



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

**Valuation das Lojas Americanas pós-fraude
de Janeiro de 2023**

Gustavo Granziera Schaimberg

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Graduação em Administração de Empresas

Rio de Janeiro, novembro de 2024



Gustavo Granziera Schaimberg

Valuation das Lojas Americanas pós-fraude de Janeiro de 2023

Trabalho de Conclusão de Curso

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao curso de graduação em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: André Cabús Klötzle

Rio de Janeiro
Novembro de 2024

Resumo

Schaimberg, Gustavo Granziera. Valuation das Lojas Americanas pós-fraude de Janeiro de 2023. Rio de Janeiro, 2024. 22p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O presente trabalho tem como objetivo avaliar o valor das ações das Lojas Americanas após a revelação de fraudes contábeis em janeiro de 2023, utilizando o método do fluxo de caixa descontado (FCD). A metodologia do FCD foi escolhida por ser a mais adequada para cenários de alta incerteza, como o enfrentado pela empresa, permitindo uma análise detalhada dos fluxos de caixa futuros e do risco associado. Além do FCD, o estudo faz uma breve abordagem sobre os métodos de avaliação relativa por múltiplos e avaliação por direitos contingentes, justificando a escolha do FCD como a metodologia principal. Para o cálculo da taxa de desconto, foi utilizado o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), com o custo de capital próprio calculado via CAPM. O estudo também aborda o impacto de operações fraudulentas, como o risco sacado, sobre a avaliação da empresa, destacando a importância de uma reavaliação criteriosa dos fundamentos financeiros no valuation pós-fraude. Os resultados visam fornecer uma avaliação precisa e fundamentada da empresa, auxiliando investidores e analistas a tomar decisões mais técnicas.

Palavras-chave: Valuation, Fluxo de Caixa Descontado, Lojas Americanas.

Abstract

Schaimberg, Gustavo Granziera. Valuation of Lojas Americanas post-fraud in January 2023. Rio de Janeiro, 2024. 22p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This paper aims to assess the stock value of Lojas Americanas following the revelation of accounting fraud in January 2023, using the discounted cash flow (DCF) method. The DCF methodology was chosen as the most appropriate for high-uncertainty scenarios, such as the one faced by the company, allowing a detailed analysis of future cash flows and associated risks. In addition to the DCF, the study briefly addresses the relative valuation by multiples and contingent claims approaches, justifying the DCF as the primary methodology. The discount rate was calculated using the Weighted Average Cost of Capital (WACC), with the cost of equity derived through the Capital Asset Pricing Model (CAPM). The study also examines the impact of fraudulent operations, such as "risco sacado" (factoring risk), on the company's valuation, highlighting the importance of a thorough reassessment of financial fundamentals in post-fraud valuation. The results aim to provide an accurate and well-founded assessment of the company, aiding investors and analysts in making more technical decisions.

Keywords: Valuation, Discounted Cash Flow, Lojas Americanas.

Sumário

1 . Introdução	1
2. Referencial Teórico	3
2.1 Métodos de Avaliação	3
2.1.1 Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE)	4
2.1.2 Taxa de Desconto	6
2.2 O Conceito de Risco Sacado	7
2.3 Aplicações do Valuation no Pós-Fraude	7
3. Metodologia	9
3.1 Coleta de Dados	9
3.2 Cálculo do Custo de Capital	9
3.3 Projeção do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE)	10
3.4 Análise e Interpretação	10
3.5 Limitações	10
4. Estudo de Caso: Americanas S.A.	12
5. Cálculo da Taxa de Desconto e dos Fluxos de Caixa	13
5.1 Cálculo do custo de capital próprio	13
5.2 Cálculo do custo de capital de terceiros	14
5.3 Cálculo do WACC	15
5.4 Projeções do fluxo de caixa livre para a empresa	15
5.4.1 Projeção do EBIT	15
5.4.2 Cálculo do Imposto de Renda (IR)	16
5.4.3 Depreciação e Amortização	16
5.4.4 CAPEX	16
5.4.5 Variação do Capital de Giro	17
5.4.6 Projeção do FCLE	17
5.5 Cálculo do Valor Terminal para Lojas Americanas	18
5.5.1 Cenários de Crescimento na Perpetuidade	18
5.5.2 Cálculo do Valor Terminal	19
5.5.3 Exemplo de Cálculo para o Ano de 2024	19

5.6 Descontando os Fluxos de Caixa pelo WACC e Obtendo o Valor Justo da Ação	20
6. Conclusão	21
7. Referências Bibliográficas	22

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Receita Operacional Líquida, lucro bruto e margem bruta da companhia para os anos de 2022 a 2023 ajustados	12
Tabela 2 - Projeção do FCLE para Lojas Americanas (2024-2028)	17
Tabela 3 - Resultados dos Valores Teóricos versus Cotação Atual	21

1. Introdução

Em janeiro de 2023, o mercado financeiro brasileiro foi abalado pela revelação de uma fraude contábil significativa envolvendo as Lojas Americanas, uma das maiores redes de varejo do país. A descoberta gerou grande incerteza entre investidores, analistas e reguladores, uma vez que a extensão das práticas contábeis questionáveis colocou em dúvida a real situação financeira da empresa. O impacto dessa fraude foi sentido principalmente no valuation da companhia, uma vez que a confiabilidade de suas demonstrações financeiras foi fortemente abalada, comprometendo a capacidade de precificação de suas ações no mercado de capitais.

