



UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DE PERNAMBUCO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA – SEDE

Victor Roberto Araujo da Silva

**Análise de Valuation do Grupo Casas Bahia baseada no Fluxo de Caixa  
Descontado**

Recife  
2025

Victor Roberto Araujo da Silva

**Análise de Valuation do Grupo Casas Bahia baseada no Fluxo de Caixa Descontado**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal Rural de Pernambuco, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador (a): Luís Eduardo Barbosa Carazza

Recife

2025

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação  
Sistema Integrado de Bibliotecas da UFRPE  
Gerada automaticamente, mediante os dados fornecidos pelo(a)  
autor(a)

S586a Silva, Víctor Roberto Araujo da.  
Análise de valuation do Grupo Casas Bahia baseada no  
fluxo de caixa descontado / Víctor Roberto Araujo da Silva.  
- Recife, 2025.  
44 f.

Orientador(a): Luís Eduardo Barbosa Carazza.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) –  
Universidade Federal Rural de Pernambuco, Bacharelado  
em Ciências Econômicas, Recife, BR-PE, 2025.

Inclui referências.

1. Valuation. 2. Taxa de juros. 3. Fluxo de Caixa  
Descontado. 4. WACC 5. Varejo. I. Carazza, Luís Eduardo  
Barbosa, orient. II. Título

CDD 330

**Victor Roberto Araujo**

**Análise de *Valuation* do Grupo Casas Bahia baseada no Fluxo de Caixa Descontado**

TCC apresentado ao Curso de Graduação em Economia da Universidade Federal Rural de Pernambuco, como requisito parcial para a obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em: 27/11/2025.

**BANCA EXAMINADORA**

---

Profº. Dr. Luís Eduardo Barbosa Carazza (Orientador)  
Universidade Federal Rural de Pernambuco

---

Profº. Dr. Adilson Celestino de Lima (Examinador Interno)  
Universidade Federal Rural de Pernambuco

---

Profº. Dr. Ewerton Felipe de Melo Araujo (Examinador Interno)  
Universidade Federal Rural de Pernambuco

## RESUMO

O presente estudo tem como objetivo realizar o valuation do Grupo Casas Bahia. A pesquisa foi desenvolvida com base no método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), que estimou o valor intrínseco de uma companhia a partir da projeção dos fluxos de caixa futuros dos próximos cinco anos, descontados a uma taxa que reflete o risco e o custo de capital do negócio. Para a definição dessa taxa de desconto, foi aplicado o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), obtido por meio da combinação entre o custo de capital próprio ( $K_e$ ) e o custo de capital de terceiros ( $K_d$ ). O cálculo do  $K_e$  foi realizado com base no modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que relaciona o retorno exigido pelo investidor ao risco sistemático do mercado. Os dados utilizados foram extraídos dos relatórios financeiros da companhia, divulgados em seu portal de Relações com Investidores, e complementados por informações macroeconômicas do Banco Central do Brasil e do IBGE.

Ao aplicar o método de FCD, identificou-se que o valor econômico do Grupo Casas Bahia é de aproximadamente R\$ 1,961 bilhão, resultando em um valor intrínseco de R\$ 3,00 por ação. Na data-base, porém, a ação era negociada a R\$ 3,31, valor cerca de 10% acima do estimado pelo modelo. Esse resultado indica que, nas premissas adotadas, o ativo estava superavaliado pelo mercado, não configurando uma oportunidade de investimento atrativa.

**Palavras-chave:** Valuation, Taxa de juros, fluxo de Caixa Descontado, WACC, Varejo.

## **ABSTRACT**

The present study aims to carry out the valuation of the Casas Bahia Group. The research was developed based on the Discounted Cash Flow (DCF) method, which estimated the intrinsic value of a company from the projection of future cash flows for the next five years, discounted at a rate that reflects the risk and cost of capital of the business. For the definition of this discount rate, the Weighted Average Cost of Capital (WACC) was applied, obtained by combining the cost of equity ( $K_e$ ) and the cost of third party capital ( $K_d$ ). The calculation of  $K_e$  was performed based on the Capital Asset Pricing Model (CAPM), which relates the return required by the investor to systematic market risk. The data used were extracted from the company's financial reports, published on its Investor Relations portal, and supplemented by macroeconomic information from the Central Bank of Brazil and IBGE.

When applying the FCD method, it was identified that the economic value of the Casas Bahia Group is approximately R\$ 1.961 billion, resulting in an intrinsic value of R\$ 3.00 per share. In the data-base, however, the share was traded at R\$ 3.31, value about 10% above that estimated by the model. This result indicates that, in the assumptions adopted, the asset was overvalued by the market, not constituting an attractive investment opportunity.

**Keywords:** Valuation, interest rate, discounted cash flow, WACC, retail.

## Sumário

1. INTRODUÇÃO .....	8
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	10
2.1 Definições primárias.....	10
2.2 Modelos.....	12
3. METODOLOGIA.....	16
3.1 Tipo de Pesquisa, Abordagem e Fontes de Dados .....	16
3.2 Procedimentos Metodológicos .....	17
4. ANÁLISE DO NEGÓCIO E DADOS DA EMPRESA .....	20
4.1.1 Contextualização da Empresa .....	20
4.1.2 Análise Setorial e Macroeconômica .....	20
4.2 Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE) .....	22
4.2.1 EBIT.....	22
4.2.2 NOPAT .....	23
4.2.3 Depreciação.....	24
4.2.4 CAPEX .....	25
4.2.5 Capital de giro .....	26
4.2.6 Projeção do Fluxo de Caixa .....	28
4.3 Estimativa da Taxa de Desconto (WACC) .....	30
4.4 Cálculo do Valor Residual (Perpetuidade).....	33
5. Determinação do valor da empresa.....	34
6. Limitações do Estudo: .....	38
7. Conclusão .....	40
REFERÊNCIAS.....	42

## 1. INTRODUÇÃO

O *valuation*, ou avaliação de empresas, assume papel fundamental no ambiente corporativo e no mercado de capitais, uma vez que fornece uma estimativa do valor econômico de uma organização e auxilia na tomada de decisões estratégicas. Em um cenário marcado por incertezas econômicas, oscilações nas taxas de juros e alta competitividade, conhecer o valor de uma empresa torna-se essencial para investidores, gestores e analistas, pois permite avaliar se o preço praticado pelo mercado reflete, de fato, os fundamentos econômicos do negócio. Além disso, o *valuation* contribui para decisões relacionadas a investimentos, fusões e aquisições, reestruturações financeiras, planejamento de longo prazo e definição de estratégias corporativas, reforçando sua relevância no contexto empresarial contemporâneo.

De tal maneira, a precificação consiste em determinar o valor econômico de uma organização com base em suas perspectivas futuras de geração de caixa e no risco associado ao negócio. A avaliação de empresas pode ser feita basicamente por duas abordagens: a avaliação intrínseca e a avaliação relativa. Na avaliação intrínseca, o foco recai sobre a geração de caixa e os riscos do negócio, buscando identificar se a empresa está subavaliada ou superavaliada em relação ao seu valor econômico. Já na avaliação relativa, analisa-se se a empresa está cara ou barata comparativamente a outras companhias similares, com base na forma como o mercado está precificando essas empresas (DAMODARAN, 2012).

Neste contexto, a abordagem será realizada por meio do método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), sendo uma das abordagens mais utilizadas para mensuração do valor intrínseco de uma companhia, por considerar o valor presente dos fluxos de caixa futuros ajustados por uma taxa de desconto que reflete o custo médio ponderado de capital (WACC). (ASSAF NETO, 2014; DAMODARAN, 2012). Essa metodologia desempenha um papel importante na análise financeira, pois possibilita medir o desempenho da empresa e embasar decisões mais seguras relacionadas a investimentos, operações de fusão e aquisição, planejamento e demais aspectos econômico-financeiros.

Sob esta ótica, com a retomada econômica, tende a haver um aumento do poder de compra dos consumidores, o que favorece o crescimento das vendas no varejo. Diante disso, torna-se fundamental analisar as estratégias adotadas pela empresa varejista para superar os efeitos dos juros elevados e alto endividamento, por meio da avaliação de seus demonstrativos contábeis e projeções financeiras, a fim de mensurar em que medida essas estratégias influenciam o valor da companhia.

Complementarmente, a taxa básica de juros, conhecida como Selic, desempenha um papel central na economia brasileira, sendo o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central para controle da inflação, estímulo ou contenção da atividade econômica e formação das demais taxas de juros do mercado. Alterações nesse indicador impactam diretamente o custo de capital das empresas, os níveis de investimento e o valor de mercado dos ativos, tornando-se, portanto, uma variável essencial para a análise de *valuation* e tomada de decisão financeira

Em virtude disso, o objetivo deste trabalho é, por meio da aplicação do método de avaliação por fluxo de caixa descontado do Grupo Casas Bahia, estimar seu valor de mercado e compará-lo ao valor observado, buscando analisar e compreender eventuais divergências. Para atingir esse propósito, o objetivo específico é encontrar o fluxo de caixa para o ano de 2024, de forma a projetar os fluxos de caixa futuros dos próximos 5 anos, discorrer sobre os resultados encontrados, executar a metodologia do FCD, bem como explorar os dados financeiros e informações necessárias para a realização de um *valuation* consistente, incluindo demonstrações contábeis, projeções financeiras, informações de mercado e outros indicadores relevantes ao contexto da empresa.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Definições primárias

A importância de saber o valuation de uma empresa, em um cenário econômico brasileiro, torna-se essencial para auxiliar gestores na precificação da compra, venda, fusão, cisão de empresas ou lançamento da organização na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), conferindo maior segurança ao planejamento e às tomadas de decisão sobre o futuro do negócio. É fato que o avaliador diferencia preço e valor ao afirmar que o preço representa uma medida objetiva, resultante da interação entre oferta e demanda em um dado momento, enquanto o valor é compreendido como um conceito subjetivo, pois varia de acordo com as características do ativo e com a percepção e o perfil de risco de quem o avalia (PÓVOA, 2012).

