo-se as pertencentes aos acionistas controladores.

A empresa tem seu conselho de administração estruturado da seguinte forma: Flávio Rocha é o presidente, Élvio Rocha é o vice-presidente e a Lisiane Rocha é a conselheira efetiva. Já a diretoria se divide em: Nevaldo Rocha na presidência, Oswaldo Aparecido Nunes na vice-presidência e Newton Rocha de Oliveira como diretor de RI.

Abaixo, é possível analisar a evolução do número de lojas Riachuelo pelo Brasil, nos últimos anos:

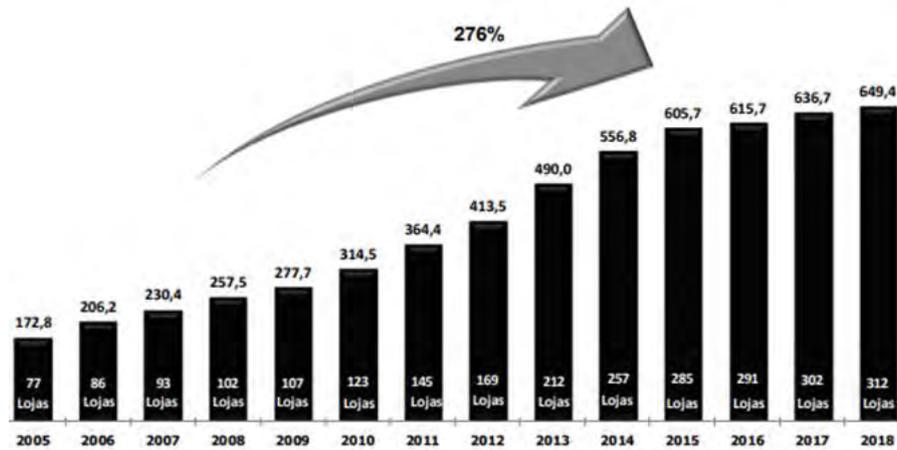


Figura 6 – Evolução do número de lojas Riachuelo
 Fonte: Formulário de referência da empresa

Para aprofundar a análise sobre o funcionamento da empresa, é importante observar a distribuição das lojas pelo país. Desse modo, é possível entender o direcionamento da marca em relação a maior parte dos clientes da empresa e o seu maior apelo em certas regiões.



Figura 7 – Distribuição das lojas pelo país
 Fonte: Apresentação Institucional 2019

É possível observar que há uma maior concentração do número de lojas no sudeste e no nordeste. Apesar da marca possui apelo maior na região nordeste, nos últimos anos, essa região vem perdendo força no consumo da marca. Este fato está correlacionado com o fraco cenário econômico vivido no país.

Além disso, é importante ressaltar a presença expressiva das lojas em shoppings: são 266, enquanto apenas 49 fora deles, ratificando a característica exposta no capítulo anterior.

Expandindo essa análise, é possível observar o tamanho das lojas, por região:

Região	Quantidade	Área Total (m ²)
Norte	24	79.373
Nordeste	71	245.961
Centro-Oeste	30	89.441
Sudeste	142	402.211
Sul	48	122.645
Total	315	939.631

Figura 8 – Tamanho das lojas
Fonte: Formulário de referência da empresa

A partir das informações disponibilizadas pela empresa, observa-se que as lojas de shopping possuem tamanho médio de 2.700 m², enquanto as de rua 4.200 m². Esta análise é relevante para entender a uma importante característica da marca, que é o tamanho das lojas. Assim, a expansão das lojas depende também da disponibilidade de espaço em shoppings.

Nesse contexto, é provável que a empresa encerre o ano de 2019, inaugurando a mesma quantidade de lojas realizada em 2018 — onze lojas. Pretende, ainda, implantar a chamada vitrine infinita - telas com acesso à internet que permitem ao cliente escolher e comprar produtos que não estão disponíveis no ponto de venda.

