

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALFENAS INSTITUTO DE CIÊNCIAS
SOCIAIS APLICADAS**

GUSTAVO APARECIDO DE LIMA DELA LÍBERA

***VALUATION: ANÁLISE DA EMPRESA MAGAZINE
LUÍZA PÓS COMPRA DA NETSHOES.***

VARGINHA/MG

2022

GUSTAVO APARECIDO DE LIMA DELA

**VALUATION: ANÁLISE DA EMPRESA MAGAZINE LUÍZA
PÓSCOMPRA DA NETSHOES.**

Trabalho de Conclusão de PIEPEX
apresentado como parte dos requisitos para
obtenção do título de Bacharel
Interdisciplinar em Ciência e Economia
pelo Instituto de Ciências Sociais Aplicadas
da Universidade Federal de Alfenas.

Orientador: Marçal Serafin Candido

VARGINHA/MG

2022

GUSTAVO APARECIDO DE LIMA DELA

**VALUATION: ANÁLISE DA EMPRESA MAGAZINE LUÍZA PÓS
COMPRA DA NETSHOES.**

A banca examinadora abaixo assinada, aprova o Trabalho de Conclusão de PIEPEX apresentado como parte dos requisitos para obtenção do título de Bacharel Interdisciplinar em Ciência e Economia pelo Instituto de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal de Alfenas.

Aprovada em:

Professor Ms. Marçal Serafim Candido

Instituto de Ciências Sociais Aplicadas

Assinatura:

Professor

Instituto de Ciências Sociais Aplicadas

Assinatura:

Professor

Instituto de Ciências Sociais Aplicadas

Assinatura:

Dedico este trabalho a Deus, sem Ele não
seria possível.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente gostaria de agradecer a Deus.

Agradeço ao meu orientador Marçal Serafin Candido por ter aceito conduzir meu trabalho e me orientado da melhor forma.

A todos os professores do curso, por toda competência e qualidade ímpar de cada um.

Aos meus pais e minha noiva Amanda Barbosa Cabral por sempre estarem ao meu lado e me apoiando ao longo de minha trajetória. Meu muito obrigado.

“Assim como os pássaros, precisamos aprender a superar os desafios que nos são apresentados, para alcançarmos voos mais altos.”

Dirk Wolter

RESUMO

Diante do cenário atual da economia, onde diversas empresas ainda se recuperam de crises econômicas, saber o valor de mercado de um investimento é um diferencial fundamental e crucial para auxiliar na tomada de decisões. Apesar da crise econômica, outras razões têm potencial para afetar de maneira negativa as execuções de uma empresa, tais como políticos, ambientais, climáticos. Isto posto, o estudo se baseou em analisar o valor de mercado da empresa Magazine Luíza pós compra na Netshoes, para isso realizou a avaliação através de três métodos empresariais propagados na literatura, que são: Avaliação Patrimonial, avaliação por múltiplo de mercado, e fluxo de caixa descontado. O estudo tem por objetivo determinar o valor de mercado da empresa, em períodos distintos. A metodologia deste trabalho se caracteriza como uma pesquisa documental quanto aos procedimentos técnicos, descritiva em relação aos seus objetivos é exploratória quanto à abordagem. Para a realização, foram obtidos levantamentos de dados da empresa encontrados em demonstrativos publicados e que serviram de apoio para futuras projeções. Os resultados apurados foram apresentados na forma de Valor de Ação x Número de Ações existentes, sendo que desta maneira foi possível encontrar o valor de mercado. Contudo, a metodologia de fluxo de caixa descontado apresentou melhor resultado, sendo o valor de mercado encontrado por “*Valuation*” no valor de R\$ 182 Bilhões, onde seu valor por ação é de R\$ 6,83 já em no ano de 2021 o preço do mercado da empresa é de R\$ 180 bilhões e no ano de 2022 teve uma perda considerável de mercado passando para R\$ 33 bilhões de reais, sendo considerado um ponto alto até o presente momento. É possível identificar que, após estudos realizados, a empresa apresentou uma alta em relação ao seu valor de mercado durante o período estudado. Cabe ressaltar que o ano de 2022 não teve dados revelados até o presente momento, podendo assim haver alteração nas premissas e resultados apurados neste trabalho.

Palavras-chave: *Valuation*. Contabilidade. Investimento.

ABSTRACT

The current scenario of the economy, where the various decision-making decisions are still recovering, the value of a market is fundamental and crucial to help. Other reasons of the economic crisis have the potential to despite a negative way as a company's executors, such as political, environmental, climate. That said, it was based on analyzing the market value of the company Magazine Luíza post-purchase at Netshoes, to buy a valuation through three valuation methods, propagated in the literature, which are: Equity, valuation by market multiplicity, and flow of cash discounted. The study aims to determine the market value of the company, in different periods. The methodology of this work is characterized as a documental research regarding the procedures, descriptive regarding its objectives and exploratory regarding the approach. For the accomplishment, data surveys were obtained from companies found in disclosed statements and which served to support the future. The results were presented in the form of Share Value x Number of Existing Shares, and in this way it was possible to find the market value. However, a disconnected cash flow methodology presented the best result, with the market value found by "Valuation" in the amount of R\$ 172.6 billion, where its value per share is R\$ 5.03 already in no year. As of 2021, the company's market price is BRL 180 billion and no year in 2022 had a market income exceeding BRL 33 billion, which is considered a high point to date. It is possible to identify, after studies carried out, to present a high in relation to its market value during the period studied. It is worth mentioning that the year 2022 did not have data revealed, thus being able to have criteria until the present moment and results determined in this work

Keywords: *Valuation. Accounting. Investment.*

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- EV/EBITDA (Segundo Site de Damodaran)	22
Tabela 2- EV/EBITDA(segundo site Yahoo Finanças)	23
Tabela 3- Valores para acionistas (Damodaran e Yahoo Finanças)	24
Tabala 4- Média por ações por múltiplos	24
Tabela 5- Capital Próprio	26
Tabela 6- Capital de Terceiros	27
Tabela 7- Cálculo WACC	27
Tabela 8- Cálculo FCFE Projetados	28
Tabela 9- Valor da empresa	28
Tabela 10- Patrimônio Líquido consolidado	29
Tabela 11- Sumário Executivo	30

QUADROS, FIGURAS E FORMULAS

Quadro 1- Exemplos de Múltiplo	18
Quadro 2- Estrutura Fluxo da empresa	19
Quadro 3-Estrutura Fluxo acionistas	19
Figura 1 – Modelo de Avaliação	14
Formula 1- Wacc	25
Formula 2 – CAPM	25

Sumário

1. INTRODUÇÃO	12
2. REVISÃO DA LITERATURA	14
2.1 Conceito Vatuation	16
2.2 Métodos de avaliação.....	16
2.2.1 Avaliação patrimonial	17
2.2.2 Múltiplos de mercado	17
2.2.3 Fluxo de caixa descontado.....	18
3. METODOLOGIA	21
3.2 Procedimentos de coletas de dados	22
4. RESULTADOS E DISCUSSÃO	23
4.1 Sobre a Magazine Luiza e Netshoes	23
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	35

1. INTRODUÇÃO

O *valuation*, metodologia que visa avaliar e dar valor justo as empresas através de metodologias diversas. Método utilizado para diversos fins, como avaliar uma empresa a ser comprada ou a ser vendida, relatórios financeiros ou fusões.

Para Assaf Neto (2014) a premissa básica de avaliação de empresa é obter um valor justo, valor que reflete o retorno esperado baseado em projeções futuras coerente com as realidades na empresa a serem avaliadas. A avaliação de empresa não se trata de uma ciência exata, com um método definido como o correto, e sim um conjunto de tomadas de decisões. Para Póvoa (2012) o preço e valor são coisas distintas, o preço se trata de um conceito objetivo, um encontro em oferta e demanda de um ativo em dado momento. Já o valor é subjetivo, depende do ativo a ser analisado como também do perfil de risco do avaliador.

A avaliação de empresas busca mensurar o valor justo, que tem por objetivo refletir a potencialidade futura da empresa de maneira coerente (SANTOS; CUNHA, 2015). O conhecimento do *valuation* pode contribuir para a mensuração do valor de uma empresa ou investimento, e compreende também a percepção do mercado quanto a empresa e sua expectativa de retorno sobre o capital investido.

Apesar de a palavra *valuation* ser originária da língua inglesa, seu conceito foi adotado no Brasil. Conforme a Instrução da CVM nº 361, de 5 de março de 2002, as OPA- ofertas públicas de aquisições de ações - devem ter seu valor justificado por um laudo de avaliação da companhia. Logo, se espera que as companhias de capital aberto possuam conhecimento satisfatório sobre avaliação de empresas.

