

## **ESTRATÉGIAS DE AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTOS: POR QUE AVALIAR EMPRESAS?**

Fernanda Lopes Vieira Ferreira<sup>1</sup>

Márcia Tiveron<sup>2</sup>

Artigo recebido em abril de 2016

### **RESUMO**

Este artigo visa valorizar a importância da avaliação de investimentos para todos os participantes do mercado, entre investidores, empresários e funcionários das empresas de forma a promover a gestão baseada em valor, bem como sintetizar as principais estratégias para o processo da avaliação. Dado o volume de metodologias e parâmetros utilizados no processo de *Valuation* é importante que o avaliador entenda os modelos e premissas para utilização além de conhecer o investimento que será analisado. O documento analisa as Lojas Renner S.A. como estudo de caso e avalia o seu valor através da metodologia de fluxo de caixa descontado. De uma forma geral o artigo promove o conhecimento sobre o tema avaliação de empresas para orientar os tomadores de decisão nos processos de investimento e estimular a economia Brasileira, visto que como o retorno de um determinado investimento está diretamente associado ao risco é necessário primeiramente conhecê-lo a fim de mitigá-lo ou minimizá-lo.

**Palavras-chave:** Avaliação de empresas. *Valuation*. Finalidade da avaliação. Fluxo de caixa descontado.

### **ABSTRACT**

The main goal of this paper is to emphasize the valuation investments process for all market stakeholders, including investors, entrepreneurs and employees of companies in order to promote value-based management, as well as summarize the main strategies for the valuation process. As there are in literature a great volume of methodologies and parameters used in the valuation process it is important that the evaluator understand the models and assumptions to be used in addition to knowing the investment that will be analyzed. This paper analyzes the company Lojas Renner S.A as case study and estimates its value using the discounted cash flow method. In general the paper discusses and promotes knowledge on the subject business valuation in order to guide decision makers in the investment processes and to stimulate the Brazilian economy, since as the return of a particular investment is directly associated with the risk you must know it in order to mitigate it or minimize it.

**Key words:** Business Valuation. Valuation. Valuation purpose. Discounted cash flow.

---

<sup>1</sup> Pós-graduada em Controladoria Financeira pela Fundação Armando Álvares Penteado (FAAP). email: fernandalvferreira@gmail.com.

<sup>2</sup> Doutora em Saúde Pública pela Faculdade de Saúde Pública da Universidade de São Paulo e professora nos cursos de Pós-graduação da FAAP. email: marcia.tiveron@gmail.com.

## 1 INTRODUÇÃO

O processo de avaliação empresas e de investimentos tornou-se um tema importante para os gestores e investidores após a visão da gestão das empresas ter se voltado para a geração de valor. Segundo Assaf (2012) a gestão das empresas tem sofrido alterações passando da busca pelo lucro e rentabilidade para uma visão de geração de valor para os acionistas. Este processo começou com a dificuldade das empresas em aumentar suas margens de contribuição e participação no mercado, devido à competitividade do mercado e ao volume de investimento que deve ser feito para melhorar o *Market Share*.

Para haver a criação de valor aos acionistas as empresas começaram a desenvolver estratégias financeiras além da gestão interna dos seus produtos e serviços. Neste processo o custo de oportunidade do capital investido do acionista passou a ser comparado com o retorno proporcionado pelas empresas. Através da criação do conceito de *Economic Added Value EVA®* ou Valor Econômico Agregado, Ehrbar (2000) desenvolveu e empregou o conceito de gestão baseada em valor na gestão empresarial de forma a promover aos acionistas investidores um retorno pelo seu custo de oportunidade, ou seja, uma rentabilidade igual a uma taxa de juro livre de risco associada a um prêmio de risco mínimo.

Com o objetivo das empresas voltado para maximizar o capital dos acionistas, Assaf (2012) identifica que as prioridades da gestão se tornaram as variáveis direcionadoras de valor, como giro de investimentos, margem de lucro e rentabilidade, satisfação dos clientes, intangíveis, entre outras. Alguns fatores motivaram essa evolução do comportamento das empresas e investidores, como por exemplo, a abertura de mercado para agentes externos à empresa, a globalização, o mercado competitivo e o desenvolvimento profissional dos empresários de um modo geral, contribuem para o aumento de riqueza econômica dos acionistas.

Além desses aspectos, a governança corporativa, composta por processos, políticas, leis e regulamentos que regem a direção da empresa, teve que ser mais implantada e avaliada, os gerentes, os quais antigamente exerciam cargos mais administrativos se transformam em líderes e passam a ter que trazer aumentos de riqueza para os acionistas.

Devido à importância e atenção dada à avaliação de empresas no cenário atual é válido entender e verificar como os grandes executivos dividem os seus esforços para agregar valor e como as agências e investidores enxergam esse valor para promoverem seu benefício.

Na avaliação dos investimentos devem-se observar as características relevantes dos negócios em questão, as variáveis que promovem o retorno para a empresa e qual a base de comparação com outros negócios do setor. De acordo com Damodaran (2014) como a avaliação, que pode ser feita para a gestão de carteiras, análise de aquisições e avaliação nas finanças corporativas, não é objetiva, os vieses introduzidos pelo avaliador podem influenciar no valor.

O objetivo deste trabalho é avaliar as principais metodologias utilizadas para avaliação de investimentos e promover a importância da avaliação tanto para os investidores e acionistas quanto para os tomadores de decisão das empresas como peças essenciais para cadeia de geração de valor. Como metodologia do trabalho será feito um estudo de caso com a empresa Lojas Renner S.A. de forma a inferir seu valor econômico a partir da projeção de fluxos de caixa futuros e analisar como a empresa está avaliada frente ao mercado de ações brasileiro.

## **2 REFERÊNCIAL TEÓRICO**

A fim de examinar as principais metodologias de *valuation* e a motivação para avaliação de empresas são expostos desde o processo de gestão baseada em valor, passando por métodos de análises de investimentos, estudo de bases para a avaliação como risco, custo de capital e crescimento, até chegar nos métodos de avaliação de investimentos, suas aplicações e restrições.

### **1.1. Gestão baseada em valor e medidas de criação de valor**

De acordo com Copeland; Koller; Murrin (2000), as empresas nas quais os gestores tem o objetivo de promover valor para os acionistas serão mais saudáveis do que nas quais esta forma de gestão não ocorre. De uma forma geral, empresas deste tipo fortalecem a economia, melhoram os padrões de vida e geram mais oportunidades de negócios e carreiras para a sociedade em que estão inseridas.

Para Assaf (2012) a geração de valor para os acionistas tem demandado estratégias financeiras e alteração na forma de gerir as empresas e investimentos. Nesse processo, o objetivo dos empresários se tornou não apenas garantir o lucro da empresa, mas maximizar a

riqueza dos acionistas através da gestão baseada em valor, onde o valor deve compreender a geração operacional de caixa presente e futuro, o custo dos credores, e o custo e risco associado para os acionistas. Dentro do negócio, a criação de valor ocorre em vários níveis: estratégico, gestão de desempenho e avaliação de desempenho.