Além disso, para qualificar ainda mais a experiência do consumidor, a Riachuelo tem o objetivo de definir uma área onde os clientes poderão personalizar suas peças com estampas, bordados e outros detalhes.

Por fim, para tornar a visão sobre a empresa ainda mais robusta, é preciso analisar a forma que ela se posiciona em relação ao seu público-alvo. A Riachuelo visa a democratização da moda, visando as classes C e D como público alvo. Um dado que ratifica essa visão é renda média dos seus 31 milhões de clientes, que é igual a R\$2.450,00.

Comparando com seus concorrentes, temos:



Figura 9 – Comparação do público alvo
Fonte: IBOPE, 2015

5.3. Próximas etapas de geração de valor

Existem algumas transformações possíveis na empresa que podem contribuir para que esta atinja um valor de mercado maior, segundo análise de investidores.

A primeira delas é a mudança do nível de classificação da governança corporativa da empresa para o “Novo Mercado”¹⁶. Este nível de governança é considerado o nível de maior transparência e de garantia de respeito aos acionistas. Muitos investidores são receosos em investir em empresas que não possuem regime classificado como Novo Mercado.

No início do ano, a empresa adotou algumas atitudes que deixou os investidores otimistas com a possível entrada no Novo Mercado, no futuro: a transformação de todas as ações preferenciais em ordinárias e o desdobramento das ações, que aumentou a liquidez da ação.

A segunda oportunidade de geração de valor é a transformação da Midway Financeira em banco digital. O grupo Guararapes esclareceu que pretende ter uma plataforma digital, com produtos financeiros para atender seus clientes. Inclusive, acredita-se que em breve deve possuir autorização do Banco Central para se tornar banco digital. A ação da Guararapes pode se beneficiar, por passar a incorporar o valor de banco digital também. Se analisarmos a empresa por múltiplos, em comparação com outros bancos digitais, haverá um desconto relevante, que poderá ser fonte de aumento de valor da empresa.

Por último, acredita-se fortemente que a empresa pode, eventualmente, vender o Shopping Midway, que é o maior shopping de Natal. Essa venda seria fonte de receita relevante, podendo gerar recursos importantes para a expansão da empresa em outras atividades.

CAPÍTULO 6 — *Valuation* Guararapes (GUAR3)

Neste capítulo, será aplicada toda a teoria estudado ao longo deste trabalho para se chegar no valor da empresa. Para isso, o modelo de fluxo de caixa descontado será adotado.

¹⁶ Segmento da bolsa de valores que reúne as ações de empresas de capital aberto, cuja principal exigência é a proibição da existência de ações preferenciais; ou seja, toda empresa que participa do Novo Mercado só pode emitir e negociar ações ordinárias.

6.1. Receita

A Guararapes possui três fontes de receita, que representam percentuais diferentes da receita final. Receitas do varejo, advindas da venda de produtos da Riachuelo; da receita de locação de lojas do Midway Shopping e das operações de crédito, oriundas das prestações, empréstimos e seguros, da Midway Financeira.

Ao longo da história da empresa, a principal atividade sempre foi o varejo, de onde vem a maior fonte de renda. Diante de um momento de bastante otimismo na economia brasileira, houve a retomada da confiança dos consumidores. Além disso, a expectativa dos investidores é de um horizonte de crescimento longo, com evolução do PIB. A população brasileira vive um período de menor taxa de juros ao longo da história do país, o que estimula ainda mais a atividade do comércio, uma vez que o fácil acesso ao crédito fomenta a atividade econômica.

Nesse cenário favorável, parece incentivado o crescimento da atividade varejista. Ao levar em consideração todas as lojas da Riachuelo, calcula-se aproximadamente uma área total de 946.395 m², que dividindo pelas 318 lojas encontramos área média de 2.976 m².