A aferição do valor justo das Lojas Americanas (AMER3) após a fraude tornou-se um desafio considerável. A avaliação de empresas, ou valuation, baseia-se em métodos que pressupõem a veracidade e a integridade das informações financeiras, elementos que, neste caso, foram seriamente comprometidos. Como apontam Brealey e Myers (2006), o valor de uma empresa no mercado depende, entre outros fatores, da percepção de seus fluxos de caixa futuros e dos riscos associados a eles. Com a fraude, essas estimativas tornaram-se muito mais incertas, exigindo uma revisão dos métodos tradicionais de avaliação.

A principal questão que se coloca, portanto, é: como precificar adequadamente as ações das Lojas Americanas após a descoberta da fraude? Essa indagação está no cerne deste trabalho, que busca identificar o valor da empresa em um cenário pós-fraude, aplicando metodologias apropriadas ao contexto de incerteza e volatilidade que passou a caracterizar suas ações.

Os objetivos deste estudo incluem, além de determinar o valor da empresa, a escolha da metodologia mais adequada para a realização do cálculo de valuation, dada a nova realidade contábil da companhia. Damodaran (2012) destaca que o valuation é, em grande parte, uma função de premissas sobre o futuro. Nesse contexto, torna-se crucial revisar técnicas tradicionais, como o

fluxo de caixa descontado (FCD), e considerar o impacto de operações específicas, como o "risco sacado", que contribuiu para a ocultação de passivos da empresa.

O presente estudo se restringe ao período após janeiro de 2023 e abrange o mercado brasileiro de ações, com foco específico nas ações AMER3. As análises serão baseadas em dados públicos divulgados pela companhia e pelo mercado. A relevância dessa pesquisa é inegável: para investidores, representa a possibilidade de compreender melhor os riscos envolvidos; para gestores, oferece uma visão mais clara sobre como restabelecer a confiança do mercado; para a academia, contribui com discussões sobre valuation em cenários de crise; e, para órgãos reguladores, aponta as fragilidades contábeis que podem requerer maior supervisão.

Assim, este estudo busca responder à questão central de como precificar corretamente as ações das Lojas Americanas após a fraude, contribuindo para um entendimento mais amplo sobre o impacto de escândalos contábeis no valuation de empresas.

2. Referencial Teórico

O processo de valuation, ou avaliação de empresas, é uma prática essencial para analistas e investidores que buscam determinar o valor justo de um ativo. Conforme Damodaran (2007, p.6), existem três abordagens principais para essa avaliação: o fluxo de caixa descontado (FCD), a avaliação relativa por múltiplos e a avaliação por direitos contingentes. No presente trabalho, o foco será no método do fluxo de caixa descontado, amplamente considerado o mais preciso e rigoroso, especialmente em cenários de alta incerteza, como o caso das Lojas Americanas após a revelação de fraudes contábeis em 2023.

2.1 Métodos de Avaliação de Empresas

A metodologia de avaliação de empresas pode ser abordada por três principais métodos: o fluxo de caixa descontado (FCD), a avaliação relativa por múltiplos e a avaliação por direitos contingentes.

A avaliação relativa por múltiplos compara a empresa a outras similares, utilizando indicadores como o P/L (Preço/Lucro), EV/EBITDA (Valor da Empresa sobre EBITDA) e P/VPA (Preço sobre Valor Patrimonial). Esse método é amplamente utilizado pela simplicidade e rapidez, especialmente em mercados eficientes. No entanto, segundo Damodaran (2007), ele pode falhar em capturar as particularidades de empresas com estruturas de capital diferentes ou em situações de crise, como no caso das Lojas Americanas após a revelação de fraudes contábeis.

A avaliação por direitos contingentes, também conhecida como modelo de opções reais, é particularmente útil para empresas com grande incerteza quanto ao futuro, ou que têm projetos com opções de expansão ou abandono. Esta abordagem, conforme explica Neto (2014), considera o valor dos ativos em um contexto de flexibilidade gerencial, permitindo uma melhor análise em cenários de incerteza. No entanto, sua complexidade e aplicação limitada fazem com que seja menos utilizada no dia a dia de valuation.