A fim de medir a criação de valor existem alguns indicadores comumente utilizados para o acompanhamento por parte dos acionistas e grandes executivos do retorno da empresa frente ao capital empregado. O *EVA*®, segundo Ehrbar (2000), descrito na equação ( 1 ), é um indicador utilizado como medida de desempenho para geração de riqueza para os acionistas.

$$EVA^{\circledR} = NOPAT - C\%(TC) \quad (1)$$

Sendo: *NOPAT* é o lucro operacional líquido após tributação, *C%* é o custo percentual de capital que também é denominado *WACC* (custo médio ponderado de capital) e *TC* é o capital total.

Além do *EVA*® outras medidas de valor podem ser avaliadas, relata Assaf (2012), o *Market Value Added (MVA)*, por exemplo, pode ser utilizado para medir a capacidade da empresa em gerar resultados maiores do que o custo de capital, podendo ser calculado pela diferença entre o valor total de mercado da empresa e o seu capital total.

## 1.2. Importância da avaliação de investimentos

A avaliação de investimentos, segundo Damodaran (2014) pode ser descrita como o cálculo do valor de um investimento baseado em variáveis econômicas e financeiras, e nas premissas de como essas variáveis evoluem no tempo. De uma forma geral, os ativos financeiros são adquiridos com base nos fluxos de caixa líquidos futuros.

Existem alguns tipos de modelos de avaliação de uma empresa. Os modelos mais comuns são baseados em Ativos, Fluxo de Caixa Descontado, Relativos e Comparativos, e o modelo de Contingentes (opções reais). As empresas precisam entender e saber como avaliar investimentos a fim de garantir que o seu portfólio seja composto de ativos e investimentos que tragam valor para o acionista.

### 1.3. Métodos de análise de investimentos

Como suportes à avaliação de investimentos existem alguns métodos de análise que podem auxiliar os empresários nas suas decisões, segundo Assaf (2012). Desta forma, é importante que os tomadores de decisões conheçam as limitações e alternativas para formular esta análise e garantir o embasamento junto aos objetivos estratégicos da empresa.

Para Gitman (2002) o objetivo das empresas na avaliação de projetos de investimento é maximizar o retorno sobre o capital despendido através da avaliação de parâmetros que fazem parte do controle da empresa como o tamanho e a duração do investimento e outros que são oriundos de fatores externos como as condições econômicas do país e as taxas de juros correntes, por exemplo.

Diversos autores levam em consideração metodologias variadas, porém comumente algumas são mais abordadas e utilizadas para análise, são elas: período de *payback*, valor presente líquido, taxa interna de retorno, índice de rentabilidade e critério contábil.

O período de *payback* pode ser definido como o tempo inerente ao investidor para recuperação dos recursos aplicados através de retornos financeiros sob a forma de fluxo de caixa do investimento. Ao utilizar esse método na análise de investimentos, a empresa deve avaliar se o período de retorno é menor Assaf (2012), embora esse método seja amplamente utilizado para o investidor possuir uma estimativa inicial do tempo necessário para o retorno, ele não leva em consideração a distribuição dos fluxos de caixa no tempo e retornos futuros ao ponto de equilíbrio, além de não avaliar a rentabilidade do investimento para o acionista.

O Valor presente líquido, de acordo com Assaf (2012), é amplamente utilizado como medida de análise de investimentos e pode ser representado como o somatório dos fluxos de caixa futuros descontados a valor presente retirando-se o somatório dos investimentos descontados a valor presente, como pode ser visto na equação ( 2 ). Para o investimento ser rentável para o acionista o *NPV* deve ser positivo.

$$NPV = \left[ \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+K)^t} \right] - \left[ I_o + \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+K)^t} \right] \quad (2)$$

Sendo:  $I_o$  é o investimento no instante inicial,  $I_t$  são parcelas de investimento futuras,  $K$  é a taxa de desconto do projeto e  $FC_t$  são os ingressos previstos futuros.

A Taxa interna de retorno é um método numérico iterativo utilizado para fazer análise de investimentos, sendo vista para Assaf (2012) como aquela necessária para igualar os dispêndios de investimento com retornos de caixa futuros através da equação ( 3 ). Para avaliar se um determinado investimento é vantajoso deve-se comparar a taxa obtida com a Taxa Mínima de Atratividade do acionista (TMA).

$$I_o + \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+K)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+K)^t} \quad (3)$$

Sendo:  $I_o$  é o investimento no instante inicial,  $I_t$  são parcelas de investimento futuras,  $K$  é a Taxa interna de retorno que se deseja calcular e  $FC_t$  são os ingressos previstos futuros.

#### 1.4. Risco e Retorno

Como parte da avaliação e análise de ativos os investidores devem conhecer não somente os retornos referentes aos projetos como os riscos associados para a obtenção dos retornos esperados, dado que o risco está associado à probabilidade de ocorrência de resultados futuros para o investidor. Do ponto de vista da avaliação de investimentos, para Damodaran (2014) o risco é essencial para a composição da taxa de desconto dos fluxos de caixa dos ativos da empresa, como forma de proteger o capital próprio e o retorno dos acionistas, e para o capital de terceiros o risco é essencial para a valorização da inadimplência para a determinação do custo da dívida.

A fim de calcular o risco de um determinado investimento, deve-se avaliar o desvio-padrão da operação, ou seja, a medida de quanto o retorno pode variar com relação ao valor médio esperado (ASSAF, 2012). Na avaliação de uma composição de investimentos e resultados com probabilidades distintas, deve-se primeiramente aferir o valor esperado para as distribuições de probabilidade, isto pode ser feito através da equação ( 4 ).

$$E(R) = \bar{R} = \sum_{k=1}^n P_k \times R_k \quad (4)$$

Sendo:  $E(R) = \bar{R}$  é o retorno esperado para um determinado investimento ou ativo,  $P_k$  é a probabilidade de ocorrer o evento, e  $R_k$  é o resultado associado ao evento.

Como premissa para a avaliação de investimentos é necessário utilizar taxas de desconto que expressem o risco do fluxo de caixa, ou seja, que definam o custo de

capital/oportunidade para o investidor. Para Assaf (2012), através do modelo de precificação de ativos CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), o qual busca relacionar risco e retorno, é possível calcular o risco não-diversificável ou sistemático através do coeficiente beta ( $\beta$ ) e conseqüentemente, o custo de capital de forma a evidenciar o retorno necessário do ativo para suprir esse risco.