Assim, considerando que o número de abertura de novas lojas será igual ao crescimento médio ao longo dos últimos 10 anos (12% ao ano), com crescimento de 2% a partir do próximo ano (número razoável para refletir a expectativa do crescimento do PIB no país para os próximos anos), então se encontra o número de lojas nova.

Ao multiplicar o número das novas lojas pelo tamanho médio das lojas e pela área de vendas em m², e ainda considerando que as novas lojas tem um tempo de maturação de 5 anos (conforme gráfico abaixo), calcula-se que a receita cresce por trimestre, em torno de 4%.

Para a receita advinda do Midway Shopping, observa-se como principal fonte de renda o pagamento de aluguel pelos lojistas, o que não é uma fonte de renda muito expressiva para o grupo, se comparado com as atividades de varejo e com os produtos financeiros.

Ao considerar o crescimento da receita financeira nos últimos 10 anos, pode-se perceber que esta tem um crescimento médio da inflação no período somado a um percentual que representa o crescimento real.

Portanto, adota-se a premissa de que a receita cresce em linha com as projeções inflacionárias, em aproximadamente 3,5%, mediante aproximação média de projeção do relatório Focus do Banco Central brasileiro somado a 1% de crescimento real, de forma que a receita crescerá a uma taxa de 4,5%.

Mediana - Agregado	2019		2020		2021		2022	
	Há 4 Rel. de Mercado	Último Rel. de Mercado						
IPCA (%)	3,26	3,31	3,66	3,60	3,75	3,75	3,50	3,50

Figura 10 – Projeção IPCA
Fonte: Relatório Focus, Banco Central

Para o setor financeiro da Guararapes, utiliza-se uma projeção baseada tanto em valores passados, quanto a incorporação de perspectivas otimistas para o futuro deste componente da empresa.

Conforme explicado anteriormente, a perspectiva otimista inclui a expectativa sobre a possibilidade deste setor se tornar banco digital e atrair ainda mais usuários.

Nesse contexto, considerando a perspectiva de aumento da oferta de serviços financeiros e o crescimento médio de 5% nos últimos 10 trimestres, em comparação com o trimestre anterior, adota-se a premissa de que a receita crescerá à taxa de 6,5% (1,5% representa o *upside*¹⁷ presente na transformação em banco digital).

6.2. Imposto

Para se chegar ao lucro líquido, é necessário descontar a provisão para IR e CSLL. Neste modelo, o valor do IR e CSLL será igual a 25% do EBT. Este valor

¹⁷ Potencial de valorização de um ativo.

foi encontrado baseado nesta razão para os últimos 12 trimestres. Essa aproximação tem pouca relevância sobre os resultados do modelo.

6.3. Custo de Mercadoria Vendida

Para os custos dos produtos vendidos, na área de varejo adota-se a premissa de que o custo será igual a 39% da receita líquida, resultado que pode ser observado na maior parte dos trimestres e facilitará as contas.

Para os custos da Midway Financeira, como estes custos são, na média, muito baixos em relação aos custos totais de bens e serviços vendidos, utiliza-se, novamente, o auxílio da projeção do IPCA de 3,5%, para adotar a premissa de que este custo crescerá à taxa inflacionária.

6.4. Despesas Operacionais

As despesas operacionais são as despesas envolvidas no processo de operação da empresa. Assim, considera-se as despesas com as vendas, que são despesas envolvidas unicamente no processo de vendas das lojas Riachuelo, as despesas gerais e administrativas, que são os gastos de uma empresa que não estão ligados a sua atividade de produção.

No caso da Guararapes, como a empresa concede crédito para terceiros, há também a provisão créditos de liquidação duvidosa, que é a provisão do risco de inadimplência da empresa. Existe, ainda, a despesa de depreciação e amortização.