Dada essa descrição o que é *valuation* e a importância para as empresas, o objetivo da pesquisa é realizar uma análise na empresa Magazine Luiza após compra da Netshoes. Nessa pesquisa será feito uma análise do valor de mercado da companhia Magazine Luiza após a aquisição da empresa Netshoes, a fim de verificar o impacto da aquisição em seu valor de mercado. Para isso foi coletado dados de 2015 a 2021, sendo dois anos antes e quatro anos após a aquisição para analisar se houve um impacto no valor da empresa.

Com base na delimitação do tema de pesquisa proposto, a questão de pesquisa para o estudo é: Desenvolver o *valuation* afim de encontrar o valor de mercado da Magazine Luiza nos anos pós compra na Netshoes.

O estudo se justifica pelas avaliações na empresa no âmbito empresarial quando do uso das metodologias, e a escolha da empresa aqui estudada se deu pelo fato de ser uma das maiores e mais conhecidas no Brasil. O objetivo aqui exposto é mensurar resultados apresentando os três métodos já citados, verificando se causa influência negativa sobre a saúde financeira da Magazine Luíza, e se a empresa tem possibilidades de aumentar seu valor de mercado.

Nos últimos anos a Magazine Luiza, Magalu, vêm se destacando no cenário econômico atual do Brasil, tornando-se uma das maiores empresas do país. Segundo dados apresentados no site www.investing.com, os crescimentos nos preços das ações entre 2017 e 2019 chegaram a 550%, e segundo a consultoria Kantar a Magalu cresceu seu faturamento em 273% nos últimos anos, deixando a empresa entre as dez empresas mais valiosas do país, com um valor estimado em quarenta bilhões de reais.

Para tanto, neste trabalho serão utilizadas as três metodologias já consolidadas na literatura, de empresa mais utilizados pelos estudiosos, sendo eles avaliação patrimonial, métodos múltiplos e o método de fluxo de caixa descontos. A avaliação de empresa (Valuation) é algo de fundamental importância para analisar a saúde das empresas, seu valor de mercado, ela serve tanto para uma possível aquisição como para uma possível venda.

A relevância dessa pesquisa se dá pelo fato da Magazine Luiza obteve um destaque nacional nos últimos anos se tornando umas das maiores empresas do país. A Magazine Luiza hoje está como a quarta maior empresa de e-commerce do Brasil e segundo a Forbes é a décima oitava (18º) maior empresa de capital aberto do país. No ano de 2019 a empresa abriu mais de 1.100 lojas no território nacional, com 17 centros de distribuição. Outro ponto positivo da empresa é a carteira de clientes que ela tem, vinte quatro milhões de clientes ativos sendo a primeira empresa mais amada no seu território nacional, dados retirados no próprio site da empresa no ano de 2019. Nos anos de 2020 e 2021 a Magazine Luiza foi em contra mão do mercado, devido a pandemia de Covid-19, adquiriu vinte e uma empresas, na qual será detalhado posteriormente através de uma linha temporal de aquisições da empresa Magazine Luiza. Por conta dessa relevância nacional os investidores viram como uma oportunidade de mercado para investimento, isso foi visto que as ações da mesma cresceram nos últimos anos.

O artigo será dividido em cinco seções, sendo a primeira introdução, na qual introduz o tema a ser estudado, a segunda será a revisão literária na qual será explicado melhor as avaliações, estudos anteriores e livros que serviram de base. Na terceira sessão a metodologia e os dados que servirão de base para o artigo, a quarta sessão terá uma análise completa das avaliações e seus respectivos resultados e a quinta reservada para considerações finais do artigo.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Modelos de Avaliações

Existem vários tipos de abordagens de avaliação de empresas e cada uma delas são realizadas com técnicas distintas, a partir da abordagem são construídos modelos de avaliações que permitirão uma adequação melhor de acordo com o tipo da empresa que estiver sendo avaliada. Os tipos de abordagens mais recomendadas, de acordo com a figura 1, realizada pela a autora Pereira (2019) são:

Figura 1 - metodos de avaliação



Fonte:Pereira (2019).

Para Assaf Neto (2014) a apuração do valor de uma empresa é essencial para as decisões financeiras de um investimento, financiamento e dividendos, muito importante também para futuras aquisições, vendas, fusões ou cisões. A premissa básica de avaliação é obter um valor justo, valor que reflete o retorno esperado baseado em projeções de desempenho futuro coerente com a realidade do negócio em avaliação (ASSAF NETO, 2014).

Para Povoá (2012) o valor de uma companhia equivale ao somatório de todo o caixa gerado no médio a longo prazo e assim trazer para o valor presente através de uma taxa de desconto, chamado de retorno exigido pelo investidor. E para uma boa análise não pode deixar de lado duas dimensões, o retorno e o risco.

A avaliação de empresa não é uma ciência exata, não existe uma metodologia correta ou errada. Ela é um conjunto de tomadas de decisões, métodos de análise na qual o analista utiliza. Para Assaf Neto (2014) uma boa avaliação exige o domínio de conceitos econômicos e financeiros, junto com técnicas de cálculos e inúmeros fatores tanto internos como externos, a junção de todos esses conceitos e fatores influenciam no valor. Já para Póvoa (2012) existe uma

diferença entre o preço e o valor, o preço é um conceito objetivo, um ponto de encontro entre oferta e demanda de um ativo em dado momento. Já o valor é subjetivo, depende tanto do ativo analisado como também do perfil de risco do avaliador. O preço não de discute é um fato, já o valor pode ter várias interpretações (PÓVOA, 2012)

Para uma avaliação de empresa o presente artigo utilizará os modelos de análise, o patrimonial, método múltiplo (relativo) e fluxo de caixa descontado (FDC). E após feita essa análise irá verificar qual tem maior aproximação do valor de mercado através dos preços de ações na Bovespa.

Para o modelo de avaliação patrimonial utiliza-se a avaliação contábil e avaliação de mercado, para o modelo de avaliação relativa será utilizado múltiplos do patrimônio líquido e múltiplos do valor da empresa e para avaliação do fluxo de caixa descontado será utilizado a avaliação do fluxo de caixa descontado para o patrimônio líquido e fluxo de caixa para a empresa. Todas essas avaliações serão melhor explicadas ao decorrer do artigo.

Para Cunha, Martins e Assaf Neto(2013), “são muitos os propósitos da avaliação de empresas, mas qualquer que seja ele, a busca do valor intrínseco da empresa é o alvo do avaliador, porém não se tem acesso a todas as informações disponíveis, tampouco um modelo de avaliação perfeito; deve-se analisar, por isso, se as avaliações com as informações disponíveis no momento e com o modelo existente proveem uma aproximação desse valor”, ou seja, o alvo avaliador das empresas será sempre buscar o valor que fará parte da essência daquilo que se busca.

A intrínseca e a relativa são dois dos muitos métodos de avaliação de empresas que se destacam. De acordo com Damodaran (2018), a abordagem intrínseca é avaliada por fluxo de caixa futuro onde o ativo tem a capacidade de se gerar na sua vida útil, já na abordagem relativa, o valor de ativo se comparado com outros ativos que são estimados. Estas abordagens geralmente proporcionaram valores divergentes para um mesmo ativo, considerando o mesmo período quanto ao tempo.

Um valor de mercado de ações de uma empresa normalmente não terá valor igual aos fluxos de caixa descontados. Para Assaf Neto (2017), é comum que o valor de mercado possa exceder o valor contábil, mas, em alguns acontecimentos, o valor contábil será maior ao de mercado. Tais imprevistos acontecem por ter diferentes perspectivas com as quais o mercado percebe a empresa em relação ao futuro.

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2010) o valor de mercado passa a medir expectativas no futuro com relação à criação de valor. Existe a possibilidade de que a empresa passe a apresentar bons resultados e taxas a respeito do retorno do capital investido, facilitando

valor para o acionista na forma que prevê o *valuation*. No entanto, embora evidencie um crescimento da economia, corre risco de ser desvalorizado, caso a empresa passe a não exceder as expectativas do mercado, que contava com melhores resultados.

2.1 Conceito Vatuation

Assaf Neto (2017) enfatiza que o processo de avaliação de ativos visa descobrir o valor justo de um ativo, ou veja o valor que um ativo vale pela sua capacidade esperada em remunerar o investidor. Padoveze (2016) entende que o valor da empresa é fator determinante para avaliar a atratividade do investimento perante seus investidores.

Já os autores Healy e Palepu (2016), dizem que o *valuation* é um processo onde as previsões de desempenho são convertidas em estimativas de preço. Existem diversas técnicas aplicáveis, cada uma envolvendo vantagens e desvantagens em relação às outras. Para se avaliar uma empresa é preciso dominar conceitos de economia e finanças, entender sobre cálculos e vários outros fatores externos e internos de uma empresa que irão influenciar no valor econômico, principalmente na natureza de forma subjetiva (ASSAF NETO, 2017). No entanto, se é possível imaginar que valor justo que foi encontrado na empresa será influenciado por quem avalia, tanto para cálculos quanto para outros conceitos.