Para mensurar esse valor agregado de forma tradicional Damodaran (2014) sugere calcular a covariância do ativo em relação a carteira de mercado e a fim de padronizar o valor divide-se pela variância da carteira de mercado, chegando-se ao beta ( $\beta$ ) do ativo conforme a equação ( 5 ). Desta forma temos o beta do portfólio de mercado sendo 1 (um) como valor de referência para análise do risco dos ativos.

$$\beta_i = \frac{Cov(ativo\ i, mercado)}{Var(mercado)} \quad (5)$$

Outra forma de estipular o beta, chamada *Bottom-Up*, é descrita por Damodaran (2014), sendo feita a partir de uma análise do negócio e do setor onde o investimento está inserido. Essa metodologia compõe os betas alavancados e índices *P/PL* de empresas comparáveis para criar o beta não-alavancado do negócio e promove indicadores com menor erro-padrão em relação aos betas obtidos pelo método tradicional. Com o beta não-alavancado utiliza-se a equação ( 6 ) para estimar o beta alavancado da empresa ( $\beta_L$ ).

$$\beta_L = \beta_U \left[ 1 + \left( \frac{P}{PL} \right) \times (1 - IR) \right] \quad (6)$$

Sendo:  $\beta_U$  é o beta é o beta não-alavancado, P representa os passivos onerosos da empresa, PL patrimônio líquido e IR a alíquota do imposto.

Estando definido o risco, para uma determinada carteira de ativos na linha de mercado de capitais, espera-se um retorno que se relaciona linearmente com o beta do ativo através da equação da ( 7 ), que resulta no custo de capital próprio dos acionistas.

$$E(R_i) = K_e = R_F + \beta_i(E(R_M) - R_F) \quad (7)$$

Sendo:  $R_F$  é a taxa livre de risco e  $E(R_M)$  é retorno esperado sobre o portfólio de mercado. Ficando definida como prêmio pelo risco de mercado a diferença entre eles.

De acordo com Assaf (2012), o CAPM local do Brasil utiliza os betas da BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo), como carteira de mercado a bolsa de valores de São Paulo e a taxa livre de risco como a dos títulos públicos (por exemplo, a taxa SELIC). Outra opção comumente utilizada seria aplicar o modelo global do CAPM, que utiliza a remuneração dos títulos do Tesouro Americano como  $R_F$  e a carteira de mercado como a Bolsa de Valores de New York, sendo escolhida a Taxa de bônus do Tesouro Americano T- bonds como o prêmio de risco de mercado maduro. Nesse caso como prêmio de risco de mercado é relativamente baixo, para os países emergentes deve-se acrescentar à equação ( 7 ) o prêmio pelo risco país (*spread* de risco de inadimplência).

Existem duas formas de computar a taxa livre de risco do país segundo Damodaran (2014) para mercados onde a taxa livre de risco para os Estados Unidos não seja razoável devido à inadimplência do país e à volatilidade da inflação local. A primeira delas consiste em considerar o  $R_F$  dos EUA, manter as outras variáveis avaliadas por investidores na moeda dólar, adicionar o prêmio de risco do país e em seguida trazer o valor para a moeda corrente utilizando as inflações correntes dos países, como pode ser visto nas equações a seguir. A segunda abordagem consiste em utilizar a taxa livre de risco do país onde o investimento se encontra para gerar o custo de oportunidade em moeda local.

$$K_{eUS\$} = R_{FUSA} + \beta_i(E(R_{MUSA}) - R_{FUSA}) + R_{país} \quad (8)$$

$$K_{emoedalocal} = K_{eUS\$} \times \left( \frac{1 + \text{inflação}_{país}}{1 + \text{inflação}_{USA}} \right) - 1 \quad (9)$$

Em geral como boa parte das empresas não são apenas financiadas por capital próprio, tendo sido calculado o  $K_e$  ainda se faz necessário determinar o custo de capital total da empresa para que o seu valor leve em consideração os custos das diferentes formas de captação de financiamento, o WACC que compõe o custo da estrutura da capital é calculado de acordo com a equação ( 10 ).

$$WACC = \sum_{J=1}^N W_J \times K_J \quad (10)$$

onde  $K_J$  é o custo que será cobrado pelos diferentes financiadores da empresa e  $W_J$  é a porcentagem do investimento em relação ao total.

Para estimar o custo cobrado pelos financiadores terceiros, ou custo da dívida, é necessário compor as taxas de juros sem risco, o risco de inadimplência da empresa medido pelo *spread* de inadimplência através da classificação de risco da empresa e o *spread* de inadimplência do país para os países emergentes, como pode ser visto a seguir.

$$K_i = R_F + Spread_{empresa} + Spread_{país} \quad (11)$$

O *Spread<sub>empresa</sub>* pode ser estimado conforme detalhado por Damodaran (2014) através da sua classificação quanto a índices de cobertura de juros antes dos impostos, de recursos operacionais em relação a dívida total, receita operacional comparada com a % vendas, entre outros. Em geral empresas de grande porte possuem classificação definida pelas agências de classificação de risco, para empresas que não estão classificadas, pode-se estimar a classificação de acordo com os custos de dívida praticados nos últimos períodos ou através do cálculo dos índices como o índice de cobertura de juros dado pela equação ( 12).

$$índice_{cobertura\ de\ juros} = \frac{EBIT}{despesas\ fin.\ brutas} \quad (12)$$

Sendo: *EBIT* é o lucro operacional da empresa.

### 1.5. Avaliação do crescimento das empresas

Uma das informações mais importantes para a determinação do valor de uma empresa é a taxa de crescimento que definirá lucros e fluxos de caixa futuros, de acordo com Damodaran (2014). A estimativa pode ser feita a partir do crescimento histórico, através da avaliação de analistas de patrimônio líquido ou pelo crescimento fundamental da empresa, calculado a partir da parcela reinvestida na empresa e transformada em retorno para os acionistas. A avaliação mais utilizada é baseada no crescimento fundamental, o qual trata o

crescimento como uma função do reinvestimento em crescimento futuro e da qualidade desse reinvestimento de forma a torna-lo fluxo de caixa futuro, a partir de lucros líquidos ou lucros operacionais da empresa.

De acordo com Damodaran (2014), para calcular o crescimento no lucro líquido medindo-se os lucros por ação, deve-se observar a composição dos lucros retidos pela empresa (índice de retenção) e o retorno sobre o patrimônio líquido (*ROE - Return on Equity*) como demonstrado na equação ( 13 ).

$$g = \text{índice de retenção} \times ROE \quad (13)$$

Sendo: o *índice de retenção* é calculado pela relação entre os lucros retidos e a receita líquida no ano anterior e o *ROE* é calculado pela relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido.

Outra forma de avaliar o crescimento de uma determinada empresa, segundo Damodaran (2014), é através dos lucros operacionais, ou seja, através da composição entre a taxa de reinvestimento do lucro operacional e o retorno sobre o capital investido (*ROI – Return on Investment*), como pode ser visto na equação ( 14 ).

$$g_{LO} = RR_{\text{Lucro Operacional}} \times ROI \quad (14)$$

onde *ROI* é calculado pela relação entre o lucro operacional após os impostos e o investimento total.