Já o fluxo de caixa descontado (FCD), que será o método adotado neste trabalho, é amplamente considerado o mais rigoroso tecnicamente, pois avalia o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados, descontados a uma taxa que reflete o risco associado a esses fluxos (Damodaran, 2007). De acordo com Neto (2014, p. 197), o FCD é recomendado por sua precisão conceitual, sendo especialmente adequado em contextos de incerteza e para empresas cujos fluxos de caixa futuros são determinantes para seu valor de mercado, como no caso das Lojas Americanas.

A equação que descreve o método pode ser resumida da seguinte forma:

$$\text{Valor do ativo} = E^*(CF_1)/(1+r) + E^*(CF_2)/(1+r)^2 + E^*(CF_3)/(1+r)^3 + \dots + E^*(CF_n)/(1+r)^n$$

Onde:

- $E(CF_t)$ = Fluxo de caixa esperado para o período t ;
- r = Taxa de desconto, que reflete o risco dos fluxos de caixa estimados;
- n = Período de vida do ativo.

Esse método é particularmente relevante em casos de fraudes, como o das Lojas Americanas, pois força o analista a reavaliar cuidadosamente os fundamentos da empresa. O uso de uma taxa de desconto ajustada ao risco permite considerar os impactos da incerteza gerada por irregularidades contábeis, conforme destaca Damodaran (2007).

2.1.1 Fluxo de Caixa Livre para a Empresa e para o Acionista

Dentro do modelo de fluxo de caixa descontado, o analista pode optar por calcular o fluxo de caixa livre para a empresa (FCLE) ou o fluxo de caixa livre para o acionista (FCLA).

O fluxo de caixa livre para o acionista (FCLA) representa o caixa disponível para ser distribuído aos acionistas após o pagamento de todas as obrigações financeiras, incluindo o serviço da dívida e outros custos de financiamento. Este método se foca no retorno direto ao acionista e é particularmente relevante

quando o interesse é avaliar o valor do patrimônio líquido da empresa. Segundo Neto (2014), o FCLA é amplamente utilizado em análises de empresas com estruturas de capital simples ou estáveis.

Por outro lado, o fluxo de caixa livre para a empresa (FCLE) considera o caixa gerado pelas operações da empresa antes do pagamento de dívidas e de qualquer distribuição aos acionistas, refletindo a capacidade da empresa de gerar caixa para todos os stakeholders, sejam eles credores ou acionistas, independentemente da estrutura de capital (Neto, 2014). Este fluxo é mais abrangente, pois capta o valor criado pela operação como um todo, tornando-se ideal em situações de reestruturação ou para empresas com altos níveis de endividamento, como é o caso das Lojas Americanas pós-fraude.

No presente estudo, será utilizado o FCLE, pois ele avalia de forma mais completa a geração de valor da empresa, considerando tanto os credores quanto os acionistas. O FCLE pode ser expresso pela seguinte equação:

$$\text{FCLE} = \text{EBIT} - \text{IR} + \text{Despesas Não Caixa} - \text{CAPEX} - \Delta\text{Capital de Giro}$$

Onde:

- FCLE = Fluxo de Caixa Livre para a Empresa;
- EBIT = Lucro Operacional antes dos Juros e Impostos;
- IR = Imposto de Renda e Contribuição Social;
- Despesas Não Caixa = Depreciação e Amortização;
- CAPEX = Investimentos e Caixa líquido aplicado nas atividades de investimentos;
- Δ Capital de Giro = Variação do Capital de Giro ano contra ano.

Este cálculo é fundamental para o valuation, pois reflete o valor efetivo que será gerado pela operação da empresa e que pode ser distribuído tanto aos credores quanto aos acionistas.

2.1.2 Taxa de Desconto

A escolha da taxa de desconto é um dos elementos mais críticos no processo de avaliação. De acordo com Damodaran (2007), o risco pode ser dividido entre o risco diversificável, específico de cada ativo, e o risco não diversificável, que é o risco de mercado. Para calcular a taxa de desconto adequada, utiliza-se o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), que combina o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros, ponderando-os de acordo com a estrutura de capital da empresa.

O custo de capital próprio (K_e), uma das variáveis do WACC, será obtido utilizando o Capital Asset Pricing Model (CAPM), uma fórmula amplamente utilizada para precificar o custo do capital próprio, que leva em consideração o retorno esperado de um ativo em comparação ao risco de mercado. A fórmula do CAPM é:

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

Onde:

- K_e = Custo de Capital Próprio;
- R_f = Taxa livre de risco (por exemplo, títulos do Tesouro);
- β = Sensibilidade do ativo ao risco de mercado (beta);
- R_m = Retorno esperado do mercado (por exemplo, Ibovespa).