Há diversos modelos de avaliação, não existindo um modelo mais certo que outro. Trata-se de premissas relacionadas às expectativas sobre o comportamento da economia e, conseqüentemente, não há como alcançar exatidão nos valores encontrados, uma vez que o ambiente econômico está em constante mudança. No entanto, há métodos que são considerados mais confiáveis e seguros, graças à boa estruturação de seus modelos e à alta qualidade das informações utilizadas (PEREZ; FAMÁ, 2004). Como supracitado, o valor de mercado de um negócio não é exato, pois há aspectos no modelo que envolvem a observação e a atuação subjetiva do analista, que precisa decidir, de acordo com sua percepção e experiência econômica, qual o melhor método para calcular determinadas premissas.

Diante desse contexto, existem duas abordagens para avaliação de empresas: a avaliação intrínseca e a avaliação relativa. Na abordagem de avaliação intrínseca, a análise considera a geração de caixa e os riscos das empresas, buscando identificar se a companhia está subavaliada ou sobreavaliada. Já na avaliação relativa, procura-se verificar se a empresa está cara ou barata, comparando-a com outras empresas semelhantes, a partir da forma como o mercado está precificando essas companhias (DAMODARAN, 2012). É relevante observar que o analista deve ser o mais justo e coerente possível na utilização das variáveis e de suas ponderações, de modo a reduzir o efeito de seu viés no modelo (DAMODARAN, 2012).

Assaf Neto (2014) comenta “Pelo maior rigor conceitual e coerência com a moderna teoria de Finanças, a prioridade é dada aos modelos de avaliação baseados no Fluxo de Caixa Descontado.” Assim, o *valuation* é feito com base nos cálculos que relacionam os fluxos de caixa esperados da organização, descontados pela taxa de atratividade que reflete o seu custo de oportunidade. A taxa mede o valor mínimo de retorno esperado pelos investidores e o risco decorrente desse investimento, esses princípios encontram-se no método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) (ASSAF NETO, 2014).

A princípio, os fluxos de caixa são obtidos a partir de projeções que consideram receitas, margens de lucro, perspectivas de crescimento, retornos esperados de novos investimentos e demais decisões que impactam o valor da organização. Já a taxa de desconto deve ser definida de forma a refletir adequadamente o nível de risco assumido pela empresa (ASSAF NETO, 2014). O Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) representa a taxa mínima de retorno exigida pelos investidores, sejam eles credores ou acionistas, servindo como referência nas decisões financeiras e de investimento. Essa taxa reflete o custo de oportunidade do capital aplicado, isto é, o retorno que o investidor deixa de obter ao optar por investir em determinada empresa em vez de outra com nível de risco semelhante (ASSAF NETO, 2014). Tendo em vista que a análise do valor residual no método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) requer atenção especial, destaca-se que a perpetuidade costuma representar uma parcela significativa do valor total da empresa, correspondendo, em média, a aproximadamente metade ou mais do seu valor econômico (PÓVOA, 2012).

As informações contábeis reúnem dados relevantes sobre a situação econômica, financeira e patrimonial de uma organização, permitindo avaliar seu desempenho e sua posição no mercado (PSCHEIDT, 2023). De acordo com as determinações da Lei nº 6.404/1976 – conhecida como Lei das Sociedades por Ações – e suas posteriores atualizações pelas Leis nº 11.638/2007 e nº 11.941/2009, as companhias de capital aberto são obrigadas a elaborar e divulgar, segundo os princípios e normas contábeis vigentes, as seguintes demonstrações financeiras: (i) Balanço Patrimonial, (ii) Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e (iii) Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) (PSCHEIDT, 2023). Essas demonstrações

constituem a base informacional para a realização de avaliações econômico-financeiras mais consistentes.

## 2.2 Modelos

Com base nesse estudo, a obtenção do valor de uma companhia se dará pelo modelo de Fluxo de Caixa Descontado (ASSAF NETO, 2014). Portanto, será representado pela fórmula:

Equação 1 – Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

$$\text{Valor Explícito}(FCD) = \sum_{t=1}^n \frac{FCDE}{(1 + WACC)^t} \quad (1)$$

Onde:

FCD = Fluxo de Caixa Descontado do período explícito

t = número de períodos utilizados

FCDE= Fluxo de Caixa Disponível da Empresa, ou, em inglês, *Free Cash Flow to Firm*

WACC= Custo médio ponderado de capital

A valoração do negócio é feita por meio da sua projeção dos fluxos de caixa futuros e sua conversão para valor presente, utilizando-se uma taxa de desconto adequada ao risco do negócio. Complementarmente, assume-se que a empresa pode existir por um prazo indeterminado, em razão disso, deve-se estimar o valor de sua perpetuidade, calculado a partir de uma taxa de crescimento. (ASSAF NETO, 2014)

No entanto, um ponto de observação é que essa taxa de crescimento não poderá ser maior do que a taxa de crescimento nominal de uma economia, dado que nenhum ativo pode gerar um pagamento que aumente para sempre, assim, a empresa poderia ultrapassar a economia de um país no longo prazo. (DAMODARAN, 2012)

Assim, a fórmula para o cálculo da firma na perpetuidade ou também denominada de valor residual realizou-se pela fórmula abaixo (ASSAF NETO, 2014):

### Equação 2 – Perpetuidade (Modelo de Gordon)

$$\text{Perpetuidade(Gordon): } VR = \left[ \frac{FCDE_{n+1}}{WACC - g} \right] / (1 + WACC)^n \quad (2)$$

Onde:

$FCDE_{n+1}$  = Fluxo de caixa disponível previsto para o ano seguinte ao final do período explícito

VR = Valor residual

g = Representa a taxa de crescimento na perpetuidade

WACC = Taxa de desconto adotada para avaliação

n = Número de períodos

Após a determinação do valor referente ao período explícito, conforme apresentado na Equação 1, e do valor da perpetuidade, conforme a Equação 2, procede-se à soma desses componentes, obtendo-se, assim, o valor da companhia, representado da seguinte forma:

### Equação 3 – Valor da Companhia

$$\text{Valor da companhia} = \text{Valor Explícito} + \text{Valor Residual} \quad (3)$$

Para a utilização do modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), é necessário, em primeiro lugar, identificar o fluxo de caixa livre do negócio, uma vez que ele representa, de forma mais adequada, os recursos efetivamente disponíveis. Esse indicador contempla todos os valores gerados pelas atividades operacionais da empresa, ajustados pelos efeitos fiscais e pelas necessidades de investimento para manutenção e expansão do negócio. Em vista disso, parte-se do EBIT, ao qual se subtraem os impostos, as variações de capital de giro e os investimentos brutos adicionais (CAPEX), de modo a refletir o fluxo de caixa efetivamente disponível (ARONNE et al., 2021):

Tabela 1 – Fluxo de caixa disponível da Empresa.

**Receita Bruta Operacional**

(-) Deduções

**Receita Líquida Operacional**

(-) Custos e despesas operacionais (antes da depreciação e amortização)

**EBITDA - *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization***

(-) Depreciação e amortização

**LBO - Lucro Bruto Operacional ou EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes***

(-) Impostos sobre o EBIT

**NOPAT - *Net Operating Profit After Taxes***

+Depreciação e amortização

(-) CAPEX (*Capital Expenditures* = Investimentos brutos adicionais)(-) Variações na necessidade de capital de giro ( $\Delta$ NCG)**Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE) ou, em inglês, *Free Cash Flow to Firm*(FCFF)**

Fonte: Elaborado pelos autores ARRONE, BRESSAN, GUIMARÃES (2021)

Onde:

LBO/EBIT = *Earnings Before Interest and Tax* (Lucro antes dos impostos e juros)EBITDA = *Earning before interest, taxes, depreciation and amortization* (Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização)NOPAT = *Net operating profit After taxes* (Lucro operacional menos impostos)

Após obter o Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE), é preciso calcular a taxa de desconto que será utilizada no modelo, de tal modo, chega-se ao valor intrínseco da empresa. Para esse cálculo, utilizou-se o custo médio ponderado do capital, sendo conhecido como WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) (ARRONE; BRESSAN; GUIMARÃES, 2021). Conforme a fórmula é:

## Equação 4 - WACC

$$WACC: WACC = \frac{PL}{Div + PL} \times Ke + \frac{Div}{PL + Div} \times Kd \times (1 - T) \quad (4)$$

Onde:

WACC = Custo médio ponderado de capital (*Weighted Average Cost of Capital*).PL = Valor total do patrimônio líquido (*Equity*).