Assim, o *valuation* tem o objetivo de mensurar o valor justo de um ativo, usando de várias formas de técnicas e cálculos, para isso se aplica diferentes métodos de avaliações para fim de obter dados próximos à realidade de mercado a empresa foco deste estudo. Neste estudo foram utilizados três métodos de avaliação, sendo eles valor patrimonial, múltiplos de mercado e o fluxo de caixa descontados.

2.2 Métodos de avaliação

Assaf Neto (2017) diz que para definir o valor de uma empresa modelos para se avaliar, modelos com seus níveis de subjetividade e de pressupostos, dentre eles, o fluxo de caixa descontado é o mais aplicado. Já o autor Damodaran (2018), descreve que este é o modelo mais simplificado para se avaliar.

A CVM, por meio da IN 361/2002, evidencia que quando existir abertura de capital através de OPA – oferta pública de aquisição de ações - a empresa deverá apresentar laudo de avaliação e atender aos critérios de avaliação previstos em lei ou aceitos por CVM, quais sejam: valor do patrimônio líquido por ação; preço médio ponderado de cotação das ações da companhia; valor econômico da empresa, onde seu cálculo seja realizado pelo fluxo de caixa

descontado, múltiplos comparáveis, ou outro método escolhido pelo avaliador que melhor se adeque ao caso da companhia.

2.2.1 Avaliação patrimonial

Este modelo de avaliação patrimonial apresenta várias restrições quando se fala em aplicações, pois, se baseia em valores passados e desconsideram benefícios futuros que poderiam gerar sinergia entre ativos. Avaliação Patrimonial, ou modelo contábil, leva em consideração o valor de patrimônio como diferença entre ativos e montantes do passivo, ou seja, o valor que se encontra é igual ao patrimônio líquido. (ASSAF NETO, 2014).

Para o autor Padoveze (2016) o modelo de avaliação patrimonial apresenta como relevância o custo histórico e colabora com entendimento de que o valor da empresa é seu total de patrimônio líquido.

E, Pinheiro (2016) diz que é um modelo de utilidade nos casos de liquidez da empresa e que possibilita a obtenção de valor mínimo da empresa. Mas, salienta que este modelo possui problemas quanto à não valorização da estrutura de capital da empresa, do potencial de crescimento e do valor futuro da entidade.

Assaf Neto e Lima (2017), entendem que este modelo de avaliação patrimonial considera a descontinuidade da empresa, ou seja, é desvantagem, pois, o valor econômico de uma empresa deve representar o seu valor em funcionamento.

2.2.2 Múltiplos de mercado

De acordo com Damodaran (2018) para se abordar este modelo deve-se: identificar ativos comparáveis já precificados pelo mercado; encontrar uma variável comum, que permita gerar preços padronizados para que se possa comparar entre diversos ativo; e ajustar os resultados encontrados para compensar a diferença de cada ativo. Conforme o autor explica, a avaliação relativa apresenta menor complexidade e maior rapidez de aplicação em relação à avaliação intrínseca.

Este método tem objetivo de identificar o valor corrente de uma empresa ou de ativo, comparando o seu valor com o de outro semelhante. Para se fazer uso deste método é necessário obter informações como o valor de uma empresa considerada comparável e um padrão de referência, que pode ter como base seus lucros e etc. Uma empresa comparável é aquela que atua no mesmo setor de atividade, que apresenta porte, riscos e retornos similares. O método dos múltiplos pode ser aplicado a empresas que apresentarem prejuízos, sendo assim uma

vantagem em relação a outras técnicas de *avaliação*. Costuma apresentar menor volatilidade nos resultados e sua aplicação é considerada simples e rápida, porém é necessário atenção ao escolher a empresa comparável e ao selecionar os múltiplos a serem utilizados. (ASSAF NETO, 2017)

O autor Pinheiro (2016), diz que este modelo não visa cálculo de valor absoluto e sim uma comparação com empresas semelhantes para avaliar se o valor da empresa está acima ou abaixo em termos relativos de mercado. Os modelos que tomam por base a análise de múltiplos utilizam diversas variáveis, e no Quadro 1 se demonstra os mais utilizados.

Quadro 1 - Exemplos de múltiplos

Múltiplos	Índice
Lucro	Preço/lucro
Fluxo de caixa	Preço/fluxo de caixa
Valor patrimonial	Preço/valor patrimonial
EBTIDA	<i>Enterprise value/EBTIDA</i>
Receita	Preço/receita
<i>Dividend yield</i>	Dividendo/preço
Distribuição (pay-out)	Dividendo/lucro

Fonte: Pinheiro (2016 p. 546)

O Quadro 1 demonstra os principais múltiplos de mercado e relaciona as fórmulas de cada cálculo, através de evidências mais adequadas para cada um deles.

2.2.3 Fluxo de caixa descontado

Assaf Neto (2017) relata que o fluxo de caixa descontado é a metodologia mais utilizada na avaliação de empresas, onde os fluxos de caixa são estimados com base nas projeções de receitas, lucros, crescimento e retorno esperados.

Todas as variáveis citadas são importantes para determinar o valor da empresa, bem como a taxa de desconto dos fluxos de caixa, que deve representar de forma adequada o risco da empresa. A proposta deste método é estimar corretamente o *fair value* - valor justo - de uma empresa. Sua aplicabilidade vai da avaliação de projetos de investimentos, ações, avaliação de empresas, bem como processos de fusões, cisões e aquisições.

Uma forma de se analisar a capacidade da empresa é pelo questionamento: A empresa está consumindo e/ou gerando caixa? Para responder este tipo de questão se aplica o método do fluxo de caixa descontado. “Na abordagem pelo fluxo de caixa descontado, o valor de uma empresa é seu fluxo de caixa previsto descontado a uma taxa que reflita o grau de risco do fluxo” (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2010 p.67).

Conforme Assaf Neto (2017) é utilizado para avaliação o Fluxo de Caixa Disponível, que se trata do valor de caixa gerado após as despesas e necessidades de investimento em giro, podendo ser utilizado para pagamento ou distribuição aos acionistas. A partir disso é possível obter o fluxo de caixa disponível da empresa - FCDE e o fluxo de caixa disponível do acionista - FCDA. O FCDA avalia o patrimônio líquido e o FCDE valoriza a empresa. Os quadros 2 e 3 demonstram o FCDE e o FCDA respectivamente.

Quadro 2- Estrutura fluxo de caixa disponível da empresa.

FLUXO DE CAIXA DISPONÍVEL DA EMPRESA
LUCRO BRUTO (Receitas Líquidas de Vendas - Custos)
(-) Despesas Operacionais Desembolsáveis
EBITDA - Lucro Antes dos Juros, Impostos e Depreciação
(-)Despesas de Depreciação e Amortização
EBIT - Lucro antes dos Juros e Impostos
(-)IR (34%)
NOPAT - Lucro operacional Líquido do IR
(+) Despesas de Depreciação e Amortização
FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL
(-) CAPEX
(-) Investimento em Giro
FLUXO DE CAIXA DISPONÍVEL DA EMPRESA - FCDE

Fonte: adaptado de Assaf Neto (2017).

Conforme o Quadro 2 é possível identificar a estrutura e as variáveis para que se possa mensurar o FCDE – Fluxo de caixa disponível da empresa. Esta estrutura servirá de base para encontrar os fluxos de caixa a serem descontados.

Quadro 3- Estrutura fluxo de caixa disponível do acionista

FLUXO DE CAIXA DISPONÍVEL DO ACIONISTA

LUCRO LÍQUIDO
(+) Despesas de Depreciação e Amortização
FLUXO DE CAIXA DAS OPERAÇÕES
(-) CAPEX
(-) Investimento em Giro
(-) Entrada Novas Dívidas
FLUXO DE CAIXA DISPONÍVEL DO ACIONISTA - FCDA

Fonte: adaptado de Assaf Neto (2017).

O Quadro 3 apresenta a estrutura do FCDA – Fluxo de caixa disponível para o acionista que pode ser utilizado como base para a distribuição de dividendos para os acionistas.

Conforme Padoveze (2016), o valor de uma empresa tem como base a sua rentabilidade futura, descontados a uma determinada taxa de juros. Em decorrência da geração de caixa, a empresa apresentará condições de remunerar seus acionistas, mantendo assim a atratividade do investimento, que influenciará diretamente na avaliação do valor da ação no mercado financeiro.

Para Pinheiro (2016), o dinheiro de amanhã não é o mesmo que o de hoje, pois o de hoje vale mais, e por isso o método ora analisado permite avaliar de forma clara os fluxos de caixa de diferentes montantes e em períodos distintos.