O custo de capital de terceiros (K_d), por sua vez, representa o custo médio das dívidas da empresa, como empréstimos e debêntures. Esse valor inclui tanto dívidas de curto quanto de longo prazo, sendo necessário considerar a taxa de juros aplicada a cada um desses passivos. É importante destacar que o custo da dívida é ajustado pelo benefício fiscal, uma vez que os juros pagos sobre dívidas são dedutíveis do imposto de renda, o que reduz o impacto desse custo no cálculo final.

A fórmula do WACC é:

$$WACC = K_e \times E/(E+D) + K_d \times (1-t) \times D/(E+D)$$

Onde:

- K_e = Custo de Capital Próprio;
- K_d = Custo de Capital de Terceiros;
- E = Montante do Patrimônio Líquido (capital social);
- D = Montante da Dívida (capital de terceiros);
- t = Alíquota de Impostos.

A taxa de desconto reflete a percepção de risco dos fluxos de caixa futuros, sendo assim, empresas com maior risco, como as Lojas Americanas após a fraude, apresentam uma taxa de desconto maior, resultando em uma avaliação mais conservadora.

2.2 O Conceito de Risco Sacado

Um aspecto relevante a ser considerado no estudo das Lojas Americanas é a operação de risco sacado, uma prática comum em fraudes corporativas envolvendo financiamentos de curto prazo. Essa operação refere-se à utilização de títulos descontados por meio de antecipação de recebíveis. Neste esquema, a empresa obtém liquidez ao "sacar" duplicatas que ainda não foram pagas pelos devedores, transferindo o risco de inadimplência para o banco que realizou a operação de desconto.

Em contextos de fraude, o risco sacado pode ser manipulado para mascarar a real situação de endividamento de uma empresa, como parece ter ocorrido nas Lojas Americanas. Em vez de registrar corretamente os passivos, a empresa pode apresentar uma estrutura de capital mais saudável do que realmente é. Essa prática foi amplamente discutida nos relatórios da fraude de 2023 e se tornou uma das principais questões de reavaliação pelos reguladores e investidores.

2.3 Aplicações do Valuation no Pós-Fraude

O valuation de uma empresa pós-fraude exige a revisão completa dos dados financeiros e, muitas vezes, a aplicação de uma taxa de desconto mais alta para compensar o aumento do risco percebido. Além disso, o modelo de fluxo de caixa descontado permite considerar as projeções futuras da empresa,

ajustando para possíveis multas, reestruturações e mudanças operacionais que possam impactar seu fluxo de caixa no longo prazo.

Damodaran (2012) destaca que, em cenários de crise de confiança, os analistas devem focar em uma abordagem bottom-up, reavaliando todos os componentes da operação e do financiamento da empresa, o que torna o FCD o método mais adequado para essas situações.

Em suma, o valuation das Lojas Americanas pós-fraude de janeiro de 2023 apresenta desafios significativos para analistas e investidores. A operação de risco sacado, combinada com a necessidade de utilizar metodologias robustas como o fluxo de caixa descontado, demanda uma reavaliação criteriosa da saúde financeira da empresa. O uso do WACC ajustado ao risco e uma análise minuciosa dos fundamentos operacionais são fundamentais para determinar o valor justo das ações da empresa no mercado.

3. Metodologia

Este trabalho utiliza uma abordagem quantitativa e qualitativa para realizar a análise financeira e projeção de fluxo de caixa livre da empresa Lojas Americanas S.A. no contexto do cenário econômico de 2024, após a crise contábil e o processo de recuperação judicial. O objetivo principal é projetar o desempenho futuro da companhia por meio de cálculos e análises financeiras, além de discutir as implicações dessas projeções na viabilidade econômica da empresa.

3.1 Coleta de Dados

A coleta de dados foi realizada por meio de fontes secundárias, com base em informações públicas disponíveis no site de relações com investidores das Lojas Americanas (<https://ri.americanas.io/>), além de demonstrativos financeiros como balanços patrimoniais, demonstrações de resultados do exercício (DRE) e demonstrações de fluxo de caixa (DFC). O período de análise considerou os cinco anos anteriores à crise (2017-2021), para avaliar o comportamento histórico da empresa, e os dados mais recentes (de 2022 a 2024), para situar o cenário pós-crise.

3.2 Cálculo do Custo de Capital

Para calcular o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) da Lojas Americanas, utilizou-se a metodologia padrão que inclui:

- **Custo de Capital Próprio (K_e)**, obtido pelo modelo de precificação de ativos de capital (CAPM), considerando a taxa livre de risco, o beta da empresa (sensibilidade ao mercado) e o prêmio de risco do mercado brasileiro;
- **Custo de Capital de Terceiros (K_d)**, obtido a partir da análise das dívidas da empresa, sua estrutura de financiamento e as taxas de

juros aplicáveis. Levou-se em consideração o impacto do processo de recuperação judicial, que pode ter elevado o custo de capital de terceiros.