Div = Valor total da dívida.

Ke= Custo do capital próprio.

Kd= Custo da dívida antes dos impostos.

T = Impostos sobre o lucro.

Reformulando as variáveis para simplificação, temos esse resultado:

Equação 5 - WACC

$$WACC: WACC = Wd \times Kd \times (1 - T) + We \times Ke \quad (5)$$

Onde:

WACC é o custo médio ponderado de capital

Wd é a proporção de dívida na estrutura de capital da empresa

Kd é o custo da dívida

T é a alíquota do imposto

We é a proporção do capital próprio na estrutura de capital da empresa

Ke é o custo do capital próprio

Para a identificação do custo do capital próprio (Ke) adotou-se o modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), é um modelo amplamente utilizado como ferramenta de mensuração do custo de capital próprio de uma empresa, uma vez que estabelece a relação entre risco e retorno esperado de um ativo. Com isso, o custo do capital próprio é dado pela seguinte fórmula (PÓVOA, 2012):

Equação 6 - CAPM

$$CAPM: Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf) \quad (6)$$

Onde:

Ke = Custo do capital próprio

Rf = Taxa de retorno livre de risco

Rm = taxa de retorno esperado do mercado

(Rm - Rf) = Prêmio de risco

$\beta$  (beta) = Risco sistemático do ativo em relação ao setor

O modelo parte da premissa que os mercados são eficientes, naturalmente, não estão sujeitos a custos de transação e que compartilham as mesmas informações. Além do mais, os investidores são racionais e avessos ao risco, e consideram apenas

o risco não diversificável em suas decisões de alocação de capital. Visto que, o CAPM fornece um parâmetro essencial para o processo de *valuation*, pois permite mensurar a taxa mínima de retorno que o acionista exige como compensação pelo risco assumido (DAMODARAN, 2012).

Inserido no modelo CAPM, o beta corresponde ao coeficiente utilizado para mensurar o risco sistemático de um ativo em relação ao mercado como um todo. Em termos práticos, esse indicador expressa a sensibilidade do retorno de um ativo diante das oscilações do retorno de uma carteira de mercado de referência. De tal forma, um beta superior a 1 sugere que o ativo tende a apresentar maior volatilidade do que o mercado, ao passo que um beta inferior a 1 indica uma variação relativamente menor em relação aos movimentos desse mercado.

### **3. METODOLOGIA**

#### **3.1 Tipo de Pesquisa, Abordagem e Fontes de Dados**

Neste tópico, apresenta-se a metodologia de pesquisa quanto a sua abordagem do problema e aos procedimentos técnicos adotados. Além de tudo, descreve-se o método proposto, com a exposição detalhada de suas etapas, bem como o resultado esperado ao término do estudo.

Este estudo configura-se como uma pesquisa aplicada, uma vez que tem como objetivo empregar um método de *valuation* para estimar o valor do Grupo Casas Bahia e confrontá-lo com seu valor de mercado.

A coleta de informações foi conduzida por meio de uma abordagem mista, combinando métodos quantitativos e qualitativos. A dimensão quantitativa manifestou-se na utilização de dados financeiros do Grupo Casas Bahia e de indicadores de mercado, com a finalidade de identificar os principais fatores que influenciam os resultados da empresa. Paralelamente, a abordagem qualitativa foi empregada para interpretar o significado das informações obtidas em seus respectivos documentos, buscando contextualizar os números à luz do cenário econômico e setorial.

As informações utilizadas foram obtidas por meio de pesquisa documental, a partir de fontes amplamente acessíveis ao mercado. Entre essas fontes, destacam-se os relatórios de demonstrações financeiras disponibilizados no site da empresa, na

parte de Relação com Investidores e o site da B3. Adicionalmente, foram consultados relatórios do portal Investing.com, análises macroeconômicas divulgadas pelo Banco Central do Brasil (BACEN) e o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) referentes às expectativas para a economia, bem como obras teóricas sobre valuation, que forneceram o embasamento conceitual necessário para o desenvolvimento do estudo.

### 3.2 Procedimentos Metodológicos

O processo metodológico foi estruturado em 5 partes, buscando atingir os objetivos propostos.

Quadro 1 – Resumo do processo metodológico

Número	Etapa	Descrição
1	Contextualização da Empresa e do Setor Econômico	Apresenta o histórico, o modelo de negócios e as principais características do Grupo Casas Bahia, bem como o ambiente setorial em que está inserido, destacando aspectos relevantes do varejo no contexto econômico brasileiro.
2	Elaboração das Projeções de Fluxo de Caixa	Descreve o processo de construção das projeções de fluxo de caixa futuro da companhia, com base na premissa de crescimento, seus investimentos e necessidade de capital de giro.
3	Estimativa da Taxa de Desconto (WACC)	Apresenta o cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), detalhando a obtenção de seus componentes e justificando a taxa utilizada para descontar os fluxos de caixa projetados.
4	Cálculo do Valor Residual (Perpetuidade)	Explica o procedimento adotado para estimar o valor residual da empresa, por meio da perpetuidade, considerando o crescimento de longo prazo e a taxa de desconto definida.
5	Determinação do Valor da Empresa	Integra os fluxos de caixa projetados e o valor residual, descontados à taxa apropriada, a fim de obter o valor econômico estimado da empresa e compará-lo ao seu valor de mercado.

Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

A primeira etapa do estudo é dedicada à contextualização do Grupo Casas Bahia e de sua atuação no varejo brasileiro. Nesse tópico, são apresentados o

histórico de formação e evolução da companhia, as principais mudanças estratégicas recentes, bem como sua posição atual no mercado, com ênfase no modelo de negócios *omnichannel* e na integração entre operação de varejo e serviços financeiros (GRUPO CASAS BAHIA, 2025). Essa contextualização fornece o panorama necessário sobre a trajetória, a estratégia e a relevância da empresa no setor. Essas informações fornecem a base necessária para a construção das projeções de fluxo de caixa e para o cálculo do valor da perpetuidade, que serão desenvolvidos nas etapas seguintes.

Na sequência, realiza-se a projeção do resultado operacional da empresa, tomando como referência os dados financeiros de 2024, e a média da taxa de crescimento anual composta, termo em inglês *Compound Annual Growth Rate* (CAGR) dos últimos 5 anos (STATUS INVEST, 2025). Ademais, identificou-se o fluxo de caixa do ano de 2024, conforme os indicadores financeiros como EBITDA, despesas operacionais, depreciação e amortização, imposto de renda, investimentos em capital fixo (capex) e variação da necessidade de capital de giro. A partir desse fluxo foi acrescido a taxa média de 5 anos do CAGR no FCDE ao longo do horizonte de projeção, permitindo a estimativa dos fluxos de caixa futuros que servirão de insumo para o modelo de *valuation*.

Em seguida na etapa 3, procede-se à determinação da taxa de desconto a ser aplicada aos fluxos de caixa projetados. Para isso, é calculado o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), que considera tanto o custo de capital próprio quanto o custo de capital de terceiros. O custo de capital de terceiros é o quanto a empresa paga de juros para tomar empréstimos, será utilizado o custo da emissão de debêntures da companhia. De acordo com os relatórios disponibilizados pelo Grupo Casas Bahia, a debênture série 2 de 10<sup>a</sup> emissão e está com a taxa atrelado ao índice CDI acrescido de 1,28 p.p. (GRUPO CASAS BAHIA, 2025).

Complementando, temos o custo de capital próprio que é estimado com base no modelo CAPM, utilizando o beta da ação da empresa (INVESTING.COM, 2025), que mensura a sensibilidade do ativo em relação ao mercado. A partir disso, o custo do capital próprio é dado pela equação 6 em que  $R_f$  é a taxa livre de risco,  $\beta$  é o coeficiente beta e  $(R_m - R_f)$  representa o prêmio de risco de mercado. Ao final dessa etapa, obtém-se o WACC, que será utilizado como taxa de desconto no cálculo do valor presente dos fluxos de caixa.

Na etapa 4, é calculado o valor residual da empresa, por meio da perpetuidade, que representa o valor do negócio após o término do período explícito de projeção. A perpetuidade é incorporada ao modelo para refletir o valor econômico da empresa no longo prazo, em um cenário em que o crescimento tende à estabilidade. Para isso, utiliza-se uma fórmula que relaciona o fluxo de caixa livre projetado para o último ano do horizonte explícito e uma taxa de crescimento constante de longo prazo.

Por fim, com os fluxos de caixa projetados, a taxa de desconto (WACC) estimada e o valor da perpetuidade definido, procede-se ao cálculo do valor total da empresa pelo método do Fluxo de Caixa Descontado na etapa 5. Os fluxos de caixa livres para a empresa e o valor residual são trazidos a valor presente e somados, resultando no valor econômico estimado da companhia. Por meio desse resultado, torna-se possível comparar o valor obtido pelo modelo com o valor de mercado da empresa na B3, identificando eventual ágio ou deságio na data-base do estudo.