Segundo os autores, Saurin, Júnior e Zilio (2007), enfatizam que “na avaliação econômica de empresas, a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é a que representa o maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico”.

Em complemento ao conhecimento dos fluxos de benefícios de caixa futuros, é importante ter a informação de como os fluxos serão distribuídos durante o início e no decorrer da vida útil do projeto (ASSAF NETO; LIMA, 2017).

Ainda, discorre Siegel (2015) em sua obra sobre os motivos pelos quais devem se descontar os fluxos de caixas, quais sejam a taxa isenta de risco, o prêmio de inflação e o prêmio de risco. A soma destes três fatores é denominada de custo de capital próprio.

Para desenvolver o Fluxo de Caixa Descontado (FDC) existe algumas premissas a serem seguidas. Sendo a primeira o desenvolvimento do custo médio ponderado de capital (WACC), uma ferramenta utilizada no planejamento financeiro das empresas (ASSAF NETO, 2014). O WACC faz uma avaliação entre custo e o benefício do projeto em questão, apresentando qual retorno mínimo esperado para que valesse a pena o investimento.

Para desenvolver o custo médio ponderado de capital necessita de duas variáveis importante, sendo elas o custo de capital próprio (Ke) e o custo de capital de terceiros (Ki). O

custo de capital próprio são custos provenientes dos próprios sócios da empresa, na qual representa o retorno esperado do investimento para que se passe a pagar a pena dado investimento. Para o desenvolvimento do capital próprio o artigo realizou um cálculo através do CAPM, que será explicado posteriormente nas discussões de resultados.

Para Padoveze (2016) descreve o custo de capital de terceiros (k_i) como obrigações da empresa para com terceiros, são recursos advindas de empréstimos e financiamentos. Para o cálculo considera as despesas financeiras pelo passivo oneroso da empresa.

3. METODOLOGIA

3.1 Metodologia para avaliação de empresa.

O estudo realizou o comparativo entre o valor de mercado atual e o *Valuation* da empresa Magazine Luiza pós compra na Netshoes entre os anos de 2015 a 2021, para isso foi coletado dados das empresas como balanços patrimoniais, DREs para fim de mostrar resultados comparativos de valores atuais com os valuation através de três métodos de avaliação, fluxo de caixa descontados, métodos de múltiplo de mercado e valor patrimonial.

3.2 Delineamento da pesquisa

Para uma boa análise do *Valuation* de uma empresa, buscar uma metodologia correta a ser utilizada se mostra um desafio para o avaliador. Com isso, reforça a teoria de Assaf Neto (2014) na qual afirma que não existe um modelo de avaliação correto e sim um modelo para determinada empresa a ser analisada. O presente artigo busca aplicar três métodos distintos e comparar qual seria o eficaz com relação aos resultados obtidos e comparar com os valores da empresa no presente momento.

Para Figueiredo (2018), a pesquisa bibliográfica visa reunir informações a partir de livros, teses, dissertações, monografias e artigos científicos, assim possibilitando chegar a conclusões que poderão firmar um determinado conhecimento.

Os estudos descritivos, conforme explica Matias-Pereira (2019) representam boa parcela das pesquisas realizadas na área das ciências sociais. Visam descrever as características de determinada população ou estabelecimento de suas variáveis.

Em concordância, Figueiredo (2018) relata que as pesquisas descritivas, juntamente com as exploratórias, são realizadas pelos pesquisadores sociais preocupados com a aplicação

prática. Este tipo de pesquisa visa descrever com exatidão os fatos e fenômenos de uma determinada realidade

Para Pádua (2019), as pesquisas qualitativas não são mensuráveis, e se supõe que visem o significado dos fenômenos e processos sociais, levando em consideração motivações, crenças, valores que sejam relacionados às relações sociais. Tem por objetivo analisar a realidade estudada, buscando explicações alternativas que possam gerar comparação.

No relato de Matias-Pereira (2019), o método qualitativo é utilizado na pesquisa descritiva, assim sendo, as informações obtidas não podem ser quantificadas. Os dados obtidos deverão ser analisados de forma indutiva, onde o pesquisador é o instrumento chave.

Esta pesquisa é caracterizada como descritiva, pois visa abordar os fenômenos que impactaram a situação da empresa Magalu, e com isso verificar a nova situação da empresa, usando para isso a métrica do *valuation* através do FCD. Neste sentido, o método qualitativo se mostrou mais adequado, visto que serão utilizadas diversas premissas que o pesquisador deverá abordar com cuidado, para que os objetivos propostos possam ser alcançados.

O estudo de caso, conforme ensina Figueiredo (2018), busca aprofundar determinada realidade, permitindo desta maneira a formulação de hipóteses. Os resultados encontrados em um estudo de caso valem apenas e somente para aquele estudo. Este tipo de análise permite amplo aprofundamento e detalhamento. Um dos principais objetivos é explicar variáveis e fenômenos que não permitem a utilização de levantamentos e experimentos, objetivo este que se pretende alcançar no estudo de caso proposto nesta pesquisa.

3.3 Procedimentos de coletas de dados

Foi realizada a coleta dos dados pertinentes ao estudo por meio das demonstrações contábeis e relatórios anuais publicados pela empresa Magalu, com o intuito de prover as informações necessárias para o estudo de caso.

Após a coleta de dados, os mesmos foram transcritos para o software *Excel*, tornando possível projetar os fluxos de caixa, bem como o crescimento projetado para o faturamento e demais variáveis pertinentes à técnica utilizada.

Diante da avaliação realizada pelo método de fluxo de caixa descontado, foi realizada a coleta de dados referentes ao valor dos papéis da empresa listados no mercado de capitais, para fins de comparação entre os valores.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 A empresa analisada, Magalu.

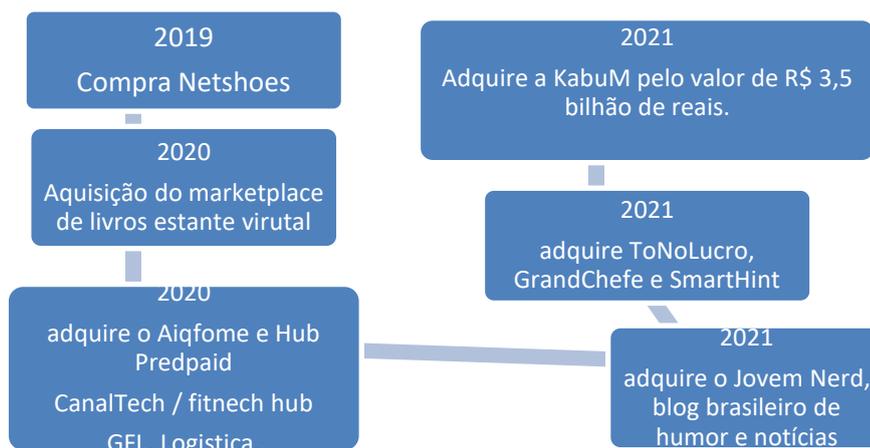
A Netshoes vinha de direção oposta da empresa Magazine Luiza, com prejuízos acumulados de 231 milhões de reais e com uma dívida líquida de mais de 144 milhões, mesmo ela sendo a maior loja de comércio eletrônico de vestuário esportivo da América Latina. Mesmo com esse prejuízo empresas como a própria Magazine Luiza e Centauro entraram em disputa para a compra da mesma. Segundo o CEO da Magazine Luiza a primeira oferta foi de U\$ 2,00 por ações e comprado por U\$ 3,70 por ações.

Em uma entrevista¹ dada pelo CEO, Frederico Trajano Inácio Rodrigues, em 2017 mesmo a compra sendo quase o dobro do valor proposto inicialmente a compra foi muito bem vista, uma vez que com a aquisição da Netshoes a Magazine Luiza se torna líder no varejo em relação a materiais esportivos e calçados e sobe para segundo lugar de maior empresa de e-commerce.

Na Figura 2 mostra uma linha temporal com as maiores compras da empresa Magazine Luiza a partir da compra da Netshoes, o objetivo dessa figura é mencionar todas as empresas que podem ter relevância para impactar no valor da empresa Magazine Luiza, seja ela positiva como negativa. Foi coletado diretamente do site da empresa e de acordo com o ano de aquisição, foram no total entre 2020 e 2021 de vinte e uma empresas adquiridas pela empresa Magazine Luiza, porém algumas tiveram impacto maiores, como por exemplo a compra da Fittech que após sua aquisição as ações da Magazine Luiza subiu 8%. E mais recentemente a compra da gigante empresa de eletrônico KabuM, na qual desembolsou 3.5 bilhões de reais.