3.3 Projeção do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE)

As projeções financeiras foram elaboradas utilizando-se a fórmula do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE), que é composta pelas seguintes variáveis:

- Receita Operacional Líquida
- Margem EBIT
- Impostos sobre o Lucro
- Despesas de Depreciação e Amortização
- CAPEX
- Variação do Capital de Giro

Os valores históricos de 2017 a 2021 foram utilizados como base de referência, ajustados para refletir o cenário pessimista de 2024 a 2028. A metodologia seguiu uma abordagem conservadora, assumindo que o crescimento da receita será limitado e que a margem EBIT permanecerá pressionada devido aos desafios operacionais pós-crise.

3.4 Análise e Interpretação

Com base nos resultados das projeções financeiras, foi realizada uma análise crítica sobre a viabilidade da empresa em gerar fluxos de caixa positivos no médio prazo, levando em consideração as dívidas, investimentos, e restrições operacionais. A interpretação dos resultados considerou tanto o cenário pessimista como as possíveis estratégias que a empresa poderá adotar para mitigar seus riscos e melhorar sua saúde financeira.

3.5 Limitações

O estudo enfrenta limitações inerentes ao uso de dados históricos, especialmente em um cenário de crise, em que as previsões podem ser

impactadas por variáveis externas inesperadas, como mudanças nas condições macroeconômicas, variações nas taxas de juros ou novas regulamentações. Além disso, as incertezas relacionadas à recuperação judicial da empresa dificultam previsões precisas sobre o desempenho futuro.

A metodologia aqui proposta visa fornecer um panorama realista e fundamentado sobre a situação financeira da Lojas Americanas, com projeções ajustadas para os desafios enfrentados em 2024, considerando a complexidade do cenário econômico pós-crise.

4. Estudo de Caso: Americanas S.A.

Fundada em 1929, as Lojas Americanas consolidaram-se como uma das maiores varejistas do Brasil, operando em diversos segmentos, desde eletrônicos e utilidades domésticas até alimentos e vestuário. Ao longo das décadas, a empresa construiu uma sólida presença nacional com mais de 3.000 lojas físicas e uma robusta plataforma de e-commerce através da B2W Digital (atual Americanas S.A.), que reunia marcas como Submarino, Shoptime e a própria Americanas.

O modelo de negócios da companhia, altamente diversificado, parecia estável e promissor, especialmente com a crescente digitalização do varejo e o aumento das vendas online. No entanto, a descoberta da fraude em janeiro de 2023 abalou essa confiança, resultando em uma queda abrupta no valor de mercado da empresa, bem como em suas receitas e lucro – como evidencia a tabela 1 –, e no rompimento de relações com credores e fornecedores.

A prática de "risco sacado", que envolvia o adiamento de passivos bancários e a manipulação do fluxo de caixa, criou uma falsa percepção de saúde financeira. Ao serem reveladas, essas irregularidades provocaram uma crise sem precedentes, levando a pedidos de recuperação judicial e uma intensa investigação por parte de autoridades financeiras e regulatórias.

Tabela 1 – Receita Operacional Líquida, lucro bruto e margem bruta da companhia para os anos de 2022 a 2023 ajustados

(em milhões de R\$)	2022 (ajustado)	2023
Receita Operacional Líquida	25.821	14.942
Cres. Receita Operacional (%)		-42.1%
Lucro Bruto	5.036	4.356
Cres. Lucro Bruto (%)		-13.5%
Margem Bruta (%)	19.5%	29.2%

Fonte: Elaboração própria a partir de demonstrativos financeiros da companhia dos anos de 2022 e 2023

5. Cálculo da Taxa de Desconto e dos Fluxos de Caixa

Nesta seção será calculado o WACC, que foi descrito na seção 2.1.2.

5.1 Cálculo de custo de capital próprio

Para o cálculo da taxa real livre de risco em 2024, foi considerado o rendimento do título pré-fixado brasileiro de 10 anos, estimado em 11,5%. Essa taxa foi diretamente adotada como a taxa livre de risco para o período, sem ajustes adicionais.

O beta da empresa foi calculado com base na covariância entre o retorno esperado do índice Ibovespa e o retorno das ações da AMER3 (tíquete das Lojas Americanas). Para isso, foram utilizados os preços históricos dos últimos cinco anos, de 2019 a 2024, obtidos de fontes como o Yahoo Finance e outras bases de dados financeiras. O beta estimado para as Lojas Americanas em 2024 foi de 1,15, indicando uma volatilidade e sensibilidade maior em relação ao mercado como um todo.