## 4. ANÁLISE DO NEGÓCIO E DADOS DA EMPRESA

### 4.1.1 Contextualização da Empresa

O Grupo Casas Bahia possui mais de 70 anos de atuação no mercado brasileiro, sendo fundado em 1957, em São Caetano do Sul, São Paulo. Inicialmente, destacou-se pela expansão do crediário popular nas décadas de 1980 e 1990, consolidando-se como referência no varejo de eletrodomésticos e móveis. Em 2009, ocorreu a fusão entre Casas Bahia e Ponto Frio, resultando na união de duas das maiores marcas do setor de varejo nacional (GRUPO CASAS BAHIA, 2025).

Entre 2016 e 2019, o grupo, então nomeado como Via Varejo, implementou um processo de digitalização e fortalecimento da estratégia *omnichannel*. Nos anos seguintes, ampliou sua governança e passou a adotar práticas voltadas à disciplina na alocação de capital e crescimento sustentável. A partir de 2023, sob a marca Grupo Casas Bahia, adotou a estratégia denominada *Back to Basics*, priorizando eficiência operacional e estabilidade financeira (GRUPO CASAS BAHIA, 2025).

No panorama atual, a companhia é considerada um dos maiores players *omnichannel* do setor de eletroeletrônicos e móveis no Brasil, com 1.043 lojas físicas distribuídas nacionalmente e forte presença no comércio eletrônico. A companhia detém participação superior a 20% nas principais categorias *core* do mercado, sendo reconhecida como marca “Top of Mind” por 19 anos consecutivos (GRUPO CASAS BAHIA, 2025).

O modelo de negócio do Grupo Casas Bahia combina a oferta de produtos duráveis, como eletrodomésticos, eletrônicos e móveis, com soluções financeiras próprias, por meio de seu modelo de crediário e serviços bancários digitais, incluindo sua fintech *banQi*. Essa estrutura proporciona ao grupo uma diversificação em seu portfólio, fortalecendo sua relevância no varejo brasileiro e seu papel na inclusão financeira da população (GRUPO CASAS BAHIA, 2025).

Todas as informações apresentadas foram obtidas no Relatório Institucional (RI) do Grupo Casas Bahia (2025).

### 4.1.2 Análise Setorial e Macroeconômica

Conforme apresentado na Tabela 2, a seguir, são expostos dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), obtidos por meio da Pesquisa Mensal do

Comércio (PMC). De acordo com essa pesquisa, a variação acumulada em 12 meses, com dados divulgados em agosto de 2025, foi de 4,8% na receita nominal de vendas do segmento de “Móveis e Eletrodomésticos” (IBGE, 2025).

Tabela – 2 – Pesquisa Mensal do Comércio

Índice de receita nominal de vendas no comércio varejista ampliado, por tipos de índice/variação, segundo as atividades	
Brasil - agosto 2025	
Atividades	Tipos de índice/variação
	Variação acumulada de 12 meses (Base: 12 meses imediatamente anteriores aos 12 últimos meses) (%)
Comércio varejista ampliado	5,3
Combustíveis e lubrificantes	5,7
Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	8,3
Hipermercados e supermercados	8,7
Tecidos, vestuário e calçados	7,2
<b>Móveis e eletrodomésticos</b>	<b>4,8</b>
Móveis	1,7
Eletrodomésticos	5,8
Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	9,4
Livros, jornais, revistas e papelaria	2,6
Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	-0,8
Outros artigos de uso pessoal e doméstico	7,9
Veículos, motocicletas, partes e peças	3
Materiais de construção	4,9
Atacado especializado em produtos alimentícios, bebidas e fumo	-1

Fonte: IBGE - Pesquisa Mensal de Comércio. Nota: variação acumulada em 12 meses em percentual (%)

Esse resultado indica um movimento de recuperação do setor, sugerindo aumento do volume de vendas e/ou de preços praticados, o que contribui para um ambiente mais favorável às empresas varejistas desse segmento. Tal dinâmica é relevante para o *valuation* do Grupo Casas Bahia, uma vez que um cenário setorial de crescimento tende a impactar positivamente as projeções de receita e, conseqüentemente, os fluxos de caixa futuros da companhia.

Em complemento, com base nos dados do Boletim Focus, observa-se que a expectativa de crescimento médio do PIB para o período de 2026 a 2028 é de 1,87%,

concomitantemente à projeção de redução da taxa Selic, que passaria de 15% para 12% em 2026, 10,5% em 2027 e 9,75% em 2028. Esse cenário sinaliza uma perspectiva de melhora das condições macroeconômicas domésticas, com impactos potencialmente favoráveis para o desempenho do setor de varejo (BOLETIM FOCUS, 2025).

#### 4.2 Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE)

Nesse momento, será apresentada o processo metodológico para a projeção do Fluxo de Caixa da Empresa. A partir do EBIT, realizou-se a redução das despesas operacionais, depreciação e amortização, imposto de renda, posteriormente, foi somado ao caixa a depreciação e amortização, subtraído a variação do capital de giro e os investimentos em capital fixo (capex). Por fim, desse fluxo, são projetados para os próximos 5 anos com base na taxa do CAGR da companhia (STATUS INVEST, 2025).

##### 4.2.1 EBIT

O EBIT (*Earnings Before Interest and Tax*), ou Lucro antes dos juros e impostos, é a representação financeira do lucro gerado por uma empresa a partir de suas principais operações, antes de descontar despesas como os juros e o IR. Desse modo, é usado para entender e analisar o desempenho operacional e sua capacidade de gerar retorno com suas atividades principais. O EBIT é essencial na estimativa do Fluxo de Caixa Livre Operacional, servindo de base para o cálculo do valor econômico da firma por meio do modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) (PÓVOA ,2012).

Como parte do estudo utilizou-se os dados financeiros consolidados de 2024.

Tabela 3 – EBIT – Grupo Casas Bahia

<b>Demonstração de Resultados Contábeis</b>	<b>2024</b>
<b>Receita Líquida (milhões de R\$)</b>	<b>27.206</b>
<b>Custo das Mercadorias Vendidas (milhões de R\$)</b>	<b>(18.621)</b>
Depreciação (Logística)	(208)
<b>Lucro Bruto (milhões de R\$)</b>	<b>8.377</b>

Tabela 3 – EBIT – Grupo Casas Bahia (Continua)

Despesas com Vendas (milhões de R\$)	(5.486)
Despesas Gerais e Administrativas (milhões de R\$)	(1.195)
Resultado da Equivalência Patrimonial (milhões de R\$)	66
Outras Rec. (Desp.) Operacionais (milhões de R\$)	(388)
<b>Total das Despesas Operacionais (milhões de R\$)</b>	<b>(7.003)</b>
Depreciação e Amortização (milhões de R\$)	(864)
<b>EBIT (milhões de R\$)</b>	<b>510</b>

Fonte: Adaptado do relatório financeiro do RI do Grupo Casas Bahia (2025).

Nota: Valores em milhões de reais (R\$).

O valor consolidado de 2024 do EBIT é de R\$ 510 milhões.

#### 4.2.2 NOPAT

Para o NOPAT (termo em inglês, *Net Operating Profit After Tax*), ou Lucro Operacional Líquido depois dos impostos, é uma métrica que representa o lucro gerado pela empresa a partir de suas atividades primárias após os impostos.

Para este estudo, a alíquota nominal do IR será de 34% (25% IRPJ + 9% CSLL) conforme apresentado no RI. No entanto, os valores do IR encontrado nos demonstrativos pode ser diferente em alguns exercícios, cuja natureza se dá por conta dos prejuízos acumulados em outros exercícios e benefícios fiscais (GRUPO CASAS BAHIA, 2025)

Considerando que o cálculo é realizado a partir do lucro operacional, para encontrá-lo basta deduzir o imposto de renda da empresa (ASSAF NETO, 2014). Portanto, basta reduzir do EBIT o percentual de 34%. Como resultado, o valor observado foi de R\$ 336,6 Milhões

$$NOPAT = R\$510 \times (1 - 0,34) = R\$ 336,6$$

### 4.2.3 Depreciação

Para começar, a depreciação e amortização representam despesas não desembolsáveis, apesar de ter o desconto das contas no balanço patrimonial, não é realizado a saída de caixa. Ademais, no âmbito da análise do *valuation*, tais itens possuem relevância significativa, uma vez que impactam diretamente o resultado contábil da empresa, sem, contudo, afetar o fluxo de caixa operacional. Portanto, para o fluxo de caixa livre serão adicionadas de volta ao lucro líquido para o cálculo no modelo. (DAMODARAN, 2012; ASSAF NETO, 2014)

Assim sendo, a mensuração adequada desses elementos torna-se fundamental para a avaliação precisa da capacidade de geração de valor da companhia, uma vez que permite compreender com maior profundidade a dinâmica financeira e operacional do negócio. A correta apuração dos componentes que influenciam o fluxo de caixa assegura que as estimativas projetadas reflitam de maneira mais fidedigna a realidade econômica da empresa, reduzindo distorções e proporcionando uma base mais consistente para a tomada de decisão e o processo de valuation.