Figura 2 - linha temporal de aquisições

¹ <https://www.istoedinheiro.com.br/o-magazine-luiza-vai-lucrar-com-a-netshoes/>



4.2 Resultados Avaliação

4.2.1 Resultados Método Múltiplo

Como já foi visto, o Método Múltiplo de mercado tem como objetivo identificar o valor corrente de uma empresa ou ativo, comparando seu valor com outro semelhante. Leva-se em consideração fatores críticos para o modelo de acordo com Damodaran (2018) e o múltiplo mais adequado para o presente artigo foi o de EV/EBITDA, por conta do porte da empresa e seu ramo de atividade. Na avaliação da Magazine Luiza foi utilizado o múltiplo EV/EBITDA², para obter o valor do Ebitda foram utilizados dados das demonstrações contábeis da Magazine Luiza³, que estão presentes no seu site e no site do Damodaran. Os dados coletados foram referentes aos anos de 2015 a 2021. Os resultados obtidos pelo Múltiplos de Damodaran foi, de acordo com a Tabela 1:

Tabela 1- Múltiplos Damodaran

ANO	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBITDA	464,7	714,6	1030,8	1245,2	1775,5	1527,1	1287,6
Múltiplo de Damodaran	18,77	18,77	18,77	18,77	18,77	18,77	18,77
Valor da empresa	8722,42	13413,04	19348,12	23372,40	33326,14	28663,67	24168,25

² EV/EBITDA, múltiplo de análise, que é determinado pela divisão do valor de mercado atual da firma pelo EBITDA dos últimos 12 meses.

³ <https://ri.magazineluiza.com.br/listresultados.aspx?idCanal=0WX0bwP76pYcZvx+vXUnvg==>

*Valores em milhões .Fonte: elaborada pelo autor, resultados de pesquisas.

Na tabela 1, os dados de Ebitda foi coletado para os anos de 2015 a 2021 direto nas demonstrações contábeis da empresa Magazine Luiza, que estão disponíveis em seu site, e multiplicado pelo múltiplo tirado do próprio site do Damodaran para o ramo que a empresa se enquadra. Utiliza-se o EBITDA pois o mesmo é um indicador para avaliar empresas de capital aberto e para calcular o valor da empresa pelo método de múltiplos de mercado. Como descrito por Damodaran (2018) esse método busca encontrar o valor da empresa em comparação com outro ativo semelhante. A aplicação desse método para Assaf Neto (2014) se mostra simples e rápido em comparação com outros, como por exemplo o fluxo de caixa descontado (FDC), na qual será explicado posteriormente no artigo.

Como resultados apresentados através desse método a empresa Magazine Luiza demonstra ano a ano um EBITDA crescente, passando de R \$464 milhões para R \$1.2 bilhões. Vale ressaltar que nos anos de 2019 e 2020 o Ebitda se mostrou ainda maior, sendo R\$ 1.7 Bilhões e R\$ 1.5 Bilhões, respectivamente, um possível motivo desse aumento entre os anos de 2019 e 2020 seria devido a aquisição da empresa Netshoes impactando positivamente no valor da empresa. Já a queda entre os anos de 2020 e 2021 pode-se explicada por conta da pandemia do Covid-19 que afetou não apenas o ramo da atividade da Magazine Luiza, mas sim todos os ramos. Para comprovar essa hipótese que faz a relação entre o valor da empresa com o Covid-19, será necessário realizar outros cálculos que não fazem parte da proposta apresentada pelo artigo.

Já como resultado o valor da empresa teve as mesmas variações de crescimento em comparação com o Ebitda, dado que o indicador foi constante para todos os anos. O valor da empresa cresceu drasticamente em comparação entre o ano de 2015 e 2021, passando de R \$8.7 Bilhões para R \$24 bilhões no valor da empresa. Em efeito de comparação, nos anos de 2019 e 2020 os valores da empresa também se mostraram maiores do que o ano de 2021, sendo eles de R \$33.3 bilhões e R \$28.6 bilhões, respectivamente.

Como resultado obtido através dos múltiplos de Damodaran utilizando apenas como foco o Ebitda da empresa se mostra além da realidade da empresa. Uma vez que no ano de 2021 a empresa tinha um valor estimado de R \$178 Bilhões de reais, muito distinto do valor encontrado se comparar com o encontrado pela pesquisa. Sendo assim, o múltiplo de Ebitda utilizando a variável de Damodaran, que representa para o ramo de atividade da empresa em âmbito internacional não se mostra eficaz para estimar o valor da empresa.

Para o efeito de comparação para o método de múltiplo, além de utilizar o múltiplo de Damodaran foi coletado o múltiplo de outro site para verificar a veracidade do método. O site escolhido foi o Yahoo finanças, dado que o site é confiável e muito utilizado no território nacional para o estudo dos valores das ações de empresas. E como resultados obtidos através dos múltiplos para o yahoo apresentado na Tabela 2 foram:

Tabela 2 - Múltiplos Yahoo Finaças

ANO	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBITDA	464,7	714,6	1.030,8	1.245,2	1.775,5	1.527,1	1.287,6
EV (YAHOO)	41,03	41,03	41,03	41,03	41,03	41,03	41,03
EV/EBITD	19.066,6	29.320,0	42.293,7	51.090,5	72.848,7	62.656,9	52.830,2
A	4	4	2	6	7	1	3

* Média EV/EBITDA coletado no site YahooFinanças³

Na tabela 2, o múltiplo de Ebitda foi retirado no site Yahoo Finanças, e representa um múltiplo nacional diferente do Damodaran, que era como foco internacional. O valor da empresa (*Enterprise Value*) se mostrou em proporções maiores com relação ao encontrado na tabela 1. Os Ebitdas foram os mesmo em ambas as análises, diferenciando apenas os múltiplos consequentemente o valor da empresa. O valor da empresa de acordo com o múltiplo do Yahoo passou de R \$19 bilhões em 2015 para 52.8 bilhões em 2021. Nos anos de 2019 e 2020 tiveram um crescimento maior em relação ao ano de 2021, mostrando como valor da empresa respectivamente de R \$72.8 bilhões e R \$62,5 bilhões.

Após a análise do valor da empresa utilizando o método de múltiplos de mercado tanto para Damodaran como para o Yahoo Finanças, os valores da empresa se mostraram distintos da realidade da empresa no ano de 2021. Reforçando a hipótese que para a empresa em questão e/ou seu ramo de atividade esse modelo não se mostra eficaz para demonstrar o real valor da empresa. Reafirmado a fala de Assaf Neto (2014) que descreve o modelo como simples e rápido para uma análise, porém para o porte da empresa esse modelo não demonstrou eficácia. Se comparar apenas o Ebitda, para confirmação dos resultados, o artigo buscou também analisar o valor da empresa para os acionistas e posteriormente o valor das ações da empresa para os dois múltiplos escolhidos para análise. A Tabela 3 apresenta os resultados para os acionistas:

Tabela 3 - Valor para acionista

ANO	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
-----	------	------	------	------	------	------	------

³ <https://br.financas.yahoo.com/quote/MGLU3.SA/key-statistics?p=MGLU3.SA>; no dia 13/03/2021

EV/SALES(YAHO O)	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
EV/SALES(DAMO)	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96
VALOR ACIONISTA (YAHOO)	18.158,7 1	27.923,8 5	40.279,7 4	48.657,6 7	69.379,7 8	59673,2 5	50314,5 0
VALOR ACIONISTA (DAMO)	9.085,85	13.971,9 2	20.154,2 9	24.346,2 5	34.714,7 2	29857,9 9	25175,2 6

*Valor em Milhões

Na tabela 3 foi feito uma comparação entre os dois múltiplos escolhidos, e assim coletou-se de cada site o índice de EV/SALES. O EV/SALES seria a relação entre o valor da empresa/firma (*enterprise value*) e o faturamento anual extraído das vendas da companhia. Para efeito de comparação foi utilizado o índice constante, para o Yahoo Finanças foi de 1,05 e para Damodaran foi de 0,96, os dados foram mantidos constantes para todo o período estudado uma vez que não se tem índices passados. Em efeito de comparação, para os acionistas se mostra mais atrativo o valor seguindo o Yahoo finanças, uma vez que seu valor se mostra quase o dobro em comparação com o descrito por Damodaran, R \$50.3 bilhões contra 25.2 bilhões. Como resultado apresentado o valor da empresa para os acionista se mostra menos atrativos para o índice de Damodaran, se trazer para o atual momento vivido pela empresa em 2022 o valor da empresa se mostra mais valiosa. uma vez que segundo o site econômico valor, onde foi publicado no dia 15/03/2022 uma reportagem descrevendo a perda de valor de mercado pela Magazine Luiza passando a valor R\$ 33 bilhões de reais. Comparando com o resultado encontrado na análise o valor para os acionistas para o Yahoo mostra maior que o valor atual da empresa, agora se comparar com o valor no ano de 2021 tanto para o índice de Damodaran como para o do Yahoo Finanças se mostra inferior ao valor real da empresa, reafirmando a hipótese que para a análise da empresa em questão não se mostra eficaz.