## 1.6. Métodos de avaliação de investimentos

Para Damodaran (2014) a avaliação por fluxo de caixa descontado utiliza os fluxos de caixa futuros descontados a uma taxa de atratividade. A avaliação relativa calcula do valor do ativo, comparando ativos através de um determinado parâmetro, como por exemplo, os lucros da empresa, o seu valor de vendas, o fluxo de caixa entre outros. E a avaliação de direitos contingentes se baseia em modelos de precificação de ações como o Modelo Binomial e o Modelo de Black-Scholes, por exemplo.

### 1.6.1. Avaliação por fluxo de caixa descontado

Segundo Assaf (2012), como o principal objetivo das Finanças Corporativas está associado à criação de valor da empresa e conseqüentemente para os acionistas, os modelos que se baseiam no método do fluxo de caixa descontado como forma de calcular o valor econômico de uma empresa são priorizados. O valor do ativo nestes modelos é estimado pela equação ( 15 ), descrita por Damodaran (2014).

$$Valor = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (15)$$

Sendo:  $n$  é o tempo de vida do ativo,  $CF_t$  o fluxo de caixa do período e  $r$  a taxa de desconto ou custo de oportunidade.

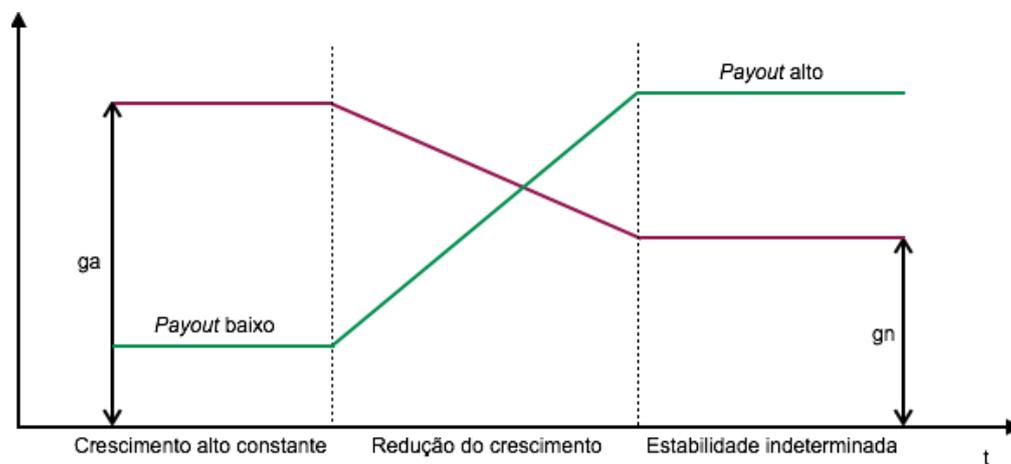
De um modo geral, relata Damodaran (2014), embora existam várias derivações do modelo de fluxo de caixa descontado, existem duas principais vertentes do modelo: são elas a avaliação do Patrimônio Líquido e Avaliação da Empresa ou do seu valor presente ajustado. A principal diferença entre elas é que que na avaliação do Patrimônio Líquido temos a análise da participação acionária e na avaliação da empresa levam-se em consideração outros investidores como os acionistas preferenciais e detentores de bônus.

O mesmo autor informa que o modelo de desconto de dividendos é um modelo simples e objetivo para avaliar o patrimônio líquido de uma determinada empresa, já que o valor pelo qual a ação está sendo vendida corresponde aos dividendos futuros da empresa. Para aplicar este modelo é necessário estimar os lucros líquidos e os índices de distribuição de dividendo por ação em relação ao lucro por ação ou índice *payout*, o valor presente de uma ação pode ser calculado através da equação( 15 ), substituindo o fluxo de caixa pelo fluxo de dividendos e  $r$  pelo custo do patrimônio líquido  $k_e$ .

Como o modelo de desconto de dividendos é bastante flexível e não se pode estimar os dividendos nem a taxa de desconto por um tempo infinito (DAMODARAN, 2014), existem algumas derivações do modelo que podem ser aplicadas de acordo com o ativo que se deseja avaliar como, por exemplo, o Modelo de crescimento de Gordon, no qual avaliam-se

empresas com crescimento estável, o Modelo de Desconto de Dividendos de Dois Estágios, no qual as empresas avaliadas ainda apresentam crescimento elevado, o modelo H para a Avaliação do Crescimento, em que avaliam-se empresas com alto crescimento regredindo a uma taxa linear até atingir a estabilidade, e o modelo de Desconto de Dividendos de três estágios, que compõe os dois modelos anteriores e promove crescimento e índice *payout* variáveis de acordo com o **Gráfico 1**, e no qual o valor da ação pode ser calculado através da equação ( 16 ).

Gráfico 1. Crescimento e Índice *Payout* para o modelo de desconto de dividendos de 3 estágios.



Fonte: Adaptado de crescimento esperado no MDD de três estágios (DAMODARAN, 2014)

$$P_0 = \underbrace{\sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_0 \times (1 + g_a)^t \times \Pi_a}{(1 + k_{e,hg})^t}}_{\text{Crescimento alto fixo}} + \underbrace{\sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,t})^t}}_{\text{Transição}} + \underbrace{\frac{EPS_{n2} \times (1 + g_n) \times \Pi_n}{(k_e - g_n)(1 + k_e)^{n2}}}_{\text{Estabilidade indeterminada}} \quad (16)$$

Sendo:  $EPS_t$  são os lucros por ação no período  $t$ ,  $DPS_t$  são os dividendos por ação,  $g_a$  e  $g_n$  são as taxas de crescimento durante as fases de alto crescimento e de crescimento estável,  $k_e$  é o custo de oportunidade que irá variar de acordo com o período devido ao risco e  $\Pi_a$  e  $\Pi_n$  são os índices *payout* para as fases de crescimento alto e estável.

Dado que os acionistas receberão fluxos de caixa sob a forma de dividendos ou quando tiverem suas ações recompradas, explica Damodaran (2014), é necessário identificar como a empresa está empenhando o seu lucro operacional até distribuir os dividendos. Para isso avalia-se o fluxo de caixa livre após o pagamento de todas as obrigações financeiras, despesas de capital e de capital de giro através do modelo de desconto de fluxos de caixa livres do acionista, cuja a sigla em inglês é FCFE (*Free Cash Flow to Equity*). Na equação ( 17 ) a seguir é descrito o cálculo do FCFE a partir do lucro líquido da empresa.

$$FCFE = LL - (\Delta CAPEX - Depreciação) - \Delta OPEX + (\Delta Dívida - Amort.) \quad ( 17 )$$

Sendo:  $\Delta CAPEX$  representa as despesas de capital,  $\Delta OPEX$  representa as despesas com capital de giro,  $\Delta Dívida$  são as novas emissões de dívida e  $LL$  é o lucro líquido gerado no exercício.

