

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - PUC-Rio

Departamento de Economia

Private Equity e Leveraged Buyout: o caso hipotético da aquisição alavancada da Petz

Monografia de Final de Curso

José Carlos Bolonhez
1710681

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Rio de Janeiro, 2 de julho de 2021

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - PUC-Rio

Departamento de Economia

Private Equity e Leveraged Buyout: o caso hipotético da aquisição alavancada da Petz

Monografia de Final de Curso

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

Rio de Janeiro, 2 de julho de 2021

“A primeira regra de investimento é não perder dinheiro. A segunda regra é não se esquecer da primeira”

- Warren Buffett

Sumário

Capítulo 1 – Introdução	6
Capítulo 2 – Indústria de Private Equity	8
2.1) Estágios de Investimento	8
2.2) Etapas de um processo de investimento	9
2.4) Leveraged Buyouts	12
Capítulo 3 – A tese de investimento no setor Pet no Brasil	14
3.1) Visão geral do setor	14
3.2) Visão da empresa Petz	17
Capítulo 4 – Estratégia de geração de valor no ativo	23
4.1) Definição Contábil	23
4.2) Projeções Financeiras e Proposta	25
4.3) Execução do Business Plan	27
4.4) Principais Riscos	32
Capítulo 5 – Estratégia de saída	33
5.1) Visão geral da estratégia	33
5.2) Análise de retorno	33
Capítulo 6 – Conclusão	36
Capítulo 7 – Referências Bibliográficas	37

Figura 1 – Receita Bruta Petz e Cobasi	15
Figura 2 – Número de Lojas Petz e Cobasi	15
Figura 3 – E-commerce no Mercado Pet	15
Figura 4 – Evolução do Mercado de Produtos Pet no Brasil	16
Figura 5 – Maiores Mercados Pet no Mundo e Gasto Anual por Pet	17
Figura 6 – Evolução do Gasto Total do Cliente nos Modelos de Petshop	18
Figura 7 – Evolução do Número de Lojas	19
Figura 8 – Nível de Concentração das Lojas	20
Figura 9 – Distribuição Geográfica das Lojas em junho/2020	20
Figura 10 – Estrutura Acionária Antes da Oferta	22
Figura 11 – Estrutura Acionária Após a Oferta	22
Figura 7 – Estrutura da Transação “LBO”	26
Figura 8 – Estrutura da Transação “Equity”	27
Figura 9 – DRE do caso Equity	29
Figura 10 – Balanço Patrimonial do caso Equity	29
Figura 11 – Fluxo de Caixa do caso Equity	30
Figura 12 – DRE do caso LBO	30
Figura 13 – Balanço Patrimonial do caso LBO	31
Figura 14 – Fluxo de Caixa do caso LBO	31
Figura 15 – Estrutura do Desinvestimento “Equity”	34
Figura 16 – Fluxo de Caixa do Investimento “Equity”	34
Figura 17 – Estrutura do Desinvestimento “LBO”	34
Figura 18 – Fluxo de Caixa do Investimento “LBO”	34

Capítulo 1 – Introdução

Fundos de investimento, de uma forma geral, são formados pela união de recursos de um ou mais investidores e que são alocados em diversas opções de ativos financeiros. Normalmente, esses fundos possuem foco em uma única classe de ativos. No Brasil, são mais comuns os fundos de Renda Fixa, ações e multimercado.

Entre as mais diversas categorias, existe um tipo de fundo de pouco destaque, mas que mira os maiores retornos, os fundos de private equity – abreviados pela sigla “PE”. Esse tipo de investimento é principalmente voltado para a compra de participação acionária em empresas de capital fechado. Isso significa que, ao invés de comprar ações que são negociadas na bolsa de valores, o private equity se trata de transações entre partes privadas.

O mercado de private equity ainda engatinha no Brasil, enquanto em outros países já está em um estágio mais desenvolvido. Entretanto, o segmento vem crescendo de forma acelerada - segundo a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP), o capital comprometido em fundos de private equity e venture capital¹ ultrapassou os R\$ 198 bilhões em 2019, enquanto em 2011 eram apenas R\$ 63 bilhões, um crescimento de 15% ao ano. Esses fundos são muitas vezes responsáveis por, de alguma forma, alocar o capital em empresas que geram valor para sociedade e, no processo, gerar valor para seu cotista.