Tabela 4 – Depreciação e Amortização

#### Demonstração de Resultados Contábeis

<b>Receita Líquida (milhões de R\$)</b>	<b>27.206</b>
Custo das Mercadorias Vendidas (milhões de R\$)	<b>(18.621)</b>
<b>Depreciação (Logística)</b>	<b>(208)</b>
<b>Lucro Bruto (milhões de R\$)</b>	<b>8.377</b>
Despesas com Vendas (milhões de R\$)	(5.486)
Despesas Gerais e Administrativas (milhões de R\$)	(1.195)
Resultado da Equivalência Patrimonial (milhões de R\$)	66
Outras Rec. (Desp.) Operacionais (milhões de R\$)	(388)
Total das Despesas Operacionais (milhões de R\$)	<b>(7.003)</b>
<b>Depreciação e Amortização (milhões de R\$)</b>	<b>(864)</b>

Fonte: Adaptado do relatório financeiro do RI do Grupo Casas Bahia (2025).

Nota: Valores em milhões de reais(R\$).

$$\text{Depreciação} + \text{Amortização} = R\$208 + R\$864$$

$$\text{Depreciação} + \text{Amortização} = R\$1.072$$

Em 2024, a soma das despesas de depreciação e amortização totalizou R\$ 1.072 milhões. Esse valor expressivo evidencia a intensidade de capital do negócio,

especialmente em ativos relacionados à estrutura logística, que exigem constante renovação e manutenção.

#### 4.2.4 CAPEX

O CAPEX (*Capital Expenditures*) corresponde aos gastos de capital realizados por uma empresa para a aquisição, manutenção ou expansão de seus ativos fixos, tais como maquinário, equipamento, tecnologia e instalações. Esses investimentos possuem a finalidade de sustentar a operação atual e possibilitar o crescimento da companhia no futuro. (ASSAF NETO, 2014)

No contexto da análise financeira, o CAPEX possui um papel relevante na determinação do fluxo de caixa livre, uma vez que representa o montante de recursos destinados à manutenção, modernização e expansão das operações empresariais. Seu indicador é essencial para entender com precisão o nível de investimento necessário que a empresa realiza para a sustentabilidade e o crescimento do negócio. Desse modo, o CAPEX influencia diretamente a capacidade da companhia de gerar valor econômico ao longo do tempo, evidenciando sua importância na análise de viabilidade e no processo de valuation.

Tabela 5 – CAPEX

Capex (R\$ milhões)	2024
Logística	11
Novas Lojas	10
Reforma de Lojas	10
Tecnologia	158
Outros	2
<b>Total</b>	<b>191</b>

Fonte: Adaptado do relatório financeiro do RI do Grupo Casas Bahia (2025).

Nota: Valores em milhões de reais(R\$)

Observa-se o CAPEX do ano de 2024, que totalizou R\$ 191 milhões, nota-se que esse montante reflete um esforço de manutenção e expansão das operações, especialmente voltado para investimentos em tecnologia. Esse volume de investimento demonstra o comprometimento da companhia em sustentar sua capacidade operacional e buscar ganhos de eficiência no médio prazo.

#### 4.2.5 Capital de giro

O capital de giro representa os recursos necessários para financiar as operações de curto prazo de uma empresa, sendo definido como a diferença entre ativo circulante (estoques, contas a receber e disponibilidades) e passivo circulante (fornecedores e outras obrigações de curto prazo). Em termos práticos, indica a capacidade da companhia de manter suas atividades operacionais sem depender excessivamente de capital de terceiros. (PÓVOA, 2012)

Para mensurar o capital de giro, foram identificados os valores do ativo e passivo circulante dos anos de 2023 e 2024 de acordo com a Tabela 6, de modo a observar a variação no período. Essa análise é essencial para compreender como a empresa administra seus recursos de curto prazo e o impacto dessa dinâmica sobre a liquidez e a geração de caixa operacional.

Tabela 6 – Ativo Circulante e Passivo Circulante

<b>Balço Patrimonial</b>	<b>2024</b>	<b>2023</b>
<b>Ativo Circulante (milhões de R\$)</b>	<b>52.809</b>	<b>55.948</b>
Caixas e Aplicações Financeiras	7.725	6.139
Títulos e valores mobiliários	534	0
Contas a Receber	15.889	16.550
Cartões de Créditos	1.419	2.874
Carnês	20.496	19.011
Carnês - Juros a incorrer	(6.560)	(6.042)
Outros	1.820	1.859
Contas a receber B2B	1.209	1.283
Provisão para Devedores Duvidosos	(2.495)	(2.434)
Estoques	18.187	21.550
Tributos a Recuperar	5.860	6.303
Instrumentos Financeiros - Hedge de valor justo	0	0
Partes Relacionadas	1.145	1.174

Tabela 6 – Ativo Circulante e Passivo Circulante (Continua)

Ativos Não-Correntes a Venda	0	0
Despesas Antecipadas e Outras Contas a Receber	1.065	930
Outros Ativos	2.404	3.303
<b>Passivo Circulante</b>	<b>71.430</b>	<b>73.514</b>
Obrigações Sociais e Trabalhistas	2.090	1.892
Fornecedores	29.467	30.480
Fornecedores Portal	169	136
Fornecedores Convênio	8.113	6.103
Fornecedores Portal - Gerencial	0	0
Empréstimos e Financiamentos	2.830	7.138
Carnês - Financiamento ao Consumidor (CDCI)	19.935	19.525
Carnês - Financiamento ao Consumidor (CDCI) - Juros a apropriar	(1.587)	(1.530)
Debêntures	0	0
Impostos, Taxas e Contribuições	1.748	1.341
Dividendos e JCP a Pagar	0	0
Partes Relacionadas	14	74
Impostos Parcelados	0	0
Receitas Antecipadas	0	0
Receitas Diferidas	854	798
Repasse de Terceiros	2.470	2.206
Passivo de arrendamento	2.491	2.523
Outros	2.836	2.828

Fonte: Adaptado do relatório financeiro do RI do Grupo Casas Bahia (2025).

Nota: Valores em milhões de reais (R\$).

O capital de giro em 2024 foi de R\$ -18.621 milhões, enquanto em 2023 totalizou R\$ -17.566 milhões, evidenciando uma variação de aproximadamente R\$ -1.055 milhões.

A Tabela 7 apresenta a evolução do capital de giro entre 2023 e 2024. Observa-se que o Ativo Circulante reduziu de aproximadamente R\$ 55,9 bilhões em 2023 para cerca de R\$ 52,8 bilhões em 2024, enquanto o Passivo Circulante também apresentou queda, passando de R\$ 73,5 bilhões para R\$ 71,4 bilhões no mesmo período. Em ambos os exercícios, o capital de giro permanece negativo, variando de R\$ -17,6 bilhões em 2023 para R\$ -18,6 bilhões em 2024.

A variação nominal do capital de giro entre 2023 e 2024 corresponde a aproximadamente R\$ 1,055 bilhão.

Tabela 7 - Variação do capital de giro 2023-2024

Ano	2024	2023
<b>Ativo Circulante</b>	52.809	55.948
<b>Passivo Circulante</b>	71.430	73.514
<b>Diferença</b>	(18.621)	(17.566)
<b>Variação do ano de 2023 para 2024</b>	(1.055)	

Fonte: Elaborado pelo autor (2025). Nota: Valores em milhões de reais (R\$)

Conforme apresentado na Tabela 6, os fornecedores constituem o principal componente do passivo circulante, o que impacta diretamente o resultado negativo observado no capital de giro. No ativo circulante, observa-se que, por se tratar de uma varejista multicanal, a companhia mantém níveis elevados de estoques para atender à demanda tanto das lojas físicas quanto dos canais digitais. Todavia, o acúmulo excessivo de mercadorias pode pressionar a liquidez e aumentar a imobilização de capital, reduzindo a eficiência financeira do negócio.

#### 4.2.6 Projeção do Fluxo de Caixa

Diante desse contexto, apresenta-se abaixo a Tabela 8 com o FCDE de 2024, que servirá como base para a projeção dos fluxos de caixa futuros. Esse valor representa a capacidade efetiva de geração de caixa da companhia no ano base e permite construir estimativas mais consistentes para o período explícito. A partir desse

fluxo inicial, serão estruturadas as projeções que compõem o *valuation* pelo método de Fluxo de Caixa Descontado.

Tabela 8 – Fluxo de Caixa Disponível da Empresa

<b>Ano</b>	<b>2024</b>
<b>EBITDA</b>	1.582
<b>Depreciação e Amortização</b>	(1.072)
<b>EBIT</b>	510
<b>NOPAT(EBIT-IR)</b>	337
<b>Depreciação e Amortização</b>	1.072
<b>CAPEX</b>	(191)
<b>ΔNCG</b>	(1.055)
<b>Fluxo de Caixa Disponível da Empresa(FCDE)</b>	163

Fonte: Adaptado do relatório financeiro do RI do Grupo Casas Bahia (2025).

Nota: Valores em milhões de reais(R\$).