Tabela 4 - média valores/ações

ANO	MÉDIA VALOR/AÇÃO DAMO	MÉDIA VALOR/AÇÃO YAHOO
2015	13,79	27,55
2016	21,20	42,37
2017	30,58	61,12
2018	36,94	73,84
2019	52,68	105,28
2020	45,31	90,55
2021	38,20	76,35

*Fonte: Variação do valor das empresas pelo total de ações no mercado⁴

A tabela 4 mostra o valor da média das ações durante o período estudado, como resultado obtido os valores das ações para ambos múltiplos escolhidos se mostraram além da realidade da empresa, uma vez que as ações no ano de 2021 teve como média 5,03 reais/ação, já no resultado obtido na pesquisa as ações têm como média R\$ 38,20 e R\$ 76,35 para damodaran e Yahoo respectivamente. Reafirmando a ideia de que esse método de análise se mostra além da realidade descrita pela empresa. Vale ressaltar que não existe modelo certo e modelo errado, mas sim modelos que se encaixam mais ou menos para cada empresa a serem analisadas.

4.2.2 Resultados Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

O modelo de fluxo de caixa descontado é a metodologia mais utilizada na avaliação de empresas, na qual os fluxos de caixas são estimados com base nas projeções de receitas, lucro e retorno (Neto, 2017).

A proposta do modelo é estimar corretamente, ou o mais próximo possível no valor real de uma empresa, ou seja, o valor justo da uma empresa. Para avaliar uma empresa, ou um processo de fusão ou aquisição de uma esse método é o mais indicado. Para realização do método de fluxo de caixa descontado o artigo buscou analisar as demonstrações financeiras da empresa magazine luiza nos períodos de 2015 à 2021 e realizar uma projeção para os próximos anos de qual valor de mercado a empresa se encontraria.

Para estimar o FDC primeiramente o artigo buscou analisar o WACC da empresa Magazine Luiza utilizando a seguinte fórmula:

Equação 1 - Equação WACC

$$WACC = (K_e \times PL / (PL + PT)) + K_i \times (1 - IR) \times (PT / (PL + PT))$$

Onde, K_e = capital próprio, obtido através do CAMP.

K_i = capital de terceiro; IR = imposto de renda (0,34%)

Para o cálculo foi necessário encontrar algumas variáveis, como o custo de capital próprio (K_e) e o custo de capital de terceiro (K_i). O custo de capital próprio (K_e) foi adquirido pelo o CAPM, na qual a formula apresenta:

⁴ 646 bilhões de ações, segundo Yahoo Finanças. <https://br.financas.yahoo.com/quote/MGLU3.SA/key->

Equação 2 - CAPM

$$Ke = Rf + \text{Beta} * [E(Rm) - Rf] - \text{Risco de mercado.}$$

Onde, RF = retorno livre de risco

Beta = risco do negócio;

RM-RF = retorno esperado para o investimento.

A tabela 5 mostra os resultados obtidos para o período estudado, mostrando uma variação próxima entre todos os anos e também próximo com o Ke médio para o ramo de atividade que a empresa se enquadra de acordo com o instituto Assaf Neto.⁵

Tabela 5 - Capital próprio

ANO	Ke
2015	13,27%
2016	14,18%
2017	11,64%
2018	13,24%
2019	11,77%
2020	13,36%
2021	13,45%

Fonte:Tabela criada pelo autor.

Como resultado encontrado demonstrou que para o ramo de atividade da empresa Magazine Luiza o investimento médio necessário de capital próprio tem como média de 13%. Para chegar nesse resultado foi realizado o cálculo do CAPM, *Capital Asset Pricing Model*, utilizando como fonte dos dados o site Yahoo Finanças. O retorno livre de risco (Rf) foi utilizado a taxa Selic, que no Brasil representa a taxa principal para cálculos efetivos de juros, como os dados foram referentes aos anos de 2015 a 2021 foi feita uma média do valor das taxas entre os anos para manter os dados mais próximo a realizada da época estudada. Tanto para o risco do negócio (Beta), como para a taxa de remuneração esperada (Rm) foram utilizados dados encontrados no site Yahoo Finanças. E para o risco de mercado foi utilizado dados encontrados no site de Assaf Neto.

A segunda variável estudada para realizar o estudo do método do fluxo de caixa descontado é o capital de terceiros, para o cálculo foram utilizados dados da própria demonstração financeira da empresa Magazine Luiza. Na tabela 6 se tem como resultados:

⁵ <https://institutoassaf.com.br/>

Tabela 6 - Capital de Terceiros

ANO	Ki
2015	8,14%
2016	8,74%
2017	9,58%
2018	17,60%
2019	19,12%
2020	7,05%
2021	9,17%

Fonte:desenvolvida pelo autor

Como resultado encontrado na Tabela 6, a média de investimento de capital de terceiros foi de 11%, o Ki se mostrou constante em quase todos os anos, porém nos anos de 2018 e 2019 seu valor foi consideravelmente maior que os demais anos. Para o cálculo dessa variável foi coletado as despesas financeiras multiplicado pelo imposto de renda e dividido pelo passivo oneroso e não oneroso, e nos anos de 2018 e 2019 os passivos onerosos da empresa foram mais baixos que os demais anos. Portanto, nos anos de 2018 e 2019 se teve menos empréstimos e financiamentos, conseqüentemente os valores de custo de capital de terceiro demonstrou maior que o dos outros anos analisados na pesquisa.

Como resultado entre os resultados obtidos do capital próprio e de terceiro, para a empresa Magazine Luiza seria mais vantajoso utilizar o capital de terceiros como fonte de investimentos, uma vez que seu custo é menor que o custo de capital próprio, como esperado pela teoria de finanças , mostrando mais barato o uso do capital de terceiros.

Após calcular os capitais próprios e de terceiros para a empresa, foi possível encontrar o WACC, *Weighted Average Capital Cost* ou o custo médio ponderado de capital. Para o cálculo se coletou dados das demonstrações financeiras da empresa Magazine Luiza e em cima deles foram calculados os WACC dos anos de 2015 a 2021 a fim de estimar o valor da empresa para os próximos anos. Como resultado foram de acordo com a Tabela 7 encontrados os seguintes dados:

Tabela 7- WACC

ANO	WACC
2015	10,19%
2016	9,45%
2017	9,67%
2018	13,07%
2019	11,04%
2020	12,11%

2021

13,20%

Fonte: desenvolvida pelo autor

Para o cálculo do WACC, utilizou-se os dados disponíveis pela Magazine Luiza em seu site, após análise das demonstrações foram coletados os passivos onerosos da empresa junto com seu patrimônio líquido, além dos dados encontrados pela pesquisa, sendo eles o capital próprio e de terceiro. Após o cálculo se teve como resultado a média do custo médio ponderado de capital da empresa no período proposto, sendo dado fundamental para o desenvolvimento da projeção futura do fluxo de caixa descontado da empresa para os próximos anos.

Como resultado obtido se teve que o custo médio ponderado foi como média de 12% no período estudado, isso quer dizer que o retorno médio esperado para o investimento na empresa é de 12%. Comparando ano a ano, o retorno esperado nos anos de 2016 e 2017 foram os menores no período representando 9,45% e 9,67%, respectivamente. Em contrapartida, nos anos de 2018 e 2021 seu retorno esperado ultrapassaram a marca de 13%, sendo 13,07% no ano de 2018 e de 13,2% em 2021. No ano da compra da Netshoes o retorno esperado foi de 11,04%, e nos anos posteriores a compra seu retorno obteve um crescimento, pode-se afirmar que a compra na Netshoes teve como resultado positivo com relação ao retorno esperado da empresa.

Como descreve Assaf Neto (2014), o fluxo de caixa descontado pode avaliar as empresas após obter os investimentos para capital de giro e as despesas, a partir disso é possível obter o FCDE- fluxo disponível para os acionistas. Portanto, após encontrar as variáveis necessárias para o cálculo do fluxo de caixa disponível pela empresa, se calculou o fluxo de caixa para os acionistas- FCDE.

Para formalizar esse cálculo utilizou dados retirados das Dre 's da empresa e projeções de variações de capital de giro, Capex. Vale ressaltar que para o cálculo do Capex foi feita uma média ponderada entre o total de vendas da empresa, uma vez que a Magazine Luiza possui não apenas lojas físicas, mas também um dos maiores e-commerces do Brasil, e para os cálculos terem uma actividade mais precisa foi estimado a proporção entre as vendas nas lojas físicas e lojas virtuais ano a ano e utilizando indicadores de Capex diferentes para cada uma das atividades, esses indicadores foi coletado no Site do Damodaran. Para o capex das lojas físicas utilizou uma proporção da amortização de 126,71% já para o e-commerce essa proporção segundo Damodaran é de 174,83%. Após realizar as médias ponderadas para encontrar o Capex, foi feito o cálculo para encontrar o FCFE, a fim de estimar o valor da empresa para os próximos anos.