Para este modelo, assim como no modelo de desconto de dividendos, utiliza-se a taxa de crescimento fundamental com a emissão de novas dívidas, dada pela equação( 13 ). Como modificação da taxa de crescimento para evidenciar o retorno sobre o investimentos não monetários (noncash), Damodaran (2014) sugere utilizar o ROE adaptado descrito na equação( 18 ).

$$ROE_{(noncash)} = \frac{LL - LL_{pós-impostos oriundos de caixa e títulos negociáveis}}{PL - Caixa e títulos negociáveis} \quad ( 18 )$$

Sendo: o  $PL$  é o valor contábil do Patrimônio Líquido.

O valor do patrimônio líquido do investimento pode ser calculado de acordo com o nível de crescimento com modelos semelhantes aos de desconto de dividendos. Desta forma tem-se o modelo FCFE para empresas com crescimento estável, o modelo do FCFE de dois estágios para empresas com crescimento elevado acima da economia local, e para avaliações com um período de transição para o crescimento utiliza-se o modelo do FCFE de três estágios, que é uma composição dos outros modelos, e no qual o valor do patrimônio líquido pode ser calculado através da equação ( 19 ).

$$P_0 = \underbrace{\sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t}}_{\text{Crescimento alto fixo}} + \underbrace{\sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t}}_{\text{Transição}} + \underbrace{\frac{FCFE_{n2+1}}{(k_e - g_n)(1+k_e)^{n2}}}_{\text{Estabilidade indeterminada}} \quad (19)$$

Sendo:  $FCFE_t$  é o fluxo de caixa livre do acionista no período  $t$ ,  $g_n$  é a taxa de crescimento estável,  $k_e$  é o custo de oportunidade para o investidor.

Damodaran (2014) descreve como os fluxos de caixa livres do acionista podem ser negativos, devido a lucros líquidos negativos ou necessidades de reinvestimentos elevadas em empresas de alto crescimento, o modelo do FCFE de três estágios se torna mais adequado em relação ao modelo de desconto de dividendos.

Já para Copeland (2000), o modelo de fluxo de caixa descontado da empresa é o modelo de avaliação de empresas mais amplamente utilizado. Este modelo mede o patrimônio da empresa a partir do valor gerado pelas suas operações e é extremamente útil para empresas que possuem diversas unidades geradoras de valor. Como premissa para utilização do modelo por fluxos de caixa livres da empresa, onde é avaliada a empresa por inteiro, deve-se conceituar o FCFF (*Free Cash Flow for Firm*). Segundo Damodaran (2014), o FCFF pode ser calculado sob duas formas, uma delas é a partir do FCFE e a outra é a partir dos lucros operacionais da empresa ( $EBIT - Earnings Before Interest and Taxes$ ), como pode ser visto nas equações ( 20 ) e ( 21 ).

$$FCFF = FCFE + \text{Desp. líquidas de juros} - (\Delta \text{ Dívida} - \text{Amort.}) + \text{Dividendos preferenciais} \quad (20)$$

$$FCFF = EBIT(1 - t) + \text{Depreciação} - \Delta \text{ CAPEX} - \Delta \text{ OPEX} \quad (21)$$

Sendo: *Desp. líquidas de juros* são as despesas com juros considerando o desconto dos impostos e  $t$  é o percentual de impostos pago.

Após a determinação do FCFF deve-se estabelecer o crescimento operacional da empresa de forma a estimar o comportamento futuro da empresa. Assim como no modelo

FCFE podem-se avaliar empresas que apresentem crescimento estável e empresas que ainda estejam em alto crescimento, cujo valor é determinado pela equação ( 22 ).

$$Valor da empresa = \underbrace{\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_{ng})^t}}_{\text{Crescimento alto}} + \underbrace{\frac{FCFF_{n+1}}{(WACC_{st} - g_n)(1 + WACC_{ng})^n}}_{\text{Estabilidade indeterminada}} \quad ( 22 )$$

Sendo:  $FCFF_t$  é o fluxo de caixa livre da empresa no período  $t$ ,  $WACC$  é o custo médio ponderado de capital que pode variar de acordo com o período de crescimento da empresa e  $g_n$  é a taxa perpétua de crescimento em FCFF.

Quando a empresa que está em análise possui uma alavancagem muito alta ou apresenta oscilações na sua estrutura de capital e alavancagem, o modelo mais aplicável que promoverá um resultado mais coerente é o FCFF, dado que para o FCFE o valor do patrimônio líquido da empresa será apenas uma parcela do investimento. Apesar disso, o FCFF pode encobrir as necessidades de captação de recursos que só são analisadas no FCFE.

### 1.6.2. Avaliação Relativa

As avaliações relativas possuem uma confiança maior no mercado no qual o ativo está estabelecido, Damodaran (2014), ao contrário da avaliação pelo fluxo de caixa, em que o objetivo é calcular o valor do investimento a partir das características da empresa como risco, taxas de crescimento e fluxos de caixa. Ainda conforme o mesmo autor, na avaliação relativa comparam-se ativos semelhantes que estão disponíveis no mercado a partir de índices padronizados como preço em relação ao lucro, valor contábil e valor de vendas de uma determinada empresa.

### 1.6.3. Avaliação por direitos contingentes

Para os casos em que os fluxos de caixa futuros são contingentes a um evento, o valor do ativo pode ser maior que o valor presente dos fluxos de caixa esperados. Conforme descrito por Assaf (2012), quando as empresas avaliam projetos de investimento existem as opções de colocar o produto no mercado ou abandonar o projeto, de acordo com as possibilidades de fluxos de caixa futuros e do custo de capital para investimento no projeto. A

opção para a tomada de decisão deve ser precificada de forma a contemplar a incerteza de resultado de um determinado investimento. Os principais modelos de precificação de ações, descritos por Assaf (2012), são o modelo Binomial, no qual os preços podem ser valorizados ou desvalorizados de acordo com o tempo, e o modelo de Black-Scholes que calcula o valor da opção de acordo com a distribuição contínua do seu prazo.

### **3 METODOLOGIA**

A metodologia utilizada nesse trabalho foi a análise quantitativa de um estudo de caso. Foi escolhida uma empresa que possui ações listadas na bolsa para análise, acompanhamento dos seus resultados financeiros e avaliação do valor da empresa através do método do fluxo de caixa descontado, com modelos de desconto de dividendos, fluxo de caixa livre para o acionista e fluxo de caixa livre para a empresa.

A partir das avaliações de valor através dos diferentes modelos é possível identificar em qual o nível de maturidade do crescimento a empresa se encontra e se o mercado está superavaliando ou subavaliando.