Esta categoria de fundo é classificada como um investimento ilíquido uma vez que o prazo de investimento por empresa dura, em geral, entre 5 a 8 anos. Este ciclo considera desde a aquisição da companhia, a implementação de medidas que geram valor no ativo, até a saída do fundo de PE, envolvendo a venda para outra empresa privada ou ainda por meio de uma oferta pública inicial. O objetivo com isso é gerar um retorno sobre o capital investido.

No vasto universo do private equity, existe uma estrutura de investimento famosa, principalmente nos Estados Unidos, chamada de comprada alavancada – ou, em inglês, Leveraged Buyout² (“LBO”). Como o nome sugere, o LBO nada mais é do que uma aquisição alavancada, que, além de utilizar *equity*³ (dinheiro próprio do fundo), também é financiada por capital de terceiros – em outro termo, dívida. Assim, o LBO surge como

¹ Investimento similar ao private equity, mas focado em empresas em estágio inicial, por exemplo *startups*.

² Em português, aquisição alavancada.

³ Pode ser entendido como capital próprio do fundo de private equity

uma estratégia para modificar a estrutura de capital das empresas, impulsionando os retornos dos fundos.

Além disso, em um Brasil com uma taxa básica de juros baixa (e decrescente desde 2017), o mercado de crédito está se desenvolvendo para possibilitar que empresas se financiem por maneiras mais baratas e com prazos mais estendidos, facilitando aquisições alavancadas. Isso, por sua vez, pode contribuir para impulsionar a atuação dos fundos de private equity no país.

O aumento do risco de se ter uma empresa mais endividada por si só já deveria demandar maiores retornos por parte dos acionistas. Uma dúvida que pode surgir também é se os retornos para fundos de private equity em aquisições alavancadas tem sido, de fato, maior ou se há algum efeito da alavancagem que gera retornos anormais para além da curva risco e retorno.

Nesse sentido, o presente trabalho irá analisar o impacto de uma transação alavancada por um hipotético “Fundo de Private Equity” na Petz e a partir da comparação com uma aquisição não alavancada dessa mesma empresa, como o LBO afeta os retornos de fundos de private equity.

Capítulo 2 – Indústria de Private Equity

2.1) Estágios de Investimento

De forma mais geral, o private equity se caracteriza por ser um investimento em empresas de capital privado. Entretanto, existem diversos estágios de investimento dependendo do momento e do perfil da empresa, especialmente no tocante a sua maturidade.

Companhias recém-criadas e ainda menos desenvolvidas, isto é, em *early stage*⁴, são alvo de *seed money*⁵. Nessa etapa, os investidores podem variar desde amigos e familiares até a investidores “anjos”, pessoas físicas “que agregam valor para o empreendedor com seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamentos” – em geral, os recursos são sempre próprios dos indivíduos⁶. Por se tratar de empresas com um modelo de negócios pouco testado, as vezes sem gerar receita, o *seed money* busca companhias com alto potencial de crescimento.

A etapa seguinte se dá quando a empresa se encontra mais desenvolvida, com um produto ou um serviço mais bem definido, de forma que ela pode se tornar alvo de um investimento de Venture Capital. Nesse estágio, o processo é mais profissional, com firmas especializadas que possuem bilhões de dólares sob gestão para investirem. Assim como no *early stage*, o foco é em empresas que possam apresentar um crescimento exponencial e, desta forma, resultar em altos retornos ao capital investido dos fundos de Venture Capital. Entre os fundos mais famosos, está o SoftBank Vision Fund⁷ com cerca de US\$ 100 bilhões sob gestão.

O Private Equity (como classificação de estágio de investimento), por sua vez, vai mirar em empresas mais maduras, cuja performance histórica seja mais longa e consistente. Nessa etapa, assim como a anterior, há grandes firmas especializadas – os fundos de private equity – que investem o dinheiro dos chamados *Limited Partners*⁸ (“LPs”) em companhias que possam oferecer altos retornos sobre o capital investido.

⁴ Em português, estágio inicial.

⁵ Em português, dinheiro semente. Se refere aos recursos iniciais de uma nova empresa.

⁶ Disponível em: <https://www.anjosdobrasil.net/o-que-e-um-investidor-anjo.html>

⁷ Divisão de Venture Capital do grupo japonês SoftBank, conglomerado multinacional fundado por Masayoshi Son.