Para projetar as despesas, usa-se a média histórica do percentual de cada um dos componentes da despesa em relação ao lucro líquido do período. Assim, há as seguintes projeções: Despesas com Vendas igual a 20% da receita líquida, Despesas Gerais e Administrativas igual a 6% da receita líquida, Provisão Créditos de Liquidação Duvidosa igual a 8,5% da receita líquida, Despesas de Depreciação e Amortização crescendo o equivalente a 1,5% em relação ao período anterior (uma vez que está aumentando o número de lojas) e Outras receitas (despesas) operacionais igual a 4,5% da receita líquida.

Após as deduções da receita líquida, pelos custos de bens e mercadorias/ serviços vendidos, chega-se ao lucro bruto, do qual são descontadas as despesas, antes de chegarmos no EBIT.

DRE (R\$)	3T19	4T19	1T20	2T20	3T20	4T20
Receita Bruta	2.305.769	2.414.016	2.527.632	2.646.900	2.772.116	2.903.597
Receita Bruta - Mercadorias	1.650.818,25	1.716.851	1.785.525	1.856.946	1.931.224	2.008.473
Receita Bruta - Midway Financeira	637.068,12	678.478	722.579	769.546	819.567	872.839
Receita Bruta - Midway Mall	17.883,00	18.688	19.529	20.407	21.326	22.285
Deduções e outros	(420.317)	(346.393)	(346.393)	(346.393)	(346.393)	(346.393)
Receita Líquida	1.885.452	2.067.623	2.181.239	2.300.507	2.425.723	2.557.204
% YoY						
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(694.231)	(784.914)	(892.260)	(939.801)	(989.679)	(1.042.018)
CPV - Mercadorias	-635.056,12	(723.668)	(828.871)	(874.193)	(921.775)	(971.737)
Custos - Midway Financeira	-59.174,75	(61.246)	(63.389)	(65.608)	(67.904)	(70.281)
Lucro Bruto	1.191.221	1.282.709	1.288.979	1.360.706	1.436.044	1.515.185
Margem Bruta	63%	62%	68%	67%	57%	59%
Despesas operacionais	(1.076.314)	(934.597)	(980.830)	(1.029.297)	(1.080.113)	(1.133.401)
Despesas com Vendas	(478.967)	(413.525)	(436.248)	(460.101)	(485.145)	(511.441)
Despesas Gerais e Administrativas	(190.215)	(124.057)	(130.874)	(138.030)	(145.543)	(153.432)
Provisão Créditos de Liquidação Duvidosa	(293.553)	(175.748)	(185.405)	(195.543)	(206.186)	(217.362)
Despesas de Depreciação e Amortização	(126.329)	(128.224)	(130.147)	(132.099)	(134.081)	(136.092)
Outras receitas (despesas) operacionais	12.750	(93.043)	(98.156)	(103.523)	(109.158)	(115.074)
EBIT	114.907	348.112	308.149	331.409	355.931	381.784

Figura 11 – Projeções da DRE
Fonte: Planilha de fundamentos, site de RI
Elaboração: o autor

Para os trimestres seguintes, observa-se:

DRE (R\$)	1T21	2T21	3T21	4T21
Receita Bruta	3.041.673	3.186.696	3.339.035	3.499.082
Receita Bruta - Mercadorias	2.088.812	2.172.364	2.259.259	2.349.629
Receita Bruta - Midway Financeira	929.573	989.995	1.054.345	1.122.877
Receita Bruta - Midway Mall	23.288	24.336	25.431	26.576
Deduções e outros	(346.393)	(346.393)	(346.393)	(346.393)
Receita Líquida	2.695.280	2.840.303	2.992.642	3.152.689
% YoY				
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(1.096.947)	(1.154.602)	(1.215.126)	(1.278.671)
CPV - Mercadorias	(1.024.206)	(1.079.315)	(1.137.204)	(1.198.022)
Custos - Midway Financeira	(72.741)	(75.287)	(77.922)	(80.649)
Lucro Bruto	1.598.333	1.685.701	1.777.516	1.874.018
Margem Bruta	65%	59%	59%	59%
Despesas operacionais	(1.189.293)	(1.247.923)	(1.309.439)	(1.373.992)
Despesas com Vendas	(539.056)	(568.061)	(598.528)	(630.538)
Despesas Gerais e Administrativas	(161.717)	(170.418)	(179.559)	(189.161)
Provisão Créditos de Liquidação Duvidosa	(229.099)	(241.426)	(254.375)	(267.979)
Despesas de Depreciação e Amortização	(138.133)	(140.205)	(142.308)	(144.443)
Outras receitas (despesas) operacionais	(121.288)	(127.814)	(134.669)	(141.871)
EBIT	409.040	437.777	468.077	500.026