Padoveze (2016) afirma que o valor da dada empresa se baseia entre sua rentabilidade futura trazendo a valor presente descontado dada taxa de juros. E assim o artigo projetou para os próximos cinco anos o FCFE a fim de encontrar o valor da empresa. A tabela 8 apresenta os valores encontrados para os anos de 2022 a 2026.

Tabela 8 - FCFE Projetado

PROJEÇÃO FCFE	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBITIDA	1287,6	1372,07	1462,07	1557,99	1660,19	1769,10
(-) DEPREC / AMORTIZAÇÃO	817,00	836,61	856,69	877,25	898,30	919,86
(=) EBIT	470,60	535,46	605,39	680,74	761,89	849,24
NOPAT	469,00	533,64	603,33	678,42	759,30	846,35
(-) INVESTIMENTO CAPEX	115,52	154,05	205,42	273,93	365,28	487,10
DEPRECIÇÃO	817,00	836,61	856,69	877,25	898,30	919,86
(-) VARIAÇÃO CAPITAL DE GIRO	1638,8	2174,20	2884,51	3826,87	5077,11	6735,81
(-) PAGAMENTOS DE DIVIDAS	178,15	206,48	239,31	277,36	321,45	372,57
NOVAS CAPTAÇÕES	6300,3	7245,35	8332,15	9581,97	11019,2	12672,1
(=) FCFE	5653,83	6080,87	6462,93	6759,48	6913,01	6842,89

*valores em milhões

Na tabela 8 realizou a projeção dos fluxos de caixas para a firma para os próximos cinco anos a fim de dar o valor da empresa no presente momento. Para isso foi necessário coletar dados nas Dre's da Magazine Luiza no ano de 2021 assim podendo fazer a projeção futura a fim de realizar o *Valuation* da empresa. Para encontrar resultados eficientes, o artigo buscou calcular a variação do Capex e capital de giro e trazer a valor presente através de uma média ponderada, assim projetando para o ano de 2026 os valores apenas de variação sem adicionar o capital ou capex de anos anteriores. Uma vez que a empresa necessita de um e 30% do Capex e 5 % de variação de capital de giro.

Através do FCFE o artigo buscou realizar o *Valuation* da empresa e obtendo como resultado os seguintes valores para a empresa descrito na Tabela 9.

Tabela 9 - Valor da empresa

VALOR DA EMPRESA	
PERPETUIDADE_vp	155.475,08
PERÍODO EXPLICITO	26.768,04
VALOR TOTAL	182.243,12

*valores em milhões

Como resultado a empresa Magazine Luiza se encontra no valor de 182 Bilhões de reais de acordo com o valuation. Em comparação com o valor atual da empresa, no ano de 2022 se mostra um valor distinto, uma vez que a empresa Magazine Luiza acaba de perder valor de mercado entre o ano de 2021 e 2020, e hoje se encontra no valor de 33 Bilhões de reais segundo o site valor globo⁶. Porém se compararmos com o ano de 2021 o valor da empresa se mostra parecido na medida da projeção, uma vez que a empresa no ano de 2021 era estimada no valor de aproximadamente 179 bilhões de reais. Mostrando que o valuation proposto pelo artigo se mostra consistente com os valores reais da empresa.

Para obter esse resultado foi calculado a projeção até o ano de 2026 e posteriormente trazendo ao valor presente da empresa, para isso foi encontrado o valor na perpetuidade e assim posteriormente trago ao valor presente da empresa. Para encontrar o valor da perpetuidade se pegou o valor de FCFE no ano de 2026 multiplicado por $1 -$ a taxa de crescimento do fluxo de caixa dividido pela subtração entre a média do WACC com a taxa de crescimento do fluxo de caixa. Assim, encontrando o valor na perpetuidade de R\$ 337 Bilhões de reais, posteriormente esse valor foi trago ao valor presente, mostrando o valor de R\$ 182 bilhões de reais. Porém para dar o valor da empresa além de encontrar o valor na perpetuidade têm que encontrar o valor no período explícito. Para isso foi utilizado a fórmula do VPL no excel trazendo o valor de 2021 e 2026, obtendo o valor de R\$ 26 bilhões. Após encontrar os valores tanto na perpetuidade quanto no período explícito se encontrou o valor da empresa.

Confirmando o modelo FDC como o mais próximo a realidade da empresa e com dados coerentes com a realidade vivida pela Magazine Luiza. Reforçando as afirmações descritas nas teorias de autores como Padoveze, Assaf Neto e Damodaran. Além de ser o modelo com maior eficiência é o modelo mais completo. Para dar valor à empresa não foi diferente, o modelo se mostrou próximo a realidade da empresa mostrando eficiente e confiável a utilização do método para dar valor à empresa.

4.2.3 Valor Patrimonial

⁶ <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2022/03/15/magazine-luiza-decepciona-e-acumula-perda-de-r-146-bi-em-valor-de-mercado.ghtml>

Para o terceiro e último método para avaliar uma empresa, proposta pelo presente artigo foi feita uma avaliação do patrimônio Líquido, assim foi encontrado o valor patrimonial da empresa Magazine Luiza. Conforme apresentado na Tabela 10:

Tabela 10 - Patrimônio Líquido consolidado

ANO	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Magazine Luiza	575,66	621,60	2.074,00	2.302,90	7.564,90	7325,3	11261,2
Netshoes	289,00	124,03	483,35	156,50	ND	ND	ND
TOTAL	864,66	745,63	2.557,35	2.459,40	7.564,90	7325,3	11261,2

*valor em milhões

Para o valor patrimonial, foi coletado os dados no próprio site da empresa magazine luiza e para Netshoes foi coletado no SEC Edgar, dados referentes ao período de 2015 a 2021, vale ressaltar que o último dado encontrado da Netshoes foi em 2018 uma vez que no ano de 2019 já havia sido adquirido pela empresa Magazine Luiza. Como resultado a análise pelo método de patrimônio líquido consolidado se mostra não eficiente, dado que os dados obtidos fogem da realidade da empresa e pelo fato de aquisição da marca Netshoes, a Magazine Luiza por motivos de compra tende a fazer um balanço patrimonial com os dados desta empresa já unificados.

Para finalizar e resumir todos os cálculos feitos pelo artigo, foi feito um sumário executivo para demonstrar a comparação entre os três métodos utilizados na pesquisa em questão. Conforme a Tabela 11, apresenta um sumário que compara os falores obtidos de todos os métodos estudado no artigo.

Tabela 11 - Sumário Executivo

Método de Avaliação	preço por ação (R\$)	Comentários
múltiplo de Ebtida	R\$34,1 / R\$68,2	Para o Múltiplo de Ebitda, foi feito a média das ações para as variáveis do Damodaran e Yahoo
Fluxo de Caixa Descontado	R\$ 6,83	Foi feito a cálculo do valor da empresa dividido pela média de das quantidades das ações dispostas nos anos de 2022
Avaliação de Mercado	R\$ 17,43	Média do valor do patrimonio líquido pelas quantidades das ações no mercado 2022

*Tabela criada pelo autor

O sumário executivo apresenta um resumo entre os valores das ações nos três métodos utilizados no artigo. Como resultado obtido em comparação com os valores atuais das ações da empresa mostrou que no atual momento da empresa em 2022 o valor das ações se encontra entre R \$5 e R \$6 reais, então o fluxo de caixa descontado se mostra coerente com os valores reais da empresa no momento. Os demais modelos mostraram valores distintos com a realidade de mercado da empresa. Se compararmos com os últimos anos da empresa, os valores de patrimônio líquido e múltiplo se mostram mais realistas do que os valores das ações em 2022. Como conclusão mostra que o fluxo de caixa descontados além de ser próximo a realidade da empresa nos anos de 2021 se mostra próximo aos valores das ações no ano de 2022, comprovando que o modelo é o mais eficaz e confiável para realizar uma avaliação de empresa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As organizações visam constantemente agregar valor para si, seus sócios, acionistas ou investidores, porém se percebe que tal medida por vezes é difícil de ser mensurada. Assim sendo, possuir ferramentas que facilitem mensurar o valor de uma empresa pode ser um diferencial positivo para conhecer o cenário econômico e financeiro em que a mesma se encontra, podendo vir a ser fator determinante na hora de optar por um investimento.

Assim como conhecimento e capacidade podem contribuir para a mensuração do valor justo de uma empresa, outros elementos podem impactar no cálculo, tais como fatores externos e imprevisíveis, alheios ao controle da empresa e do avaliador.