Após identificarmos o FCDE de 2024, precisa-se do CAGR para estimar o crescimento. O CAGR (Compound Annual Growth Rate) é a taxa de crescimento anual composta que transforma o valor inicial de uma variável (por exemplo, um investimento, receita ou lucro) no seu valor final ao longo de um período, assumindo um crescimento uniformemente composto ano a ano. Em outras palavras, é a taxa constante que “suaviza” o crescimento total para uma taxa anual equivalente. Realizou-se a projeção para os próximos 5 anos com base na média do CAGR de 2020 a 2024 disponível no site Status Invest sendo de 4,86% (STATUS INVEST, 2025), apresentado abaixo:

Tabela 9 – Taxa média de crescimento anual composta (CAGR)

<b>Ano</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
<b>CAGR (2020 - 2025) - Grupo Casas Bahia</b>	8,45%	9,29%	3,76%	1,39%	1,39%
<b>Média dos últimos 5 anos:</b>	<b>4,86%</b>				

Fonte: STATUS INVEST (2025)

Observa-se que o CAGR médio de 5 anos foi de aproximadamente 4,86% ao ano. Esse resultado mostra um ritmo de crescimento moderado e consistente no período analisado. Além disso, a variação acumulada em 12 meses da PMC apresentada na Tabela 2 situou-se em torno de 4,8%, sinalizando que a dinâmica operacional e o ciclo financeiro da empresa também vêm evoluindo em patamar semelhante com o setor.

A proximidade entre o CAGR de 5 anos (4,86%) e a PMC acumulada de 12 meses (4,8%) reforça a coerência da taxa de crescimento adotada nas projeções, uma vez que o crescimento considerado para o fluxo de caixa está alinhado tanto ao histórico de desempenho da companhia quanto ao comportamento recente do setor.

A seguir, temos o Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE) estimado na tabela 10, onde apresenta uma trajetória crescente ao longo de todo o período projetado, partindo de R\$ 163 milhões em 2024 e alcançando R\$ 206 milhões em 2029. Essa evolução indica uma tendência de geração de caixa operacional cada vez mais robusta, refletindo ganhos graduais de eficiência, devido ao crescimento de acordo com a melhora gradual do cenário doméstico com a redução da Selic para os próximos anos e eficiência no controle de custos conforme a estratégia da companhia.

Tabela 10 – Projeção do Fluxo de Caixa

Ano	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Fluxo de Caixa Disponível da Empresa projetado</b>	163	170	179	187	197	206

Fonte: Elaborado pelo autor (2025). Nota: Valores em milhões de reais(R\$).

De forma geral, as projeções sugerem que a companhia será capaz de expandir sua capacidade de geração de caixa ano a ano, o que contribui positivamente para o seu valor econômico.

### 4.3 Estimativa da Taxa de Desconto (WACC)

Este tópico apresenta, de forma detalhada, o procedimento adotado para a determinação da taxa de desconto empregada no *valuation*, a partir do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC).

Como referenciado anteriormente, o custo médio ponderado de capital (WACC), representa a taxa de desconto utilizada no processo de *valuation* para trazer a valor presente os fluxos de caixa futuros da empresa. Essa variável reflete o custo médio dos recursos obtidos pela companhia, ponderado pela participação relativa de cada fonte em sua estrutura, sejam elas capital próprio ou capital de terceiros.

O WACC indica a rentabilidade mínima que os investimentos devem proporcionar com base nos custos da estrutura de capital da companhia. Um WACC

elevado implica maior risco e maior exigência de retorno por parte dos investidores, enquanto um WACC reduzido sugere menor percepção de risco e menor exigência para retorno.

Introduzindo o cálculo, a determinação do custo do capital próprio ( $K_e$ ), adotou-se o modelo de precificação de ativos de capital (CAPM), conforme a Equação 6. A taxa livre de risco foi definida a partir da taxa Selic, considerada referência de ativo livre de risco no Brasil, a qual se encontra em 15% ao ano (BACEN, 2025). O coeficiente  $\beta$  foi obtido na plataforma Investing.com, que estima a sensibilidade da ação da empresa em relação ao Índice Ibovespa de 5 anos, resultando em um beta de 0,63 (INVESTING.COM, 2025).

O prêmio de mercado, por sua vez, representa o retorno adicional exigido pelos investidores em relação à taxa livre de risco, como compensação pela exposição ao risco sistemático. Neste estudo, utilizou-se o *Equity Risk Premium* (ERP) divulgado por Damodaran, em janeiro de 2024, para o mercado brasileiro, estimado em 9% ao ano, refletindo as condições de risco macroeconômico e o ambiente de investimento nacional (DAMODARAN, 2024).

A partir da combinação desses parâmetros no CAPM, obteve-se o valor do custo de capital próprio ( $K_e$ ) utilizado nas etapas subsequentes do WACC, conforme sintetizado a seguir:

$$CAPM: K_e = 0,15 + 0,63 \times 0,09$$

$$K_e = 20,67\%$$

Para o custo de capital de terceiros, usamos a seguinte fórmula:

Equação 7 – Custo de capital de terceiros

$$Kd \text{ bruto} = CDI + 1,28\%$$

$$Kd \text{ líquido} = Kd \text{ bruto} - (1 - T) \tag{7}$$

Onde:

T = Impostos

Substituindo os valores:

$$Kd = 0,149 + 0,0128$$

$$Kd = 0,1618 \text{ ou } 16,18\%$$

$$Kd \text{ líquido} = 0,1618 \times (1 - 0,34) = \mathbf{10,38\%}$$

Por fim, como forma de simplificação será utilizado o valor do patrimônio líquido contábil dividido pelo passivo total para localizar o percentual do capital próprio, dado a ausência de dados de mercado plenamente representativos, logo, o percentual restante será o percentual do capital de terceiros, de qualquer maneira, reconhece que essa opção pode gerar pequenas divergências em relação à estrutura de capital a valor de mercado (ASSAF NETO, 2014).

Tabela 11 – Patrimônio Líquido e Passivo Total

<b>Balanco Patrimonial</b>	<b>2024</b>
<b>Patrimônio Líquido</b>	11.800
<b>Total do Passivo e Patrimônio Líquido</b>	128.425

Fonte: Adaptado do relatório financeiro do RI do Grupo Casas Bahia (2025).

Nota: Valores em milhões de reais(R\$).

O patrimônio líquido é de aproximadamente R\$ 11.800 milhões, enquanto o passivo total (passivo + patrimônio líquido) totaliza cerca de R\$ 128.425 milhões. Diante do exposto, apura-se uma participação de aproximadamente 9% de capital próprio ( $W_e$ ) e 91% de capital de terceiros ( $W_d$ ).

Os percentuais apresentados neste trabalho foram arredondados para fins de apresentação, entretanto, nos cálculos realizados foram utilizadas todas as casas decimais para garantir precisão nos resultados. Logo, conforme a equação 5 apresentada no tópico 2.2, o custo médio ponderado de capital (WACC) será:

$$WACC = 0,91 \times 0,1618 \times (1 - 0,34) + 0,09 \times 0,2067$$

$$WACC \cong \mathbf{0,1160 \text{ ou } 11,60\%}$$

A partir da aplicação do modelo CAPM, obteve-se um custo de capital próprio ( $K_e$ ) de 20,67% ao ano. Esse resultado reflete o custo de capital elevado, associada ao investimento em ações da companhia, incorporando essa condição macroeconômica, marcada por uma taxa Selic elevada. Em termos práticos, a taxa de 20,67% representa o retorno mínimo exigido pelos acionistas para compensar a exposição às incertezas do negócio e à volatilidade do setor em que a empresa está inserida.

No que se refere ao custo de capital de terceiros, a utilização do CDI acrescido de um spread de 1,28 ponto percentual resultou em um custo bruto de 16,18% ao ano. Após o ajuste pelo efeito fiscal, o custo de capital de terceiros líquido ( $K_d$ ) reduziu-se para 10,38% ao ano. Esse diferencial entre o custo bruto e o custo líquido evidencia o benefício fiscal da dívida, tornando o financiamento por

meio de capital de terceiros relativamente mais atrativo do que o capital próprio sob a ótica do custo efetivo.

Quanto à estrutura de capital, adota-se, para fins deste estudo, a aproximação baseada na participação do patrimônio líquido em relação ao passivo total. Com isso, apura-se uma composição de aproximadamente 9% de capital próprio ( $W_e$ ) e 91% de capital de terceiros ( $W_d$ ). Tal configuração revela um grau elevado de alavancagem financeira, indicando forte dependência de recursos de terceiros na estrutura de financiamento da companhia, o que aumenta a sensibilidade da empresa a variações nas taxas de juros e a eventuais restrições de crédito.

A combinação desses elementos na fórmula do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) resulta em uma taxa de 11,60% ao ano. Observa-se que, apesar do elevado custo de capital próprio, o custo do capital de terceiros contribui para reduzir o WACC a um patamar intermediário entre  $K_e$  e  $K_d$  líquido. Em termos de valuation, esse WACC de 11,60% representa a taxa mínima de retorno exigida pelo investidor e será utilizada como taxa de desconto dos fluxos de caixa projetados. Desse modo, quanto menor essa taxa, menor será o desconto aplicado aos fluxos futuros e, conseqüentemente, maior tende a ser o valor presente da empresa.

#### 4.4 Cálculo do Valor Residual (Perpetuidade)

O valor residual foi estimado com base na fórmula da equação 2, apresentada no tópico 2.2. Nesse cálculo, adotou-se uma taxa de crescimento perpétuo de 1,87%, sob a premissa de que a empresa se encontra em um estágio de crescimento estável semelhante ao crescimento do PIB (BOLETIM FOCUS, 2025).

