1 Introdução

O objetivo da empresa é garantir a geração de valor e o aumento da riqueza dos acionistas, e uma das maneiras de atingir este objetivo é investindo em projetos que tragam retornos para a empresa acima do seu custo de capital. Para tanto, torna-se necessária uma métrica que permita medir este retorno do investimento e verificar se este aumenta ou não o valor da empresa. Atualmente, o método mais utilizado para medir este retorno é o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), que utiliza projeções do fluxo de caixa futuro a ser gerado pelo projeto ao longo da sua vida útil, descontado ao seu custo de oportunidade ou ao seu custo de capital, do projeto. Se o resultado, ou Valor Presente Líquido (VPL), for positivo, o projeto aumenta o valor da empresa, caso seja negativo ele o destrói e o projeto não deve ser implementado.

Este método, porém, possui limitações importantes, por basear-se apenas nas informações disponíveis no instante inicial para estimar todos os valores ao longo do tempo e também por não permitir flexibilidade gerencial para alterar o rumo do projeto durante a sua vida.

Para superar essa limitação, desenvolveu-se a Teoria de Opções Reais, baseada em modelos de precificação de opções, como o modelo de Black-Scholes, utilizando conceitos e técnicas de opções sobre ativos financeiros em ativos reais, para modelar e valorar as flexibilidades gerenciais no ambiente de incerteza dos projetos. Mais recentemente, desenvolveu-se a modelagem de opções reais com o uso de árvores binomiais e matemática discreta. Esta modelagem permite a inclusão de várias opções, além de conseguir tratar diversas fontes de incerteza em um mesmo projeto. Essa modelagem é também mais simples e intuitiva e tem ajudado a difundir o uso de opções reais na valoração e tomada de decisão de projetos em empresas.

1.1 A Questão em Estudo

O setor de varejo no Brasil vem passando por um momento de grande expansão, que é o caminho natural para aumentarem o seu valor. Algumas redes já iniciaram um forte movimento de abertura novas lojas, tanto nos mercados em que atuam quanto em novos mercados e outras já estão anunciando ou se preparando para tal movimento.

No Brasil, porém, apenas duas redes de varejo, excluindo supermercados, podem ser considerada como nacionais, sendo apenas um a de forma expressiva, estando presente nas cinco regiões do país, e uma análise espacial mostra que a maioria das grandes redes está em no máximo duas regiões do país. Além disso, existe ainda uma outra particularidade, em que as grandes redes do Norte e Nordeste não têm lojas abaixo de Minas Gerais e as grandes redes de varejo do Sul e Sudeste não têm lojas no Norte e Nordeste.

Esta distribuição espacial indica um problema para as redes que é a incerteza de operar em mercados novos e com características distintas do seu mercado original. Esta incerteza se traduz em alguns riscos, como risco de mercado, onde o grau de aceitação de um modelo particular de negócio, sortimento, política de preços e crédito, etc. não são conhecidos. Além disso, há riscos operacionais de logística, de pessoal e etc., que podem fazer com que o investimento a ser realizado não tenha o retorno esperado.

Quando se estuda o assunto utilizando o modelo FCD utilizam-se estimativas determinísticas de fluxos de caixa para avaliar a abertura de novas lojas em um novo mercado, estimados com base nas informações atualmente disponíveis. Ou seja, se uma rede identifica um potencial para abertura de duas lojas em uma cidade, o fluxo de caixa é elaborado com base nas estimativas feitas naquele instante. Podem também ser criados dois cenários, pessimista e otimista, para nortear a decisão de investimento. O problema é que nestes modelos não há qualquer flexibilidade para que a rede possa interferir no projeto, ou seja, se as lojas tiverem resultados ruins, os mesmos serão repetidos sucessivamente durante toda a vida do projeto, não havendo opção de interromper o projeto fechando uma ou ambas as lojas.

1.2 Objetivos do Estudo

O objetivo do estudo desenvolvido nesta dissertação é propor uma metodologia para valoração da expansão das redes de varejo para novos mercados, considerando as incertezas e as flexibilidades inerentes ao projeto

Em nosso estudo, consideramos a expansão de uma rede de varejo para uma cidade hipotética em um novo mercado, onde serão abertas duas lojas, baseando-se em dados de potencial de consumo desta cidade. Propomos neste estudo, como alternativa à estratégia de abertura simultânea das duas lojas, a abertura somente da primeira loja, sendo a abertura da segunda loja uma opção que somente será exercida se as condições para esta abertura forem favoráveis à rede de varejo. Com a primeira loja aberta, teremos mais informações a respeito do mercado para decidir quanto à abertura da segunda loja, reduzindo assim a incerteza e o risco do projeto. Além disso, se as condições ao longo da vida da primeira loja forem desfavoráveis, podemos optar por fechá-la, cessando as perdas futuras.

Utilizamos em nosso estudo a avaliação por opções reais em tempo discreto, modelada através de árvore binomial, conforme Copeland e Antikarov (2002) e sua metodologia revisada em Copeland e Antikarov (2005). O tratamento da volatilidade seguirá metodologia de Brandão, Dyer e Hahn (2005).

O objetivo do estudo é utilizar a teoria de opções reais para valorar a estratégia de abertura das lojas, onde abrimos a primeira e somente no caso de resultado positivo desta e menos incerteza abrimos a segunda loja, comparando com a estratégia usual de abrir as duas lojas juntas.

1.3 Relevância do Estudo

O presente estudo é relevante tanto para o meio acadêmico quanto para o meio empresarial, ao trazer um caso de aplicação prática da teoria de opções reais para a indústria do varejo.

Em pesquisa realizada em diversas bases de dados de trabalhos acadêmicos, não foi identificado nenhum trabalho reunindo opções reais e varejo. Os trabalhos relacionados à expansão e abertura de lojas no varejo focam na localização física de uma loja em um determinado mercado e na canibalização que ocorre nas lojas

existentes quando da abertura de uma nova loja. Estes assuntos são abordados de forma simples neste trabalho ao tratar a estimativa de faturamento primeira e da segunda lojas.

Para o meio empresarial, a relevância é transformar uma teoria complexa em uma aplicação real, através de uma metodologia poderosa e ao mesmo tempo bastante simples e intuitiva.

1.4 Estrutura da Dissertação

No capítulo 1 apresentamos a introdução, a questão em estudo, o objetivo e a relevância, além da estrutura do trabalho. O capítulo 2 traz o referencial teórico com os métodos de avaliação de ativos reais utilizados e sua evolução em direção ao estudo das opções reais em tempo discreto, através do apontamento das limitações dos diversos métodos. No capítulo 3, apresentamos o modelo teórico proposto para avaliação por opções reais da abertura de lojas consecutivas em um novo mercado. No capítulo 4, temos a metodologia utilizada para definição de cidades-alvo para a abertura de novas lojas, levantamos as variáveis relevantes para a avaliação em questão e aplicamos o modelo teórico. No capítulo 5, são apresentadas as conclusões, limitações e recomendações para futuras pesquisas. As referências bibliográficas utilizadas aparecem no capítulo 6.