⁸ Denominação, em inglês, dos cotistas de fundos de Private Equity.

Diferentemente do Venture Capital, o Private Equity possui um espectro amplo de perfis de oportunidades de investimento: desde o *growth capital*⁹ que busca acelerar o crescimento até o *turnaround*¹⁰ que visa a melhoria financeira e de gestão em empresas maduras com dificuldades financeiras.

2.2) Etapas de um processo de investimento

O primeiro desafio em um processo de investimento é a captação de recursos. Essa etapa consiste na busca por LPs, investidores dispostos a alocar uma quantidade expressiva de dinheiro no fundo de investimento, viabilizando as etapas seguintes desse processo. Os fundos buscam *Endowments*¹¹, Fundos de Pensão e *Family Offices*¹² já que são entidades dispostas a comprometer, a longo prazo, uma parcela do seu patrimônio.

Para aumentar as chances de sucesso do *fundraising*¹³, é preciso provar um histórico de ótimo desempenho e perspectivas de reproduzir um alto nível de retorno. Além disso, é importante contar com uma equipe executiva de excelência a fim de criar um relacionamento sólido e sustentar a confiança dos investidores e, portanto, evitar a rotatividade entre os membros da gestão. Por último, alinhar as expectativas no que diz respeito a tese de investimento que o fundo adotará também é de suma importância.

Com recursos captados, é possível iniciar a etapa de seleção dos investimentos. Nesta fase, a gestora foca na prospecção de empresas alvo compatíveis com a tese de investimento previamente alinhada. Uma vez que se identifica uma oportunidade, o time executivo segue com a análise dos demonstrativos financeiros e faz projeções de crescimento para a empresa a fim de entender se faz sentido investir na companhia.

Após a análise dos dados, é preciso passar pelo processo de aprovação do investimento. Essa etapa, geralmente, conta com um Comitê que irá definir se deve-se seguir com a aquisição da empresa em questão. Caso a decisão seja a favor do prosseguimento, é necessário enviar uma proposta para os atuais sócios da empresa.

⁹ Em português, capital para crescimento.

¹⁰ Em tradução livre, virada. Se refere aos investimentos em empresas em situações de estresse.

¹¹ Fundos de entidades filantrópicas que possui como objetivo a perpetuação do patrimônio próprio, geralmente ligado à grandes faculdades

¹² Gestores profissionais de grandes fortunas familiares

¹³ Em português, captação de recursos

A partir do momento que os acionistas da empresa concordam com os termos da proposta, a gestora deve passar a se preocupar com a gestão da companhia. O primeiro passo, geralmente, é indicar membros para o conselho de administração a fim de garantir que as decisões estratégicas tomadas pelos conselheiros estarão em linha com o posicionamento da gestora. Além disso, é comum que as pessoas que compunham a diretoria executiva antes da aquisição sejam substituídas caso não estejam alinhadas com as expectativas da gestora.

Com o corpo executivo construído, é possível focar na geração de valor para a empresa. Como exemplo de medidas estratégicas para garantir o crescimento da companhia, é possível citar a realização de fusões e aquisições, gestão das dívidas, melhoria da eficiência operacional e dos processos da empresa.

Após atingir o nível de crescimento desejado, a gestora realiza o desinvestimento a fim de gerar retorno para os investidores que alocaram capital no fundo. Para isso, é necessário encontrar uma saída do investimento que, geralmente, gira em torno de três opções: a venda para uma companhia de porte maior ou para outros fundos de private equity focados em empresas mais maduras e, até mesmo, a saída por meio da abertura de capital (IPO).

2.3) Estruturas de Investimento e Retornos

No mercado de private equity, existem diversas estruturas de investimento no tocante a dois grandes temas: composição acionária e formas de pagamento.

Em primeiro lugar, existem dois grandes tipos de composição acionária:

- a. Minoritária: investimento no qual se tem menos de 50% das ações e, portanto, não há controle acionário.
- b. Majoritária: ocorre quando há a aquisição de 50% mais uma ação do capital social da empresa, de forma que esse acionista seja considerado controlador¹⁴

Em segundo lugar, existem algumas formas de se realizar um pagamento de uma empresa de capital fechado por um fundo de private equity. Como será visto ao longo

¹⁴ Para fins de simplificação, foram desconsiderados possíveis mecanismos de controle indiretos que podem ser exercidos por acionistas minoritários, como direito de veto, restrições financeiras através de covenants, entre outros.

desse estudo, esse ponto em especial é bastante relevante porque diferentes estruturas de pagamentos podem ter grandes impactos nos retornos dos fundos.