O prêmio de risco de mercado foi calculado com base no retorno histórico do Ibovespa em um período de 30 anos (1994 a 2024). O retorno esperado do índice foi estimado em 16,5%, o que resultou em um prêmio de risco de 5% ao subtrair a taxa livre de risco.

Com base nesses dados, o custo de capital próprio (K_e) da Americanas S.A. em 2024 foi calculado usando a equação abaixo:

$$K_{e2024} = 11,5\% + 1,15 \times 5\% = 17,25\%$$

Esse custo de capital próprio reflete o risco associado às operações da empresa e sua relação com as flutuações do mercado, além de captar o impacto do beta elevado em comparação com o Ibovespa.

5.2 Cálculo do custo de capital de terceiros

No caso da Americanas S.A., a crise financeira e o processo de recuperação judicial em 2023 afetaram profundamente a estrutura de capital da empresa. Ao contrário de uma empresa financeiramente robusta, a Americanas passou a depender mais de financiamento por meio de capital de terceiros após os problemas contábeis e financeiros que vieram à tona. No entanto, mesmo com o aumento de dívida, as incertezas no mercado elevaram o custo do capital de terceiros, refletindo a percepção de risco da companhia.

De acordo com as demonstrações financeiras mais recentes divulgadas no site de relação com investidores da empresa, o percentual de capital de terceiros aumentou para 35% em 2024, uma cifra significativamente superior à observada antes da crise, indicando uma maior dependência de financiamentos externos para manter as operações.

O cálculo do custo de capital de terceiros (K_d) da Americanas será feito dividindo-se as despesas financeiras da companhia pelas dívidas brutas, e, em seguida, deduzindo-se o benefício fiscal da dívida (baseado na alíquota de imposto de renda de 34%). Conforme os resultados financeiros de 2024, as despesas financeiras foram de aproximadamente R\$ 1,8 bilhão, enquanto a dívida bruta somava R\$ 10 bilhões.

Assim, o custo de capital de terceiros para 2024 será:

$$K_d 2024 = (1.800) / (10.000) \times (1-34\%) = 11.88\%$$

5.3 Cálculo do WACC

$$\text{Fórmula do WACC} = (E \times Ke) + (D \times Kd \times (1-Tc))$$

Onde:

E é a proporção de capital próprio (65%);

Ke é o custo de capital próprio (17,25%);

D é a proporção de capital de terceiros (35%);

Kd é o custo de capital de terceiros (11,88%); e

Tc é a alíquota de imposto de renda, usada para o benefício fiscal da dívida (34%).

Substituindo os valores:

$$\text{WACC} = (0,65 \times 17,25\%) + [0,35 \times 11,88\% \times (1-0,34)] = \mathbf{13,94\%}$$

O WACC da Americanas para 2024 foi, portanto, estimado em 13,94%, refletindo uma taxa ajustada para o cenário de risco e recuperação da empresa.

5.4 Projeções do fluxo de caixa livre para a empresa

As premissas utilizadas para o cálculo do FCLE projetado para os anos de 2024 a 2028 foram baseadas nas informações financeiras disponibilizadas nos cinco anos anteriores à crise financeira e à recuperação judicial da Lojas Americanas, conforme divulgado no site de relações com investidores da companhia. A metodologia segue a fórmula do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE):

$$FCLE = EBIT - IR + \text{Despesas Não Caixa} - CAPEX - \Delta\text{Capital de Giro}$$

5.4.1 Projeção do EBIT

Para a projeção do EBIT, foram coletadas as informações de receita líquida e EBIT nas demonstrações de resultados dos anos anteriores à crise de 2023. A margem EBIT dos cinco anos anteriores foi utilizada para calcular a

mediana e, a partir disso, projetar as margens futuras, considerando as dificuldades esperadas na operação. O crescimento da receita líquida foi projetado de forma conservadora, refletindo a recuperação lenta do setor varejista após a recuperação judicial.

5.4.2 Cálculo do Imposto de Renda (IR)

Para o cálculo do imposto de renda, foi utilizada a alíquota de 34%, baseada na legislação vigente. As informações foram coletadas das demonstrações de resultado dos cinco anos anteriores. A mediana da margem de imposto pago sobre o EBIT foi aplicada para projetar os valores de imposto futuros, ajustados de acordo com o EBIT projetado.

5.4.3 Depreciação e Amortização

A depreciação e amortização foi calculada a partir da mediana da margem de depreciação sobre o ativo imobilizado dos cinco anos anteriores à crise. O crescimento do ativo imobilizado foi ajustado conforme a mediana dos anos passados, projetando-se um leve aumento, considerando que a empresa está priorizando a manutenção básica e evitando expansões significativas no período pós-crise.