Figura 12 – Projeções da DRE
Fonte: Planilha de fundamentos, site de RI
Elaboração: o autor

6.5. Capex

O termo CAPEX vem do inglês *Capital Expenditure*¹⁸. Assim, esse termo representa a despesa gasta com instalações para manter ou expandir a atividade de uma empresa. Nesse item, consideraremos apenas gasto com a atividade de varejo, dado que as demais atividades da empresa não exigem CAPEX. Para calcular o CAPEX, é utilizada a soma da variação de PP&E (*Property, plant and equipment*¹⁹), que são os ativos vitais para as operações comerciais e não são facilmente conversíveis em dinheiro, com a soma do CAPEX de manutenção (depreciação).

Assim, são encontrados os valores abaixo:

	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19
Capex de manutenção	73.783,97	75.414,40	49.788,39	125.851,44	125.815,65	126.328,75
Variação PP&E	14.342,15	7.683,73	21.440,24	-30.283,94	-19.279,75	-5.282,05
CAPEX	R\$ 88.126,12	R\$ 83.098,12	R\$ 71.228,63	R\$ 95.567,50	R\$ 106.535,90	R\$ 121.046,71

Figura 13 – Cálculo do CAPEX
Fonte: Planilha de fundamentos, site de RI
Elaboração: o autor

A partir destes resultados, projeta-se o CAPEX para os períodos seguintes, utilizando a média histórica deste cálculo nos últimos 6 trimestres, com algumas adaptações considerando a perspectiva de expansão da empresa, encontrando o valor de 13,5% para esta média.

Assim, para os períodos seguintes, são encontrados os resultados abaixo para o CAPEX:

	4T19	1T20	2T20	3T20	4T20
CAPEX	R\$ 137.388,01	R\$ 155.935,40	R\$ 176.986,68	R\$ 200.879,88	R\$ 227.998,66

Figura 14 - Projeção do CAPEX
Elaboração: o autor

¹⁸ Quantia financeira utilizada para aquisição de bens e capital.

¹⁹ Termo utilizado para se referir aos ativos imobilizados

6.6. Capital de Giro

Para calcular o capital de giro, observa-se a variação do ativo circulante e do passivo circulante da empresa. A partir de então, são incluídos os itens: contas a receber, estoque, contas a pagar, provisões de curto prazo, dívida de curto prazo, salários. A fórmula utilizada é: subtração do ativo circulante pelo passivo circulante. Para os períodos mostrados na tabela a seguir, encontra-se:

	1T18	2T18	3T18	4T18	1Q19	2T19	3T19
Capital de Giro	(212.730)	(337.211)	54.231	306.326	(588.744)	(137.687)	84.395

Figura 15 – Cálculo do capital de giro
Fonte: Planilha de fundamentos, site de RI

Para os períodos seguintes, considera-se a projeção baseada em premissas adotadas. Em primeiro plano, destacam-se os salários crescendo com a inflação projetada no longo prazo (3,5%) somando 2%. Este valor representa um crescimento na despesa salarial, em função da perspectiva de expansão.