- a. Cash in¹⁵: termo para identificar um aporte de capital no caixa da empresa investida. Os recursos podem ser usados para suportar teses de crescimento orgânico ou ainda inorgânico, quando há aquisições de empresas concorrentes ou ativos complementares. Nesse tipo de investimento, há emissão de novas ações e, portanto, também é chamada de “parcela primária”.
- b. Cash out¹⁶: termo para identificar um pagamento feito diretamente aos acionistas, sem que haja recursos transitando pela empresa. Como o fundo estaria comprando a participação de um ou mais sócios, não há a emissão de novas ações – sendo também chamada de “parcela secundária”.
- c. Seller’s Note¹⁷: Uma variante do cash out, o Seller’s Note é um pagamento a prazo feito aos acionistas, geralmente corrigido por algum índice financeiro como o IPCA¹⁸ ou CDI¹⁹. Em alguns casos, quando o fundo de private equity adquire 100% do capital, o Seller’s Note é lançado como uma dívida na empresa, que irá pagar seus antigos acionistas com a sua própria geração de caixa, se tornando então uma forma indireta de alavancagem.

Como forma de medir o retorno do investimento, a indústria olha duas principais métricas: a Taxa Interna de Retorno (“TIR”) e o *Cash on Cash*²⁰ (“CoC”). A primeira TIR se refere a uma métrica que mede o retorno médio anual de um investimento, levando em conta o valor do dinheiro no tempo. Por outro lado, o CoC mede simplesmente em quantas vezes o capital investido foi multiplicado após o investimento. É importante que a análise do retorno seja feita com base em ambas as métricas, para evitar a distorção da TIR alta em investimentos feitos em um curto período e de um CoC elevado em um investimento que tenha levado mais tempo que o previsto – o que matematicamente irá depreciar a sua Taxa Interna de Retorno.

¹⁵ Em português, aporte de caixa. Se refere ao montante aportado no caixa da empresa.

¹⁶ Em português, retirada de caixa. Se refere ao pagamento feito diretamente ao acionista vendedor.

¹⁷ Em português, nota do vendedor. Se refere a parcela retida do cash out, a ser paga em um momento posterior ao do investimento.

¹⁸ Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo.

¹⁹ Certificados de Depósitos Interbancários

²⁰ Em português, dinheiro sobre dinheiro.

2.4) Leveraged Buyouts

O Leveraged Buyout é, na prática, um cash out, mas suas características únicas fazem com que esta estrutura seja uma das mais interessantes e complexas no universo do private equity. Basicamente, o LBO é uma forma de pagamento com a substituição do uso do *equity* (isto é, sem o uso de dinheiro próprio) com dívida (capital de terceiros). O fundo capta uma dívida na companhia adquirida e usa este montante para pagar os acionistas vendedores. Depois, com a própria geração de caixa, a companhia paga a dívida contraída. O interessante dessa estrutura é que ela permite que aquisições de empresas ocorram com pouco capital próprio, de forma que (como o próprio nome já diz) alavanca não só a empresa como também os retornos dos fundos.

Como essa operação aumenta o endividamento e há a necessidade de se gerar caixa o suficiente para honrar seus compromissos, o LBO também é uma operação mais arriscada. Por isso, um dos principais fatores determinantes de um bom LBO é identificar uma boa empresa alvo, que possuirá algumas (talvez não todas) as seguintes características importantes²¹:

- A companhia deve possuir uma receita resiliente e recorrente, o que é mais comum em empresas com boa posição de mercado em segmentos maduros
- Alavancagem baixa antes do investimento
- Baixa necessidade de capital de giro
- Baixa necessidade de investimentos em ativos imobilizados
- Oportunidades de redução de custos e despesas
- Possibilidade de venda de ativos não essenciais para a operação

O principal fator em comum das características acima é justamente a capacidade da companhia de gerar – consistentemente – caixa para pagar os juros e o principal de suas dívidas.

Por um lado, existe a possibilidade de um efeito estrangulador do LBO. Isso porque a obrigação da dívida pode se tornar tão onerosa a ponto de não haver capital para realizar investimentos que assegurem a existência de longo prazo da empresa.