#### **1.7. Estudo de caso**

A empresa escolhida para o estudo de caso foi a Lojas Renner S.A. que é uma empresa operacional do setor de comércio em geral e é atualmente a maior varejista de moda do país em faturamento segundo a apresentação institucional de outubro de 2015, com os principais negócios compostos pelas Lojas Renner, Camicado e YouCom. A Companhia possui capital aberto com o símbolo LREN3 na BM&FBOVESPA e em 2015 completou 10 anos como a primeira corporação com 100% das ações negociadas na bolsa.

De acordo com Demonstrações (2016) e Renner (2016), a empresa está presente em todos os estados brasileiros, possuindo 380 lojas dos tipos Renner, Camicado e Youcom. A Renner é a principal unidade geradora de receita e a maior varejista de moda do Brasil, a Camicado, adquirida em 2011, é líder no segmento de casa e decoração e única loja nacional, possuindo 68 lojas em operação, já a Youcom é uma marca que foi lançada em 2013 especializada em moda jovem, possui 37 lojas em operação, e não tem concorrentes diretos. A

companhia estima um potencial de 300 lojas Youcom para 2021 com possibilidade de franquias e multimarcas.

#### 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Seguindo a metodologia proposta, primeiramente foi avaliado o desempenho econômico-financeiro histórico da empresa entre 2008 e 2015. Em seguida foram calculados os principais indicadores de rentabilidade da empresa, como o ROA, ROE, ROI e o GAF, de forma a fundamentar a avaliação da empresa. Em termos macro, as Lojas Renner apresentam um bom resultado operacional e financeiro nesse período.

Embora a alavancagem tenha melhorado a rentabilidade sobre o patrimônio líquido, a empresa aumentou seus investimentos no CAPEX e no OPEX de forma que o seu resultado operacional deixou de suprir as despesas de investimentos. Como resultado, o fluxo de caixa livre para a empresa esteve negativo no período de 2012 a 2014, havendo a necessidade da emissão de novas dívidas para cumprir com as despesas financeiras e ainda haver geração de caixa líquido, como pode ser visto na estrutura do Fluxo de Caixa, constante da **Tabela 1**.

Tabela 1. Estrutura do Fluxo de caixa da empresa a partir do Lucro Líquido

Estrutura do fluxo de caixa	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Lucro Líquido</b>	<b>189.589</b>	<b>308.028</b>	<b>336.907</b>	<b>355.401</b>	<b>407.404</b>	<b>471.420</b>	<b>578.838</b>
Depreciação e Amortização	74.073	75.787	97.637	132.949	167.437	212.732	264.780
Despesas financeiras líquidas	14.395	11.548	33.690	62.455	83.946	124.458	138.613
Fluxo de caixa Operacional	278.057	395.363	468.234	550.805	658.787	808.610	982.231
Investimento em CAPEX	(68.650)	(151.682)	(462.066)	(430.979)	(410.949)	(499.330)	(558.630)
Investimento em OPEX	69.436	(45.500)	(67.279)	(213.933)	(292.774)	(215.230)	(206.597)
<b>Fluxo de Caixa FCFE</b>	<b>278.843</b>	<b>198.181</b>	<b>(61.111)</b>	<b>(94.107)</b>	<b>(44.936)</b>	<b>94.050</b>	<b>217.004</b>
Pagamento das dívidas (juros)	(14.395)	(11.548)	(33.690)	(62.455)	(83.946)	(124.458)	(138.613)
<b>Fluxo de Caixa (FCFE-1)</b>	<b>264.448</b>	<b>186.633</b>	<b>(94.801)</b>	<b>(156.562)</b>	<b>(128.882)</b>	<b>(30.408)</b>	<b>78.391</b>
Emissão de novas dívidas	2.868	238.814	192.621	466.284	467.038	172.561	(51.994)
Outras movimentações do PL	(34.646)	(153.156)	(203.217)	(204.716)	(219.834)	(109.405)	(123.210)
<b>Fluxo de Caixa (FCFE-2)</b>	<b>232.670</b>	<b>272.291</b>	<b>(105.397)</b>	<b>105.006</b>	<b>118.322</b>	<b>32.748</b>	<b>(96.813)</b>
Varição do caixa	(232.670)	(272.291)	105.397	(105.006)	(118.322)	(32.748)	96.813

*Dados em milhares de R\$*

Fonte: Renner (2016)

Como a Renner possui 100% das suas ações listadas na bolsa é importante avaliar também o desempenho das suas ações no mercado, para isso foram obtidos alguns dados que podem ser vistos na **Tabela 2**.

Tabela 2. Indicadores da empresa em relação ao mercado de ações entre 2009 e 2015

Indicadores de Preço e retorno das ações	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ações ON em circulação	121.862	122.349	122.821	124.170	125.174	127.395	640.041
Valor Patrimonial das ações (R\$)	7,11	8,35	9,40	10,52	11,93	14,56	3,61
Valor de Mercado das ações(R\$)	39,3	56,4	48,41	79,75	60,80	76,47	17,10
Lucro Por ação (R\$)	1,56	2,52	2,74	2,86	3,25	3,70	0,90
Índice Preço / Lucro	25,26	22,40	17,65	27,86	18,68	20,67	18,91
Índice Preço/Valor contábil	5,53	6,76	5,15	7,58	5,10	5,25	4,74
Valor da empresa ao mercado	4.782.859	6.927.643	5.674.906	9.270.421	6.629.726	8.621.230	9.779.216
ÍNDICE BOVESPA (pts)	68.588,41	69.304,81	56.754,08	60.952,08	51.507,16	50.007,41	43.349,96
Taxa Selic	9,93%	9,78%	11,62%	8,41%	8,18%	10,86%	13,47%

*Dados em milhares de R\$*

Fonte: Renner (2016)

Para a avaliação da empresa, o primeiro modelo a ser analisado é o modelo de desconto de dividendos de forma a calcular o preço da ação das lojas Renner. Para definir o modelo DDM avalia-se o período de crescimento em que a empresa se encontra e a sua capacidade em distribuir dividendos. De acordo com as Demonstrações (2106) para esse período o índice *payout* manteve-se alto em torno de 75% até 2012 e foi reduzido para 40% de 2013 e diante. Com esses dados o crescimento em lucro líquido da empresa, calculado através da equação ( 13 ), gira em torno de 15% em 2015. Desta forma estima-se que a empresa ainda passará por um período de alto crescimento, altos investimentos e baixas promoções de dividendos, motivado pelas expansões de lojas Renner e YouCom principalmente, depois fará um período de transição até alcançar a estabilidade. Portanto para a avaliação do preço das ações da Renner será utilizado o modelo DDM de três estágios.