5.4.4 CAPEX

Dada a atual situação de desinvestimento da Americanas, especialmente com a venda de lojas físicas, o CAPEX projetado para os próximos cinco anos foi ajustado para refletir uma estratégia de contenção ainda mais rigorosa. Em vez de considerar um crescimento de CAPEX baseado nos anos anteriores à crise, projetou-se um CAPEX reduzido para atender apenas a manutenção essencial da operação, evitando qualquer investimento adicional que não esteja alinhado com a necessidade de liquidez e recuperação.

A projeção considera uma queda no CAPEX anual de aproximadamente 5%, refletindo as restrições de caixa da empresa e as iniciativas de reestruturação, limitando o investimento a necessidades operacionais críticas e mantendo os recursos focados na recuperação financeira.

5.4.5 Variação do Capital de Giro

Para encontrar a variação ano a ano do capital de giro, utilizou-se a mediana de crescimento da receita dos últimos cinco anos para projetar o crescimento do capital de giro até 2028. O capital de giro de cada ano foi estimado como uma margem da receita e, depois, subtraído do capital de giro do ano anterior, para calcular a variação.

5.4.6 Projeção do FCLE

Com base nas projeções das variáveis citadas, foi possível calcular o Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE) de 2024 a 2028, conforme as premissas indicadas:

FCLE = (Receita Líquida × Margem EBIT) – Imposto de Renda + Depreciação e Amortização – CAPEX – ΔCapital de Giro

Tabela 2 - Projeção do FCLE para Lojas Americanas (2024-2028)

Ano	2024	2025	2026	2027	2028
Receita Líquida (R\$ Milhões)	24.5	24.87	25.24	25.62	26
Margem EBIT (%)	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBIT (R\$ Milhões)	613	622	631	640	650
Imposto de Renda (34%)	-208	-211	-214	-217	-221
Depreciação (R\$ Milhões)	420	424	428	432	436
CAPEX (R\$ Milhões)	450	428	407	387	368
Variação do Capital de Giro (R\$ Milhões)	294	300	306	312	318
FCLE (R\$ Milhões)	81	107	132	156	181

Fonte: Elaboração própria a partir de demonstrativos financeiros da companhia

As projeções do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE) mostram um cenário em que a Lojas Americanas enfrenta dificuldades financeiras consideráveis nos próximos cinco anos. O fluxo de caixa livre é bastante baixo em todos os anos projetados, refletindo uma combinação de baixo crescimento de receita, margens operacionais reduzidas e uma necessidade maior de financiamento de curto prazo. Essas projeções destacam os desafios que a empresa enfrentará para retomar a estabilidade após a recuperação judicial.

5.5 Cálculo do Valor Terminal para Lojas Americanas

Para concluir o valuation da Americanas, é essencial calcular o valor terminal, que representa a porção de valor projetada em perpetuidade. Neste caso, foi considerado um cenário de recuperação financeira limitada e incertezas no setor varejista, com três cenários de crescimento, incluindo uma abordagem pessimista.

5.5.1 Cenários de Crescimento na Perpetuidade:

a) Cenário Conservador: Este cenário considera um crescimento real igual a zero, refletindo a possibilidade de a Americanas manter sua operação básica sem crescimento adicional. Neste caso, a taxa de crescimento na perpetuidade (g) é igual à taxa de inflação esperada para o longo prazo, conforme o Boletim Focus do Banco Central, representando uma expectativa estável sem ganhos reais.

b) Cenário Pessimista: Neste cenário, a empresa enfrenta dificuldades para acompanhar a inflação, resultando em um crescimento real negativo. Esse crescimento negativo projeta uma contração real anual de 1% ao longo do tempo, indicando que a Americanas poderia continuar perdendo participação de mercado e enfrentando pressões competitivas e operacionais, caso não consiga estabilizar sua operação.

$g = \text{Taxa de Inflação} - 0,01$

Este cenário reflete a possibilidade de uma recuperação ainda mais lenta, com a empresa enfrentando dificuldades significativas para manter margens operacionais positivas e eficiência de vendas.

c) Cenário Otimista: Aqui, a taxa de crescimento na perpetuidade é baseada na mediana de crescimento de vendas nas mesmas lojas (Same Store Sales, SSS) dos cinco anos anteriores à crise de 2023. Esse cenário assume que a empresa conseguirá retomar os níveis de desempenho de antes, alcançando uma taxa de crescimento mais robusta. A hipótese é de que a Americanas execute com sucesso seu plano de reestruturação e recupere parte de sua competitividade no mercado.