²¹ Disponível em: <http://www.streetofwalls.com/articles/private-equity/learn-the-basics/lbo-candidate/>

Por outro lado, autores exploram os pontos positivos que fazem com que Leveraged Buyouts gerem retornos altos para além do simples efeito de alavancagem. Em muitos casos, por ter a obrigação da dívida, os executivos e os acionistas precisam estar determinados em operar os negócios de forma mais eficiente, além dos credores da dívida que precisam monitorar (mais) de perto a saúde da empresa. Nesse sentido, é possível que o LBO gere valor no processo de investimento por impor um efeito disciplinador. (Liu., 2014).

Capítulo 3 – A tese de investimento no setor Pet no Brasil

3.1) Visão geral do setor

O Brasil possui a terceira maior população de pets entre os maiores mercados mundiais. O número de cães e gatos gira em torno de 88 milhões²² e apresenta constante crescimento nos últimos anos, o que evidencia um mercado com um grande potencial dado o volume de compras e o alto nível de crescimento.

Em relação às características específicas o setor, é possível perceber uma forte recorrência da demanda, baixa sazonalidade e, conseqüentemente, volume de vendas constante e equilibrado ao longo de todo o ano. Além disso, a crise do Covid serviu para reforçar o caráter resiliente do mercado em situações de crise ou desaceleração econômica.

A competitividade e a fragmentação do mercado são características igualmente importantes desse setor. Os pet shops de bairro, redes menores e clínicas veterinárias chegam a representar, atualmente, pouco mais de 50%²³ do mercado, mostrando uma eventual possibilidade de consolidação com o surgimento de grandes players como a Petz.

Mesmo com o caráter de pulverização, ainda existem importantes empresas no setor. As principais empresas em dimensão nacional são a Cobasi e a Petz. Historicamente, como é possível observar nos gráficos abaixo, a Cobasi era, de longe, a rede que possuía o maior faturamento e número de lojas no Brasil, mas o recente crescimento de Petz fez com que a empresa se aproximasse da Cobasi.

²² Prospecto Definitivo Petz. Disponível em <http://www.b3.com.br/data/files/4E/44/01/94/559747102255C247AC094EA8/Prospecto%20definitivo%20Petz.pdf>

²³ Eleven Research

Figura 1 – Receita Bruta Petz e Cobasi



Fonte: Eleven Research

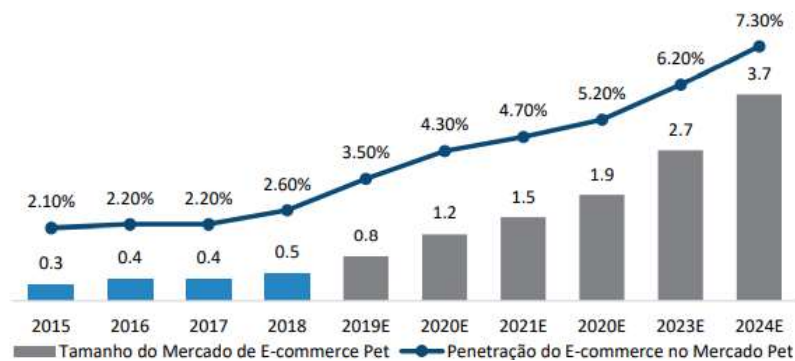
Figura 2 – Número de Lojas Petz e Cobasi



Fonte: Eleven Research

A baixa integração entre os canais de vendas físicos e digitais evidencia um traço igualmente importante. Segundo o gráfico abaixo, a participação do e-commerce foi de apenas 3,5% das vendas totais – enquanto a Petz alcançou 20% da sua receita pelos canais digitais. No entanto, a expectativa, segundo o Euromonitor, é que as vendas por meios online dobrem nos próximos anos no Brasil e, dado o pioneirismo e maturidade da Petz nesse sentido, ela deveria se beneficiar desse crescimento.