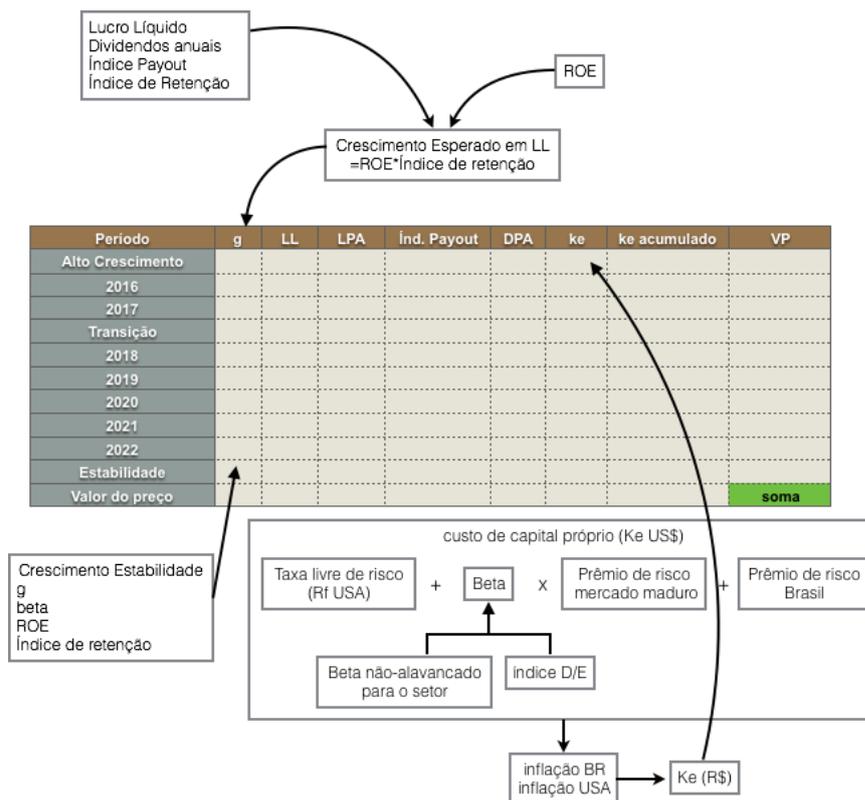
Assumindo algumas premissas para a utilização do modelo, como período de crescimento elevado e de transição de 2 e 5 anos respectivamente, e crescimento de 5% na fase de estabilidade, deve-se estipular o índice de risco da empresa  $\beta$  e custo do capital próprio  $k_e$ . Partindo do beta não-alavancado do setor Vestuário (*Apparel*) de 0,85 disponível em DAMODARAN ONLINE e utilizando a equação ( 6 ), tomando o índice *Debt/Equity* e a Alíquota do IR e CS para a Renner em 2015, encontra-se 1,35 para o beta alavancado da Renner. Utilizando-se o T-bond dos Estados Unidos estimado em 4,54% como a taxa livre de

risco, o prêmio de risco de mercado dos acionistas dos Estados Unidos (*Total Equity Risk Premium – USA*) estimado em 6,25%, e o prêmio de risco do Brasil, que possui uma classificação Baa3 (Classificado pela agência *Moody`s*), dado por 2,44% , encontra-se um  $k_{e\ US\$}$  de 15,40%, que após a conversão dadas as inflações correntes do Brasil e dos Estados Unidos, aferidas como 10,67% e 0,73% por TRADING chega-se ao  $k_{e\ R\$}$  de 26,79%.

Para a estabilidade consideram-se os mesmos valores para o prêmio de mercado dos EUA e a taxa livre de risco do T-bond como 4,54%, o beta como sendo o beta alavancado do setor de vestuário atualmente em 1,06, e o risco do país Brasil como sendo idêntico ao atual, chegando-se a um  $k_{e\ US\$}$  de 13,61%. Compondo-se com a inflação esperada para o Brasil de 5,4% segundo a estimativa do (BANCO Central) para 2020 e a inflação dos EUA de 2,5% em 2020 (TRADING, 2016), encontra-se um  $k_{e\ R\$}$  de 16,83%.

Na **Figura 1** é apresentado um fluxo com as principais premissas e parâmetros do modelo de forma a orientar a sua utilização. Para os modelos FCFE e FCFF o fluxo de desenvolvimento é semelhante.

Figura 1. Fluxo para desenvolvimento da análise do modelo DDM



Fonte: Autoras

Com os parâmetros estabelecidos estima-se o lucro líquido e o DPA para os períodos de alto crescimento, de transição e para o período estável de forma a encontrar R\$ 5,24 como valor presente do DPA, através da equação ( 16 ).

A fim de avaliarmos como a empresa emprega o seu lucro operacional até distribuir os dividendos pode-se calcular o valor presente do patrimônio líquido da empresa através do modelo do FCFE. Para identificar o nível de maturidade do crescimento da empresa para o modelo FCFE utilizaremos a equação( 13 ). Como resultado obtém-se um crescimento em lucro líquido partindo do ROE não-monetário bem elevado em torno de 40%. Devido ao período de alto crescimento será considerado o modelo do FCFE de três estágios para calcular o valor patrimonial da empresa através da equação ( 19 ).

Mantendo as mesmas premissas de custo de oportunidade e um crescimento em lucro líquido de 10% no período estável, chega-se ao valor presente do patrimônio líquido da Renner calculado segundo o modelo do fluxo de caixa livre do acionista de R\$ 6.244.828 mil, equivalente a um valor patrimonial por ação de R\$ 9,76.

Como última análise, é importante entender como a empresa emprega o seu lucro operacional até alcançar o fluxo de caixa livre da empresa através do modelo FCFE de três estágios. Calcula-se primeiramente a partir da equação( 14 )o crescimento em lucro operacional, dado por 12% em 2015. Verifica-se que embora a empresa tenha feito reinvestimentos elevados nos últimos três períodos a empresa diminuiu esse índice de forma a refletir na queda do crescimento em lucro operacional. Para a avaliação da empresa considera-se que no período de estabilidade a empresa retorne a ter um ROI de 15% e uma taxa de reinvestimento semelhante a do período de 2010, em torno de 40%, de forma a obter um crescimento de 6% na estabilidade.

Como premissa para o modelo FCFE, além do crescimento em lucro operacional deve-se estimar o custo médio ponderado de capital, o qual é composto pelo custo do capital próprio já estimado e o custo da dívida. Para o custo da dívida pode-se considerar o custo líquido do endividamento do período de 2015, calculado a partir das Demonstrações (2016) como 7,28% ou calcular o custo da dívida a partir do índice de classificação da Renner através das equações ( 11 ), ( 12 e a tabela de índice de classificação. A partir dessas informações pode-se classificar a Renner como uma empresa A2/A, e associar a ela um *spread* de inadimplência de 1,25%. Utilizando a taxa livre de risco T-bond de 4,54% dos EUA e o

*spread* de inadimplência do Brasil de 5,19%, disponível em Damodaran Online, encontra-se um  $k_i$  bruto de 10,98% e um  $k_i$  líquido de 7,67%.