O presente estudo buscou avaliar a empresa Magalu em períodos distintos e de impacto significativo para sua história, através do método do fluxo de caixa descontado, múltiplo de Ebitda e valor patrimonial, tendo como foco principal obter dados próximos aos números reais no presente momento da empresa. Ao observar os valores obtidos no estudo se pode observar que um método, fluxo de caixa descontados, teve resultados satisfatórios.

A avaliação da Magalu teve por objetivo verificar o seu valor justo, nos períodos pré-definidos anteriormente, e compará-los com o seu valor no mercado de capitais, tornando possível verificar o comportamento das duas variáveis referente ao valor da empresa. Foi possível verificar resultados distintos em cada um dos períodos, e até mesmo inesperados em algum deles.

Foram seguidos os passos descritos no referencial teórico, bem como foi verificado quais informações pertinentes à empresa seriam necessárias ao estudo, através de dados publicados pela mesma. Após isto foram colocados em prática os procedimentos necessários à aplicação do valuation, realizado através do método do fluxo de caixa descontado, métodos de múltiplos e valor patrimonial.

Cabe destacar que o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é um dos modelos mais consagrados pela literatura para o estudo do *valuation*, e é capaz de identificar a capacidade de geração de benefícios futuros da empresa. Como resultado foi o que se esperava do método, mostrando próximo as realidades da empresa, seja ela no valor por ação como o valor real da mesma se compararmos com o ano de 2021. Entretanto, no ano de 2022 a empresa Magazine Luiza perdeu um valor considerável da empresa passando de R\$ 178 bilhões em 2021 para R\$ 33 bilhões em 2022. O valor da empresa encontrado pelo estudo foi de R\$ 182 bilhões de reais para a empresa, mostrando próximo a realidade encontrada no valor se comparar com ano de 2021. Com relação ao valor da empresa o FDC foi o único que se manteve constante com a realidade da empresa nos últimos meses, deixando próximo a realidade de R\$ 5,00 reais por ação.

Já o método de múltiplo se mostrou coerente com relação ao preço da empresa quando disposto com a variável retirada do site de Damodaran, uma vez que ficou próxima a realidade da empresa no presente momento em 2022, deixando seu valor próximo a R\$ 34 bilhões de reais, se compararmos com o valor em 2022 que está estimado a 33 bilhões após uma perda considerável no seu valor de mercado o método de múltiplo de ebitda se mostrou o mais próximo a realidade, em contrapartida se comparar com o valor por ação, o método se mostrou com valores diferentes com a realidade apresentada, uma vez que em 2022 a média dos preço das ações está entre R\$ 5,00 e R\$ 6,00, vem diferente com os valores encontrados pelos cálculos que representa valores acima de R\$ 34,00 por ações. Se compararmos com os valores das ações antes da pandemia de Covid-19 os valores das ações seguiria próxima com a realidade de mercado, fazendo com que o método se mostra-se mais eficaz e próximo com a realidade, seja ele com relação ao valor da empresa se compararmos em 2022 como dos valores das ações se compararmos como a média dos anos passados.

O modelo que ficou distante em ambas variáveis, seja valor da empresa como valor por ação foi o método de Avaliação patrimonial, uma vez que como valor da empresa ficou com um valor de R\$ 112 bilhões de reais e como valor das ações ficou próximo ao valor de R\$ 17 reais, apresentando valores diferentes com a realidade da empresa.

Diante disto, foram desenvolvidos os estudos, de acordo com seus dados e períodos específicos. A partir disto se obteve o resultado do valor justo da empresa para todos os períodos estudados. Observa-se que o período de perpetuidade apresentou um valor justo de aproximadamente R \$182 Bilhões de reais e de R\$ 6,83 reais por ação, para o fluxo de caixa descontados. E para o método de múltiplo obteve como resultados o valor das ações da empresa tem como média de R\$ 34,00 para variável de Damodaran, e R\$ 68,00 para variável do Yahoo Finanças, já o valor da empresa ficou para Damodaran de R\$ 34 bilhões e para dados referentes ao site do Yahoo Finanças ficou próximo a R\$ 65 bilhões. Cabe ressaltar que as ações da Magalu no ano de 2021 valiam por média entre R\$ 22,00 e 23,00 no mercado de ações brasileiro e em 2022 um preço médio que variava entre R\$ 5,00 e R\$ 6,00.

É pertinente evidenciar que as ações da empresa demonstraram altas, em ambos os períodos, porém com recuperação no decorrer do exercício. As ações da Magalu chegaram a seu valor mínimo de R\$0,22 no ano de 2015, alcançando R\$ 26,00 em 2021 alcançaram seu maior valor chegando aos R\$ 27,00 em 2020. Trazendo para o estudo os preços das ações para os modelos mostram que os valores independentes do método, fluxo de caixa descontado se compararmos com a média de todo período estudado se encontram próximos da realidade. Dado que se trazemos uma média do período da entre R\$ 4 a R\$ 6 reais por ação.

Através deste estudo foi possível verificar a estimativa de valuation por mais de um método proposto. Obtendo resultados muito parecidos com os valores atuais da empresa. Reforçando a teoria que não existe um método certo ou melhor para o valuation.

Para próximos estudos sobre o tema, o autor sugere se aprofundar sobre os impactos da pandemia que está presente no ano de 2021 e analisar os impactos causados por ela no setor em que a empresa Magazine Luiza se encontra ou como a mesma se saiu sobre a pandemia de Covid-19.

6 Referências

_____, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7.ed. – São Paulo: Atlas, 2014.

_____, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. **Fundamento de administração financeira**. 3.ed. – São Paulo: Atlas, 2017.

_____, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 14. Ed. – São Paulo: Atlas, 2018.

_____, Alexandre. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas**. São Paulo:

Atlas, 2. ed., 2019.

ASSAF NETO, A; ALEXENDRE; **Curso de administração financeira**. 3.ed. – São Paulo: Atlas, 2014.

ATKINSON, Anthony A., *et. al.* **Contabilidade gerencial**. São Paulo: Atlas, 4. ed., 2015.

COPELAND, Thomas E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas "Valuation": Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas**. Tradução Allan Vidigal Hastings. São Paulo: Pearson, 3. ed., 2010.

CUNHA, Moises ferreira da; MARTINS, Eliseu;. e NETO, Alexandre Assaf. **Avaliação de empresas no Brasil pelo bfluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações**.

Disponível em <

file:///C:/Users/Dell/Downloads/Avaliacao_de_empresas_no_Brasil_pelo_fluxo_de_caix.pdf>

Acesso em 25 de março de 2021.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 361/2002**. Disponível em: <
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst361co
nsolidsemmarcas.pdf >. Acesso em: 30 maio 2020.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation : como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. Rio de Janeiro : LTC, 2018.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Contabilidade gerencial**. São Paulo: Atlas, 1998.

IUDÍCIBUS, Sergio de; FARIA, Ana Cristina de; Marion, José Carlos. **Introdução à teoria da contabilidade: para graduação**. 6. Ed. – São Paulo: Atlas, 2018.

KOLLER, T., GOEDHART, M.; WESSELS, D. (2010). Valuation: measuring and managing the value of companies (Vol. 499). 5ª edição. John Wiley and Sons, New Jersey.

Lei Complementar. **Lei Complementar 123**. Disponível em

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm> Acesso em 11 de setembro de 2020.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Controladoria estratégica e operacional : conceitos, estrutura, aplicação**. ed re e atual – ão aulo en a e earnin

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Controladoria Básica**. 3. ed. São Paulo: Cengage. São Paulo: Cengage Learning, 2016.

PEREIRA, Aline de Assis Guedes. **Avaliação de Empresa**. Disponível em: <

file:///C:/Users/Dell/Downloads/TCC%20Aline%20de%20Assis%20Guedes%20Pereira%20(BASE%20DO%20ARTIGO).pdf> Acesso em 01 de março de 2021.

PÓVOA, A. **Valuation: como precificar ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

RESMINI, Victor. **Valuation versus valor de mercado das ações: Estudo de caso da Vale S.A.** Disponível em < <http://docplayer.com.br/194426226-Universidade-de-caxias-do-sul-area-do-conhecimento-de-ciencias-sociais-curso-de-ciencias-contabeis-victor-resmini.html>> Acesso em 01 de novembro de 2020.

SANTOS, Thaís Brugnera dos; CUNHA, Moisés Ferreira da. **Avaliação de oferta pública de aquisição de ações**. Disponível em: <<https://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/965/0>>. Acesso em 30 maio 2019.

SAURIN, Valter; JUNIOR, Newton Cameiro Afonso da Costa; e ZILIO, Annelise da Cruz Serafim. **Estudo dos modelos de avaliação de empresas com base na metodologia do fluxo de caixa descontado: estudo de caso**. Disponível em < <file:///C:/Users/Dell/Downloads/1621-Texto%20do%20Artigo-4592-1-10-20080505.pdf>> Acesso em 15 de março de 2021.