A seguir, está o cálculo com a taxa de desconto obtida no tópico anterior, enquanto o  $FCDE_{n+1}$  foi projetado mantendo as premissas consideradas para o fluxo de caixa do ano 2029. A Tabela 12 apresenta, de forma sintética, os principais dados de entrada utilizados na determinação do valor em perpetuidade.

Tabela 12 – Valor Residual

(a) $FCDE_{n+1}$	216
(b) $g$	1,87%
(c) WACC	11,60%
(d) $a / (b - c)$	2.222
<b>VR(Perpetuidade)</b>	<b>1.284</b>

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Nota: Valores em milhões de reais(R\$).

O valor residual (VR) estimado para a companhia foi de aproximadamente R\$ 1,284 Bilhões, representando a parcela do valor da empresa atribuída aos fluxos de caixa projetados além do horizonte explícito de projeção. Esse montante evidencia que uma parcela relevante do valor econômico da empresa está concentrada na sua

capacidade de geração de caixa no longo prazo, sob a premissa de crescimento estável e da taxa de desconto adotada no modelo.

Em termos práticos, o VR sintetiza a expectativa de continuidade operacional da companhia em um regime de crescimento constante, refletindo a consolidação dos efeitos de eficiência operacional, estrutura de capital e política de investimentos considerados nas premissas do valuation.

## 5. Determinação do valor da empresa

Por fim, o valor da empresa foi obtido a partir da fórmula 3, citada no tópico 2.2, na qual é composta pela soma do valor explícito e do valor residual:

$$\text{Valor da companhia} = \text{Valor Explícito} + \text{Valor Residual} \quad (3)$$

A seguir, visualiza-se na tabela 13 valor do FCDE ao longo do período de projeção descontado pelo WACC citado anteriormente.

Tabela 13 – Fluxo de caixa do período explícito descontado

Ano	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Fluxo de Caixa Disponível da Empresa</b>	170	179	187	197	206
<b>WACC elevado ao período</b>	1,1160	1,2454	1,3898	1,5510	1,7308
<b>FCD</b>	153	144	135	127	119
<b>FCD acumulado</b>	677				

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Nota: Valores em milhões de reais(R\$).

A partir do valor residual apurado no tópico anterior, foi possível determinar valor total do Grupo Casas Bahia por meio da aplicação do método do fluxo de caixa descontado (FCD).

Tabela 14 – Valor da empresa

<b>Valor da empresa (Em milhões de R\$)</b>	
Valor do período explícito	677
Valor Residual	1.284
<b>Valor da empresa</b>	<b>1.961</b>

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Nota: Valores em milhões de reais(R\$).

Com base na projeção do fluxo de caixa descontado, o valor econômico estimado da empresa alcançou aproximadamente R\$ 1,961 Bilhão. Desse montante, R\$ 677 milhões referem-se ao período explícito, que contempla os resultados projetados ano a ano dentro do horizonte de planejamento. Já o valor residual

correspondeu a R\$ 1,284 Bilhão, representando a maior parcela do valor total da companhia. Esse resultado evidencia que a perpetuidade exerce influência significativa na formação do valor da empresa, característica comum em modelos de *valuation* aplicados a negócios com expectativa de continuidade operacional de longo prazo.

De acordo com dados da B3 em 15 de setembro de 2025 o capital social do Grupo Casas Bahia era composto por 653.878.398 ações (B3, 2025). Essa informação é essencial para o cálculo do valor por ação, apresentada na tabela 15.

Tabela 15 – Valor por Ação.

<b>Valor da empresa (em reais)</b>	1.960.678.445
<b>Nº de ações:</b>	653.878.398
<b>Valor por ação</b>	3,00

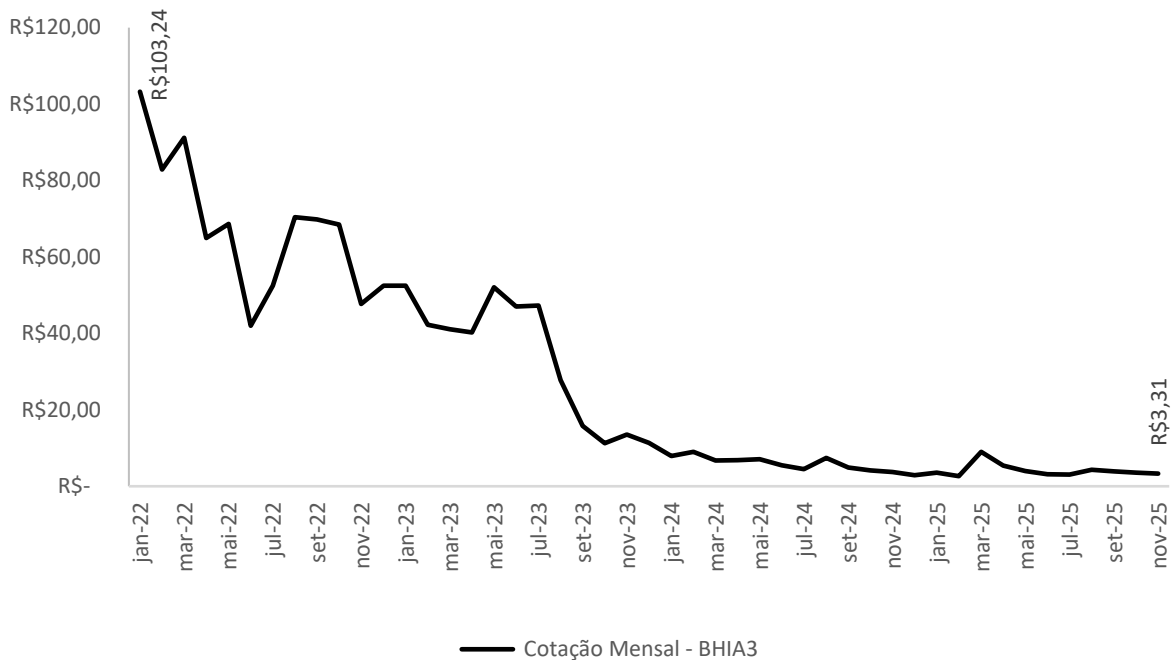
Fonte: Elaborado pelo autor (2025). Nota: Valores em reais(R\$).

Em novembro de 2025 o preço cotado das ações da BHIA3 ficou em R\$3,31(INVESTING.COM, 2025). Assim, o valor de mercado da companhia na data base é de R\$ 2,164 Bilhões.

A fim de complementar a análise dos resultados obtidos por meio do modelo de FCD, apresenta-se a seguir o comportamento histórico das cotações da ação BHIA3 (Grupo Casas Bahia) no período de 2022 a 2025. A evolução do preço de mercado das ações fornece uma perspectiva adicional sobre a percepção dos investidores em relação à performance financeira e à geração de valor da companhia ao longo do tempo.

Observa-se que, desde 2022, as ações estão em um movimento contínuo de desvalorização. De acordo com a figura 1, no início de 2022 quando estava em R\$103,24, o preço das ações vem registrando uma queda acentuada, atingindo o valor em torno de R\$ 3,31 em 2025.

Figura 1 – Cotação mensal da ação - BHIA3



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do site Investing.com (2025). Nota: desempenho mensal das ações do Grupo Casas Bahia desde janeiro de 2022 até outubro de 2025.

Esse comportamento evidencia um processo prolongado de deterioração do valor de mercado da companhia, reflexo do aumento do endividamento, da redução das margens operacionais e da perda de competitividade no varejo nacional. Tais fatores contribuíram para a retração na confiança dos investidores e estão em consonância com o resultado do valuation obtido neste estudo, que indicam um Equity Value de R\$3,00 por ação. Ao comparar o resultado do *valuation* com a cotação de mercado na data-base, observa-se que o preço de mercado (R\$ 3,31) excede o valor justo estimado pelo modelo (R\$ 3,00) em aproximadamente R\$ 0,31 por ação.

Nas condições atuais, o valor econômico do Grupo Casas Bahia não é suficiente para remunerar o capital de terceiros e gerar retorno ao acionista, refletindo o baixo potencial de valorização do ativo e a percepção de risco elevada por parte do mercado. De tal modo, o desempenho desfavorável pode ser atribuído ao elevado nível de alavancagem financeira, que pressiona o custo de capital e reduz a capacidade de geração de valor econômico.

Em razão disso, os resultados obtidos não configuram um cenário viável para recomendação de investimento na companhia, uma vez que a atual estrutura de capital e o desempenho operacional limitam o potencial de valorização das ações. A

reversão dessa condição dependeria de uma melhoria substancial nos indicadores financeiros, especialmente na redução do endividamento e no aumento da rentabilidade operacional.

Por fim, tal evidência reforça o desafio de desalavancagem e a fragilidade do valor econômico agregado da empresa no período analisado.

## 6. Limitações do Estudo:

Este estudo apresenta algumas limitações que devem ser consideradas na interpretação dos resultados. Primeiramente, os dados financeiros utilizados referem-se ao exercício consolidado de 2024, não incorporando possíveis alterações na estrutura de capital que possam ocorrer em 2025. Tal recorte temporal pode restringir a atualização e a precisão da análise.