Para estimar o *WACC*, utiliza-se a relação entre o capital de terceiros e o investimento total, calculada como 45,16%, o  $k_{e\ US\$}$  de 15,40% e o  $k_i$  de 7,67%. O valor encontrado para  $WACC_{US\$}$  é de 11,91%, ao considerar a inflação chega-se a um  $WACC_{R\$}$  é de 22,95%. No período de estabilidade, estima-se que a empresa mantenha sua classificação com *spread* de inadimplência de 1,25%, que o Brasil melhore a sua classificação de risco para Baa2 (igual a da Colômbia) e portanto diminua o seu *spread* de 5,19% para 2,63% (*spread* atual da Colômbia) e que o T-bond permanecerá em 4,54%, de forma a encontrar um o  $k_i$  bruto de 8,42%. Com relação ao índice de endividamento espera-se que relação *debt/equity* da empresa baixe de 0,82 para 0,60 (D/(D+E) igual a 0,38). Composto-se as informações ao  $k_{e\ US\$}$  estimado para estabilidade no modelo DDM como 13,61%, encontra-se um  $WACC_{US\$}$  de 10,71%, que trazido a valores nominais para o Brasil é estimado em 13,85%.

O valor presente da empresa encontrado sem considerar as disponibilidades e as dívidas atuais é de R\$ 4.683.786 mil. Considerando-se estes componentes encontra-se o valor de R\$ 3.518.301 mil para a empresa e R\$ 5,50 para o valor por ação, que é semelhante ao valor de R\$ 5,24 encontrado para o valor presente dos DPA através do modelo DDM. A fim de evidenciar se a empresa está promovendo valor ao acionista ou contraindo o valor investido, pode-se calcular o *EVA*<sup>®</sup> da empresa para o período de 2015 através da equação ( 1 ). Como o *WACC* está muito elevado encontra-se uma contração de R\$ 249.716 mil para o *EVA*<sup>®</sup>, ou seja, embora a Renner tenha bons resultados econômico-financeiros o valor gerado não é suficiente para cobrir os riscos avaliados pelos acionistas.

Como resultado da avaliação tem-se que embora o desempenho das ações tenha se apresentado nos últimos anos bem melhor do que o mercado e do que outros players do setor, as Lojas Renner S. A. vem diminuindo a sua geração de valor para o acionista, mesmo com o contínuo aumento dos investimentos em novas marcas e lojas. Esta contração de valor se deve ao elevado aumento do risco da economia do Brasil que influencia negativamente todas as empresas listadas na bolsa dado o *spread* de inadimplência e a inflação do Brasil.

## 5 CONSIDERAÇÕES

Após analisar a importância da avaliação de investimentos, a gestão baseada em valor para todos os *stakeholders* do mercado e entender o fluxo de avaliação de investimentos segundo as principais metodologias utilizadas avaliou-se a empresa Lojas Renner S.A. através da metodologia de fluxo de caixa descontado.

A avaliação da empresa segundo os modelos de desconto de dividendos, desconto do FCFE e do FCFF promoveu resultados semelhantes ao valor patrimonial das ações e baixos com relação ao valor de mercado das ações praticado em 2015. Esta superavaliação das ações da empresa promovida pelo mercado nos últimos anos em relação ao valor esperado calculado é fruto do bom desempenho operacional e financeiro da empresa e da expectativa positiva que os investidores possuíam no mercado de ações do Brasil.

Porém a economia brasileira não conseguiu sustentar as expectativas de mercado e entrou em recessão por uma série de fatores como má gestão, altas despesas públicas, a queda de empresas grandes do mercado e fraudes encontradas em contratos de empresas listadas na bolsa. Consequentemente as empresas listadas na BOVESPA vêm diminuindo a sua geração de valor ao acionista frente ao aumento elevado do risco do país.

Este é o caso da Renner, que mesmo listada positivamente pelas agências de risco, mantendo o contínuo aumento dos investimentos em novas marcas, expansão de lojas e centros de distribuição no país de forma a promover seu crescimento sustentável, tem contraído seu valor para o acionista, influenciada pelo mercado no qual opera.

De uma forma geral, embora a economia do país não esteja próspera atualmente, a avaliação de investimentos é de suma importância para orientar os interessados a tomar decisões de investimentos de forma sustentada e fundamentada no desempenho histórico das empresas e/ou fluxos de caixa futuros estimados.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BANCO Central. Planilha de estatísticas do IPCA de longo prazo para 2020 do Sistema de Expectativas do Mercado para os principais indicadores econômicos. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico>> Acesso em 10 fev 2016.

BOVESPA. Site da Bolsa de Valores de São Paulo com informações sobre todas as empresas listadas na bolsa e os principais indicadores econômicos. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>> Acesso em 15 fev 2016.

COPELAND, T.; KOLLER, T; MURRIN, J. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 3ª Edição. USA: McKinsey&Company, Inc, 2000.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 2ª Edição, 1ª Reimpressão. Rio de Janeiro: Quality Mark, 2014.

DAMODARAN ONLINE. Aswath Damodaran. Site com documentos educacionais voltados para finanças corporativas e valuation e dados históricos sobre a economia mundial. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>> Acesso em 14 fev 2016.

DEMONSTRAÇÕES Financeiras. Demonstrações Financeiras de 2015 disponibilizadas pela área de Relacionamento com Investidores da Renner. Disponível em: <[www.lojasrenner.com.br/investidores](http://www.lojasrenner.com.br/investidores) - Balanços Anuais > Acesso em 10 fev 2016.

EHRBAR, Al. **EVA: Valor Econômico Agregado. A verdadeira chave para a criação de riqueza**. 1ª reimpressão. Rio de Janeiro: Quality Mark, 2000.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7ª Edição. São Paulo: HARBRA, 2002.

INSTITUTO ASSAF. Alexandre Assaf Neto. Site contendo análise financeira e de valor dos setores da economia brasileira desde 2000. Disponível em: <<http://www.institutoassaf.com.br/2012/painel.aspx>> Acesso em 14 fev 2016.

RENNER Institucional fev16. Apresentação Institucional relativa ao período de 2015 realizada em fevereiro de 2016 pela área de Relacionamento com Investidores da Renner. Disponível em: <[www.lojasrenner.com.br/investidores](http://www.lojasrenner.com.br/investidores) - Seção Investidores Apresentações e Teleconferências > Acesso em 18 fev 2016.

RENNER Institucional out15. Apresentação Institucional relativa ao 3T15 realizada em outubro de 2015 pela área de Relacionamento com Investidores da Renner. Disponível em: <[www.lojasrenner.com.br/investidores](http://www.lojasrenner.com.br/investidores) - Seção Investidores Apresentações e Teleconferências > Acesso em 10 fev 2016.

TRADING Economics. Taxas de Inflação do site Trading Economics, site de indicadores econômicos históricos para vários países. Disponível em: <<http://pt.tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate>> Acesso em 10 fev 2016.