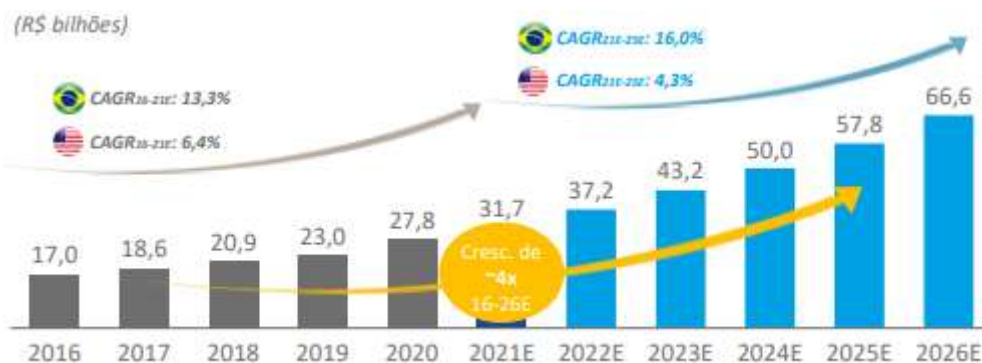
Figura 3 – E-commerce no Mercado Pet



Fonte: Euromonitor

Sobre tamanho de mercado, nos últimos cinco anos o setor apresentou um crescimento médio anual de 13%²⁴ - enquanto a Petz apresentou aumento de receita de 30%²⁵ ao ano. As expectativas para os próximos anos é que o mercado continue crescendo a uma taxa de 16% ao ano.

Figura 4 – Evolução do Mercado de Produtos Pet no Brasil



Fonte: Relação com Investidores da Petz

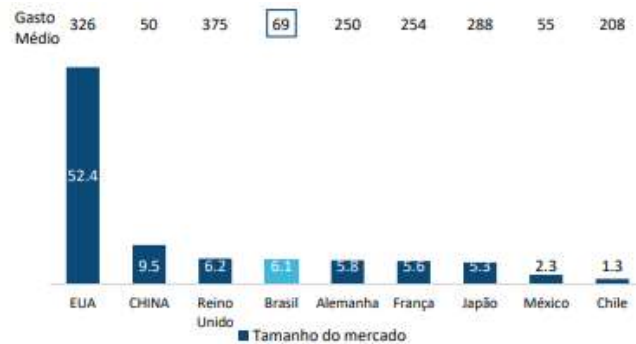
Uma particularidade do setor pet é a crescente preocupação da sociedade com a saúde o bem-estar dos seus animais de estimação. Esse processo está sendo reconhecido como a tendência de “humanização” dos pets já que os humanos passam a identificá-los como membros da família, passando a ter demandas mais sofisticadas. Por sua vez, essa tendência está transformando o padrão de consumo para produtos mais *premium* e, consequentemente, aumentando o gasto médio por animal.

Em comparação com outros países, o Brasil possui o quarto maior mercado pet do mundo, mas ainda apresenta um dos menores gastos por pet. No gráfico abaixo, é detalhado a comparação entre os maiores mercados pet do mundo.

²⁴ Relação com Investidores da Petz

²⁵ Relação com Investidores da Petz

Figura 5 – Maiores Mercados Pet no Mundo e Gasto Anual por Pet



Fonte: Eleven Reasearch

Ainda, é interessante perceber as distinções entre a representatividade dos canais de venda por país. Atualmente, em países como Estados Unidos e Alemanha, as megalojas representam mais de 20% do mercado²⁶, enquanto, no Brasil, esse canal de venda não alcança 10% das vendas²⁷. Nesse sentido, é possível enxergar um potencial das megalojas ganharem espaço no setor.

3.2) Visão da empresa Petz

Fundada em 2002²⁸, a Petz nasceu no estado de São Paulo já com o modelo de megaloja, mas ainda usava o nome de Pet Center Marginal. O principal objetivo da criação da petshop era oferecer em um só estabelecimento todos os produtos para animais – como ração, acessórios, remédios, entre outros -, além de serviços como banho e tosa. Vale ressaltar que o modelo de petcenter induz o cliente a gastar mais a cada visita e, por isso, a Petz apostou nesse formato.

Na figura abaixo, é possível observar a comparação do gasto total de um cliente nos diferentes modelos de petshop.

²⁶ Eleven Reasearch

²⁷ Eleven Reasearch

²⁸ Relação com Investidores da Petz

Figura 6 – Evolução do Gasto Total do Cliente nos Modelos de Petshop



Fonte: Eleven Reasearch

Com essa visão de negócio – vista como uma vantagem competitiva -, em 2013 o fundo de private equity Warburg Pincus²⁹ comprou uma parcela de ações da companhia se tornando sócio majoritário da empresa. Com isso, acelerou-se a profissionalização da companhia e aprimoração da governança corporativa.