Adicionalmente, adotou-se a alíquota fixa de 34% para o Imposto de Renda, sem considerar as compensações e benefícios fiscais divulgados pela empresa (GRUPO CASAS BAHIA, 2025). Essa escolha metodológica pode gerar diferenças entre o valor de mercado observado e o valor justo estimado, uma vez que a tributação efetiva pode impactar diretamente a mensuração do resultado econômico da companhia.

Outra limitação decorre da adoção da taxa Selic como taxa livre de risco. Embora adequada à realidade brasileira, essa taxa apresenta alta volatilidade, o que pode gerar distorções no longo prazo. Em contraposição, a literatura especializada frequentemente adota os títulos do Tesouro norte-americano como *proxy* da taxa livre de risco, em razão de sua maior estabilidade. (DAMODARAN, 2012)

A análise não contempla potenciais eventos extraordinários, como mudanças regulatórias, renegociação de dívidas e eventos societários recentes e sensibilidade do modelo limitada, que podem afetar de maneira substancial a situação econômico-financeira da empresa.

Destaca-se a utilização de valores contábeis na definição dos pesos de capital próprio ( $W_e$ ) e de terceiros ( $W_d$ ) empregados no cálculo do WACC. Embora essa abordagem proporcione maior simplicidade e objetividade na mensuração, o emprego de valores contábeis na determinação dos pesos de capital pode não representar de forma fidedigna a realidade de mercado (DAMODARAN, 2012). Nesse contexto, reconhece-se que a adoção de valores de mercado proporcionaria uma estimativa mais acurada do custo médio ponderado de capital (ASSAF NETO, 2014). Assim, admite-se que o uso de valores de mercado poderia oferecer uma estimativa diferente do custo de capital e, conseqüentemente, do *valuation* da companhia.

Por fim, cabe destacar que o modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) utilizado pressupõe hipóteses de perpetuidade e taxas de crescimento conservadoras,

que, embora adequadas para este estudo, dependem de condições macroeconômicas futuras e de fatores específicos do setor de varejo. Tais pressupostos, caso não se confirmem, podem gerar distorções na estimativa do valor justo da empresa analisada. (ASSAF NETO, 2014)

## 7. Conclusão

A presente pesquisa teve como objetivo estimar o valor econômico do Grupo Casas Bahia por meio do método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) e compará-lo com a cotação de mercado da empresa na data-base da análise. Os resultados obtidos demonstraram que o valor da empresa alcançou aproximadamente R\$ 1.961 milhões, composto por R\$ 677 milhões referentes ao período explícito e R\$ 1.284 milhões provenientes do valor residual, evidenciando que a maior parcela do valor total da companhia está concentrada na expectativa de geração de caixa de longo prazo. A divisão desse valor pelo total de 653.878.398 ações resultou em um valor intrínseco de R\$ 3,00 por ação. Quando comparado ao preço negociado em mercado, de R\$ 3,31 na data-base, observa-se que o valor justo encontrado estava cerca de 10,3% abaixo do valor de mercado.

Essa diferença mostra que a ação está sendo negociada com um prêmio de aproximadamente 10% em relação ao seu valor intrínseco. Diante disso, o investimento não se apresenta atrativo, uma vez que o mercado já precifica a companhia acima do que seus fundamentos financeiros sugerem. Nesse cenário, não há margem de segurança para o investidor, reduzindo a expectativa de retorno adicional e aumentando o risco de adquirir um ativo potencialmente sobreavaliado.

O elevado nível de alavancagem financeira, cerca de 91% de capital de terceiros, aumentou o risco associado às dívidas da companhia. Somado ao baixo resultado operacional, esse cenário reduziu a geração de caixa no período explícito, diminuindo o valor estimado da empresa. Esses fatores evidenciam a forte influência do ambiente macroeconômico, especialmente das taxas de juros, sobre a formação do valor e sobre a capacidade de geração de caixa de negócios altamente dependentes de financiamento.

Diante desses resultados, conclui-se que o valor justo encontrado pelo modelo é compatível com a estrutura financeira e operacional observada no período analisado, indicando que o preço de mercado, apesar de ligeiramente superior ao valor intrínseco calculado, pode refletir expectativas de recuperação ou ajustes de curto prazo.

Ainda que esse estudo tenha se concentrado na análise do valor justo do Grupo Casas Bahia, sua metodologia pode ser aplicada a outras companhias e setores, oferecendo um referencial para investidores, analistas e gestores na avaliação de investimentos em contextos de instabilidade econômica. Pesquisas futuras podem ampliar o escopo desta análise, incorporando novas variáveis macroeconômicas, como inflação ou câmbio, além de comparar diferentes modelos de valuation, como o modelo de Gordon ou o modelo de Ohlson, a fim de captar de forma mais abrangente a sensibilidade do valor das empresas às condições do ambiente econômico.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Valuation: Métricas de valor & avaliação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2014.

ARONNE, A. *et. al.* **Mensuração e gerenciamento de riscos corporativos - aplicações de cash flow at risk e real options**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2021. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786586407242/>. Acesso em: 06 out. 2025.

B3. GRUPO CASAS BAHIA S.A. **Composição do capital social**, 2025. Disponível em: <https://sistemaswebb3-listados.b3.com.br/listedCompaniesPage/main/6505/BHIA/overview?language=pt-br>. Acesso em: 25 set. 2025.

BACEN. **RELATÓRIO FOCUS**, 2025. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>. Acesso em: 25 set. 2025.

BEZERRA, D.A. **Método de valuation aplicado à Magazine Luiza S.A.: empresa brasileira do setor de varejo listada no novo mercado da B3**, Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Finanças), Fortaleza: UFC, 2024.

DAMODARAN, A. **Risk Premiums for Other Markets**. Stern School of Business, 2024. Disponível em: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/dataarchived.html#discrete](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#discrete) Acesso: 06 out. 2025.

DAMODARAN, A. **Valuation: Como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. Rio de Janeiro: LTC, 2012.

GRUPO CASAS BAHIA. Central de Resultados. **Relatório de Relações com Investidores**, 2025. Disponível em: <https://ri.grupocasasbahia.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 23 set. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Planilha interativa. **Planilha de resultados**, 2025. Disponível em: <https://ri.grupocasasbahia.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 13 out. 2025.

HERSEN, A.; LIMA, L.; LIMA, J. **Evidências Empíricas da Influência da Taxa Média de Juros Sobre o Mercado Acionário Brasileiro**. *Gestão & Regionalidade*, v. 29, n. 85 p. 77-92, 2013. DOI: <https://doi.org/10.13037/gr.vol29n85.1659>. Acesso: 30 set. 2025.

IBGE. **Pesquisa Mensal do Comércio**, 2025. Disponível em: <https://sidra.ibge.gov.br/home/pmc/brasil> Acesso: 30 out. 2025

INVESTING.COM. **Dados Históricos**, 2025. Disponível em: <https://br.investing.com/equities/via-varejo-sa-historical-data>. Acesso em: 30 set. 2025.

INVESTING.COM. **Beta**, 2025. Disponível em: <https://br.investing.com/equities/via-varejo-sa>. Acesso: 28 nov. 2025.

INVESTING.COM. **Série Histórica**, 2025. Disponível em: <https://br.investing.com/equities/via-varejo-sa-historical-data>. Acesso em: 09 nov. 2025.

NASCIMENTO, M. C. *et al.* **Impacto do Viés de Análise na Avaliação de Empresas: Um caso de valuation da empresa Ambev**. Minas Gerais: RAGC, 2019. Disponível em: <https://revistas.fucamp.edu.br/index.php/ragc/article/view/1749>. Acesso em: 15 set. 2025.

NASCIMENTO, M.C. **IMPACTO DO VIÉS DE ANÁLISE NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UM CASO DE VALUATION DA EMPRESA AMBEV**. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Administração), Minas Gerais: UFMG, 2018.

STATUS INVEST. **Indicadores de Crescimento**, 2025. Disponível em: <https://statusinvest.com.br/acoes/bhia3>. Acesso em: 28 nov. 2025.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. **Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação**. *Revista Administração em Diálogo - RAD*, v. 6, n. 1, 2008. DOI <https://doi.org/10.20946/rad.v6i1.686>. Acesso em: 28 out. 2025.

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

PSCHEIDT, A. **Avaliação de empresa pelo método de fluxo de caixa descontado: Estudo de caso Lojas Renner S.A.** Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Engenharia de Produção), Santa Catarina: UFRS, 2023.

SILVA, B. *et. al.* **CONTEXTO DAS TRANSFORMAÇÕES: UM ESTUDO BIBLIOMÉTRICO DAS MÉTRICAS DE VALUATION NO BRASIL.** Revista Interdisciplinar Científica Aplicada, v. 15, n. 1, p. 55–72, 2020. Disponível em: <https://portaldeperiodicos.animaeducacao.com.br/index.php/rica/article/view/18032>. Acesso em: 18 set. 2025.

SILVA, P.; JANNI, V. **Relação da taxa mínima de atratividade no cenário econômico atual com a viabilidade econômica de projetos.** Boletim do Gerenciamento, n. 25, p. 68-75, 2021. ISSN 2595-6531. Disponível em: <https://nppg.org.br/revistas/boletimdogerenciamento/article/view/582>. Acesso em: 15 set. 2025.