Para contas a receber de clientes e de clientes bandeira considerando proporções de períodos anteriores e para alguns itens que não se sabe a política adotada para o futuro (como outros créditos, passivo de arrendamento) considerou-se o valor do período anterior como constante.

Abaixo, encontram-se duas tabelas para ilustrar os itens que foram considerados nos cálculos e os seus valores para alguns períodos:

	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20
Ativo Circulante						
Instrumentos Financeiros Derivativos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Contas a Receber de Clientes	1.853.840,95	1.929.765,02	1.864.872,89	1.883.521,62	1.902.356,83	1.921.380,40
Contas a Receber de Clientes Bandeira	1.698.961,00	1.799.278,13	2.026.168,33	2.030.220,66	2.034.281,11	2.038.349,67
Estoques	1.067.843,40	989.635,06	1.126.407,35	1.127.533,75	1.128.661,29	1.129.789,95
Impostos Diferidos ou a Recuperar	430.893,59	432.448,77	447.519,07	447.966,59	448.414,55	448.862,97
Outros Créditos	89.139,75	104.534,40	101.146,79	101.146,79	101.146,79	101.146,79

Figura 16 – Componentes do capital de giro
Fonte: Planilha de fundamentos, site de RI
Elaboração: o autor

	1T19	2T19	3T19	4T19	1T20	2T20
Passivo Circulante						
Fornecedores	433.965,04	410.221,23	551.844,12	584.954,76	620.052,05	657.255,17
Instrumentos Financeiros Derivativos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio	266.916,25	40.615,76	53.512,96	53.512,96	53.512,96	53.512,96
Salários, Provisões e Contribuições Sociais	166.279,31	202.140,39	224.651,22	240.376,80	257.203,18	275.207,40
Impostos, Taxas e Contribuições	114.395,23	236.711,23	264.700,42	269.994,42	275.394,31	280.902,20
Obrigações com Administradoras de Cartão de Crédito	1.160.867,61	1.279.239,20	1.461.248,99	1.475.861,48	1.505.378,71	1.535.486,28
Demais Contas a Pagar	262.509,82	213.301,44	221.119,23	221.119,23	221.119,23	221.119,23
Passivo de arrendamento	932.337,53	876.536,67	880.563,31	880.563,31	880.563,31	880.563,31

Figura 17 – Componentes do capital de giro

Fonte: Planilha de fundamentos, site de RI

Elaboração: o autor

6.7. Taxa de desconto

Uma das últimas etapas para o cálculo do valor da firma pelo método de fluxo de caixa descontado é trazer os fluxos de caixa futuros a valor presente.

Para isto, conforme explicado na abordagem teórica desse trabalho, é preciso definir a taxa pela qual os fluxos serão descontados. Lembrando novamente o método de cálculo desta taxa, utilizando o modelo WACC.

É válido lembrar que, neste processo, é preciso adotar premissas, muitas vezes, intuitivas, a partir de cada analista. Conforme explicado, a fórmula do WACC é:

$$WACC = K_e \times \left(\frac{E}{D+E} \right) + K_d \times \left(\frac{D}{D+E} \right)$$

Equação WACC

Assim, calcula-se primeiramente o custo de capital próprio, para depois se calcular o custo de capital de terceiros.

6.7.1. Custo de capital próprio

Para o cálculo do custo de capital próprio, utiliza-se o modelo CAPM, que tem a seguinte fórmula:

$$Ke = Rf + \beta m(Rm - Rf)$$

Equação CAPM

Assim, é necessário encontrar o Beta, o prêmio de risco de mercado e a taxa livre de risco. Para a taxa livre de risco, embora possa se utilizar o CDI (referência de renda fixa brasileira, considerado livre de risco), é incorporada a taxa SELIC de longo prazo (2022).

Esta escolha reside no fato de que a taxa SELIC tem maior previsibilidade pelo mercado e, sob expectativas ancoradas e confiança no banco central, possui valor muito próximo da taxa DI. Assim, será utilizado o valor de 6,5%, que é o valor definido para a meta da taxa SELIC no ano de 2022, de acordo com o relatório FOCUS de mercado publicado em 25 de novembro de 2019.