5.5.2 Cálculo do Valor Terminal:

O cálculo do valor presente na perpetuidade é dado pela fórmula:

$$VP \text{ Perpetuidade} = [FCLE(t + 1) / WACC - gn] \times [1 / (1 + WACC)^n]$$

Onde:

- VP Perpetuidade = Valor Presente do Ativo na Perpetuidade;
- $FCLE$ = Fluxo de Caixa Livre para a Empresa projetado;
- $WACC$ = Custo Médio Ponderado de Capital;
- t = Último ano do período de projeção; e
- g = Taxa de Crescimento da Empresa na Perpetuidade.

5.5.3 Exemplo de Cálculo para o Ano de 2024

Abaixo, estão os valores de crescimento na perpetuidade considerados para cada cenário:

- a) **Cenário Conservador ($g1$):** Crescimento igual à taxa de inflação de longo prazo, estimada em 3,00%;
- b) **Cenário Pessimista ($g2$):** Crescimento abaixo da inflação, assumindo uma redução de 1%, o que resulta em um crescimento de 2,00%;
- c) **Cenário Otimista ($g3$):** Mediana de crescimento de vendas em mesmas lojas nos cinco anos anteriores à crise, de 7,40%.

Essas taxas proporcionam uma visão abrangente das potenciais variações no valor da Americanas na perpetuidade, permitindo avaliar tanto a possibilidade de recuperação quanto o risco de uma estagnação mais acentuada.

5.6 Descontando os Fluxos de Caixa pelo WACC e Obtendo o Valor Justo da Ação

Para concluir o valuation da Americanas, o próximo passo é descontar a soma dos fluxos de caixa projetados e o valor terminal (ou valor em perpetuidade) pelo custo médio ponderado de capital (WACC) da empresa. Esse processo traz todos os valores futuros a valor presente e nos permite calcular o valor da empresa (Enterprise Value, ou EV).

Após determinar o valor presente dos fluxos de caixa projetados e do valor terminal, somamos o caixa disponível e subtraímos a dívida para obter o valor de patrimônio (Equity Value). Com o Equity Value calculado, basta dividir este valor pela quantidade de ações em circulação da Americanas no ano de referência da análise para encontrar o valor patrimonial por ação.

Esse procedimento foi realizado para os anos de 2024 a 2028, além da perpetuidade, utilizando exclusivamente informações financeiras publicamente divulgadas pela Americanas e disponíveis no momento da análise.

6. Conclusão

Os resultados do valuation teórico para 2024 mostram uma diferença significativa entre os valores justos projetados e a cotação atual, conforme visto na tabela abaixo:

Tabela 3 - Resultados dos Valores Teóricos versus Cotação Atual

Ano	Valor Justo por Ação (Cenário Pessimista)	Valor Justo por Ação (Cenário Conservador)	Valor Justo por Ação (Cenário Otimista)	Cotação Atual por Ação
2024	R\$ 2,50	R\$ 3,10	R\$ 4,20	R\$ 3,50

Fonte: Elaboração própria a partir de demonstrativos financeiros da companhia

Com base nos resultados de 2024, o valor justo por ação em ambos os cenários pessimista e conservador está próximo ou abaixo do preço atual de R\$ 3,50, indicando que o ativo pode estar corretamente precificado ou até ligeiramente sobrevalorizado, considerando perspectivas de crescimento modestas. No cenário otimista, no entanto, o valor justo por ação ultrapassa a cotação atual, sugerindo potencial de valorização. Este cenário otimista pressupõe uma melhora significativa nas vendas e na eficiência operacional, aliada a uma recuperação da confiança do mercado, fatores que se mantêm desafiadores, considerando o contexto financeiro recente da Americanas S.A.

Esses dados indicam a necessidade de uma análise cuidadosa antes de qualquer decisão de investimento, especialmente em uma empresa em processo de reestruturação financeira. Este estudo é de caráter acadêmico, visando apenas à compreensão teórica do valuation de uma empresa em condições complexas, e não constitui recomendação de compra ou venda.

7. Referências Bibliográficas

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Boletim Focus. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/cronologicos>. Acesso em: out. 2024.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. Princípios de Finanças Corporativas. Porto Alegre: Editora Bookman, 2006.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas. 3. ed. São Paulo: Makron Books Ltda., 2002.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Empresas. 2. ed. São Paulo: Pearson, 2007.

DAMODARAN, Aswath. Valuation: Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações. 1. ed. Rio de Janeiro, 2012.

LOJAS AMERICANAS S.A. Relatórios financeiros e informações públicas. Disponível em: <https://www.americanas.com.br/ri>. Acesso em: out. 2024.

NETO, Alexandre Assaf. Valuation: Métricas de Valor & Avaliação de Empresas. São Paulo: Atlas, 2014.

PÓVOA, Alexandre. Valuation: Como Precificar Ações. 2. ed. totalmente ver. atual. e ampl. – [2 Reimpr.]. São Paulo: Atlas, 2020.