A primeira grande mudança implantada com influência do fundo foi a criação da nova marca visando a expansão nacional. O conceito de megalojas foi reforçado e foi criado um posicionamento de marca com a divisão de “mundo” dentro de uma só loja (cães, gatos, aquário, pássaros e roedores). Além disso, a satisfação do cliente também foi um foco importante nesse período com a criação de programa de fidelidade e alto nível de atendimento, além da garantia de uma boa curadoria dos mais de 20.000 SKUs³⁰ que cada loja continha.

Para viabilizar tal crescimento, no entanto, era necessário concentrar esforços na melhoria da eficiência operacional e, por isso, nos dois anos subsequentes ao investimento, esse foi o maior foco da companhia. A primeira transformação importante nesse sentido foi a reformulação da estrutura de backoffice que a tornou menos complexa e mais fácil de ser replicada em eventuais novas lojas.

Também foram realizadas mudanças na estrutura logística que, por sua vez, foi consolidada e apoiada por sistema de automação para controle de pedidos e estoque com o objetivo de minimizar a ruptura de estoque e perdas durante o processo. Essa evolução foi essencial para viabilizar a integração do estoque físico e virtual de ponta a ponta, criando mais uma grande vantagem competitiva da Petz. Ainda, esse novo sistema foi

²⁹ Warburg Pincus é um fundo de Private Equity sediado em Nova York, EUA, e possui mais de US\$ 60 bilhões sob gestão

³⁰ Stock Picking Units ou, em português, Unidade de Manutenção de Estoque

usado no centro de distribuição inaugurado em 2016 que contava com mais de 28 mil metros quadrados³¹.

Em relação a governança corporativa, é comum que o quadro de diretores e conselheiros seja reformulado após o início do investimento do fundo de private equity. Um caso válido de comentar foi a participação de Piero Minardi³², sócio diretor do Warburg Pincus, no conselho de administração da companhia a fim de auxiliar nas tomadas de decisão.

Com a estrutura operacional da empresa mais organizada e com um grande financiamento a partir do investimento do fundo, foi possível traçar um grande plano de expansão de lojas. Na figura abaixo, ilustra-se a evolução do número de lojas desde a fundação da Petz.

Figura 7 – Evolução do Número de Lojas



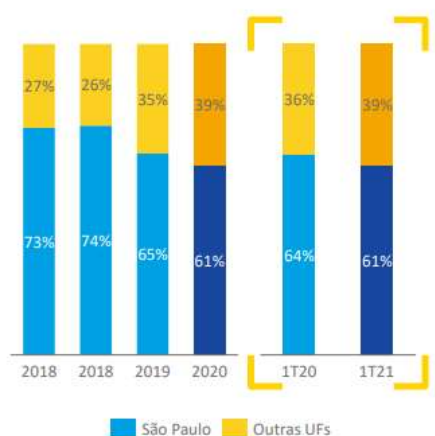
Fonte: Relação com Investidores da Petz

Historicamente, a Petz apresenta uma concentração geográfica das lojas no estado de São Paulo. Com o passar dos anos, no entanto, esse número foi sendo reduzido com a abertura de lojas em novos estados, chegando em um nível de concentração de 60% como é ilustrado abaixo.

³¹ Relação com Investidores da Petz. Disponível em <https://ri.petz.com.br/a-petz/historico/>

³² Relação com Investidores da Petz. Disponível em <https://ri.petz.com.br/governanca-corporativa/diretoria-conselho-e-comites/>

Figura 8 – Nível de Concentração das Lojas



Fonte: Relação com Investidores da Petz

Mais detalhadamente, é possível visualizar a distribuição geográfica das lojas no Brasil. Vale ressaltar que a expansão mais recente se deu para a região norte com a abertura da loja no estado de Tocantins³³. Ainda, a principal estratégia para o ano de 2021 é acelerar o ritmo de abertura de novas lojas em novos estados e regiões a fim de garantir a presença da marca em todo o Brasil.