Uma observação interessante é notar como o cenário atual de taxa de juros baixo influencia no *valuation* dos ativos, uma vez que, tudo mais constante, o “Ke” fica menor e os fluxos assumem valor presente maior.

O valor do Beta de mercado, que mede a correlação entre o ativo e o mercado, foi consultado no terminal da *Bloomberg* (empresa de dados para o mercado financeiro, que disponibiliza um sistema de operações do mercado no mundo inteiro) e tem valor de 0,91.

O prêmio de risco representa o risco de adquirir um ativo que não o livre de risco. Assim, tem se a soma do risco bolsa e do risco do ativo.

Para os EUA, Damodaran recomenda que seja usado o valor de 5,9%. No entanto, como no Brasil o cenário é constantemente modificado relevantemente, não possuímos uma base consistente para reportar um valor consensual de prêmio de risco.

Nesse contexto, adota-se a premissa de que esse valor é de 5%, que é um valor plausível para se adotar em modelos de empresas do setor de varejo.

Assim, encontra-se, para o custo do Equity (K_e), o valor de 9,69%.

6.7.2. Custo de capital de terceiros

Para o custo da dívida ou custo de capital de terceiros, adota-se o próprio custo reportado pela empresa na última divulgação de resultados, de CDI+1,5%, encontrando um valor de 6,4%.

Ao calcular a proporção entre dívida (D) e patrimônio líquido (Equity), temos que $D/(D+E)$ tem valor de 55% e $E/(D+E)$ tem valor de 45%.

Por fim, encontra-se o seguinte valor do WACC: 6,45%.

6.8. Preço Justo

Partindo de todos os cálculos efetuados acima e das premissas adotadas para o modelo, chega-se na etapa final, que é o cálculo do valor justo para a empresa. Assim, pelo método do fluxo de caixa descontado, são projetados alguns períodos à frente do atual, de modo que, após o último período, calcula-se o valor da perpetuidade.

A perpetuidade é o valor que representa a soma de todos os fluxos de caixa para os períodos a frente (após o último). No modelo deste trabalho, para calcular a perpetuidade, utiliza-se o seguinte método: o valor da soma do fluxo de caixa dos últimos 4 trimestres, que simbolizam o fluxo do último ano projetado, é dividido pela diferença do WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) com o componente de crescimento ao longo dos períodos seguintes (representado pelo “g”, de growth²⁰).

Para o termo de crescimento, adota-se a projeção de 2%, que representa o crescimento do PIB para os próximos anos (de acordo com o relatório Focus mais atualizado).

²⁰ Crescimento, em inglês.

Assim, ao somar todos os fluxos projetados (trazendo-os a valor presente), com o valor da perpetuidade, encontra-se a soma do fluxo de caixa total disponível. Dividindo esse valor pelo número total de ações do mercado, chega-se ao fluxo disponível por ação, que é o equivalente ao preço justo da ação no mercado.

A partir daí, pode-se concluir, do ponto de vista do analista, se a ação possui um desconto (oportunidade de comprá-la) ou se ela está supervalorizada (possui valor abaixo do que o mercado precifica).

No caso da Guarapes, nesta etapa final do modelo, encontra-se abaixo os fluxos de caixa livres para o acionista, trazidos a valor presente:

	4T19	1T20	2T20	3T20	4T20
VP FCFE	360.075	116.566	117.135	117.236	116.919

Figura 18 – Cálculo do FCFE
Fonte: Planilha de fundamentos, site de RI
Elaboração: o autor

	1T21	2T21	3T21	4T21
VP FCFE	116.229	115.207	113.889	112.309

Figura 19 – Cálculo do FCFE
Fonte: Planilha de fundamentos, site de RI
Elaboração: o autor

Por fim, há abaixo a soma dos fluxos com o valor encontrado para a perpetuidade, obtendo assim o fluxo total disponível para o acionista. Dividindo esse valor total pela quantidade de ações, encontra-se o valor 16,75. Comparando com o valor de mercado atual, de 19,62, pode ser observado que a ação possui *downside*²¹ de 17%.

²¹ Potencial de perda

FCFE	1.285.565
G	2,00%
WACC	9,69%
FCFE 2021	544.292
Perpetuidade	7.077.925
Fluxo total	8.363.489,89
Ações	499.200
Valor justo	16,75

Figura 20 – Resumo do valor justo do ativo
Fonte: Planilha de fundamentos, site de RI
Elaboração: o autor

CONCLUSÃO

O trabalho desenvolvido visou encontrar o valor da empresa Guararapes, através de constante estudo e análise aprofundada de todo o funcionamento. Em diversas etapas do estudo, foi preciso envolver estimativas baseadas em premissas adotadas, que não necessariamente serão realizadas pra os períodos seguintes. Assim, muitas aproximações foram utilizadas para o desenvolvimento do modelo.

Conforme foram desenvolvidos os cálculos na projeção do modelo, chega-se à conclusão de que o preço de mercado atual do ativo está acima do valor justo.

Portanto, baseado neste estudo, é recomendado a venda do ativo GUAR3. A forma mais comum de obter lucros através da venda de um ativo considerado acima do preço é através da “venda descoberta”, por meio da qual o investidor vende o ativo sem possuí-lo e recompra quando julgar o momento correto de encerrar a posição.

Nesse processo, o esperado é que o preço da ação caia e, ao recomprar por um preço abaixo do observado no momento da venda, o investidor realiza o lucro.

É importante ressaltar que este processo é complexo e envolve o aluguel de ações. Na B3 (bolsa brasileira), um indivíduo é obrigado a entregar o ativo ao vendê-lo. Assim, o mecanismo para entregar o ativo vendido a descoberto é alugando a ação de terceiros. É válido também entender que este tipo de operação pode gerar perdas significativas.

Partindo para uma análise reflexiva sobre o processo como um todo, pode-se destacar que é necessário bastante estudo e acompanhamento da empresa ao longo do tempo, para atualizarmos constantemente o modelo. É um trabalho que demanda atenção aos mínimos detalhes e estimativas.

A rotina de um analista envolve não somente o acompanhamento da própria empresa, mas também das concorrentes para entender as vantagens e desvantagens da empresa analisada. Após iniciado o estudo sobre a Guararapes, por exemplo, buscou-se realizar comparações com as suas concorrentes, como Renner, C&A

para entender detalhadamente não só as diferenças entre elas, mas também o setor como um todo.

Além disso, é de extrema importância destacar a necessidade de constante acompanhamento e revisão das premissas, de acordo com as novas informações obtidas. Uma vez que as empresas divulgam seus resultados trimestralmente, é comum analistas revisarem algumas premissas do modelo a partir do lançamento de algum resultado.

Afinal, no mercado financeiro é preciso estar atento ao forte fluxo de informações e estar disposto a atualizar as expectativas, de acordo com o surgimento de dados e notícias que modifiquem completamente a perspectiva da empresa, perante a visão do investidor.

BIBLIOGRAFIA

DAMODARAN, A., Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2012.

DAMODARAN, A., Damodaran on Valuation, 1994.

POVOA, A. Valuation: Como Precificar Ações. São Paulo: Campus, 2012.

MARION, J.C Contabilidade básica.

CFA – Corporate Finance, Portfolio Management, and Equity Investments.

McKinsey & Company e Tim Koller Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies.

RI Guararapes website - <http://ri.riachuelo.com.br/>.

DORSEY, P The Little Book That Builds Wealth.

Investopedia website - <https://www.investopedia.com/>.