Figura 9 – Distribuição Geográfica das Lojas em junho/2020



Fonte: Relação com Investidores da Petz

A estratégia omnicanal da Petz é outro grande diferencial da companhia. A abordagem da Petz envolve justamente a integração entre as lojas físicas e os canais digitais, visando o melhor atendimento possível para os clientes. Mais especificamente,

³³ https://www.cnnbrasil.com.br/business/2021/06/15/em-ritmo-de-expansao-petz-chega-a-regiao-norte-do-pais?utm_campaign=v_news_-_17062021&utm_medium=email&utm_source=RD+Station

o mesmo sortimento de produtos é ofertado tanto nas lojas físicas quanto no aplicativo e no site e diversas modalidades de entrega e retirada são disponibilizadas para o cliente.

A performance do canal digital vem se destacando, sendo refletivo no aumento de 400% das vendas entre o 2º Trimestre de 2019 e o 2º Trimestre de 2020³⁴ e representando mais de 20% do faturamento total da companhia³⁵. Vale ressaltar o crescimento de 5x da base de assinantes em 2020³⁶ que garantiu um Market-share de cerca de 27%³⁷ nas plataformas de petshop digitais. Além disso, o nível de rentabilidade é mais alto nesse canal de vendas já que a maior parte dos clientes retira o produto em loja, o que reduz significativamente os custos logísticos.

Para 2021, existe um grande esforço para as melhorias do canal digital. Serão realizados investimentos em UX e Data Analytics com o intuito de reforçar o bom atendimento ao cliente, além da digitalização da compra de serviços. Por fim, ainda parece ser necessário o foco em ganho de eficiência no modelo logístico.

Complementando os esforços de 2021, o nível de serviço ao cliente é uma grande preocupação para a empresa. Segundo uma pesquisa da Zendesk, 75% dos clientes estão dispostos a gastar mais em empresas que proporcionam uma boa experiência de compra. Logo, a implementação de novas ferramentas para garantir mais agilidade e eficiência no atendimento ao cliente é uma estratégia importante para alavancar o crescimento do faturamento da Petz.

Outra fonte de receita da empresa vem a partir da sua linha de produtos exclusivos que foi lançada em 2017. Atualmente, o portfólio de produtos já conta com cerca de 15.000 SKUs disponíveis no site e cerca de 2% é líder na categoria de produto em questão³⁸. A estratégia para o ano de 2021 é realizar uma série de lançamentos sob a marca “Petz” e disponibilizar centenas de SKUs nos canais digitais todos os meses.

Com todo esse background de sucesso, a Petz realizou em setembro de 2020 o seu IPO. A oferta pública foi a estratégia usada pela Warburg Pincus para reduzir a sua participação na companhia, mas que ainda possui 5,5% das ações³⁹. Além disso, 11% da

³⁴ Fonte: Eleven Research

³⁵ Relação com Investidores da Petz. Disponível em Apresentação Insitucional Julho de 2020

³⁶ Relação com Investidores da Petz. Disponível em Apresentação Insitucional Julho de 2020

³⁷ Relação com Investidores da Petz. Disponível em Apresentação Insitucional Julho de 2020

³⁸ Relação com Investidores da Petz. Disponível em Apresentação Insitucional Julho de 2020

³⁹ Fonte: <https://braziljournal.com/petz-o-ipo-em-que-deu-tudo-certo>

oferta consistiu na emissão de novas ações⁴⁰, ou seja, em uma parcela primária para financiar o plano de expansão da companhia.

Com a abertura de capital, houve mudança na estrutura acionária da companhia conforme as imagens abaixo ilustram.

Figura 10 – Estrutura Acionária Antes da Oferta



Fonte: Prospecto

Figura 11 – Estrutura Acionária Após a Oferta



Fonte: Prospecto

A partir da disponibilidade desses novos recursos, a Petz elaborou uma série de pilares estratégicos que irão servir de base para o seu crescimento. O primeiro deles é, de fato, a expansão de novas lojas e de seus produtos exclusivos. Em segundo lugar, a plataforma digital sofrerá melhorias, suportando um alto nível de atendimento ao cliente. Por último, o seu pilar de Pessoas, Cultura e ESG também é de suma importância para garantir a manutenção da cultura de excelência criada na Petz.

⁴⁰ Fonte: <https://braziljournal.com/petz-o-ipo-em-que-deu-tudo-certo>

Capítulo 4 – Estratégia de geração de valor no ativo

4.1) Definição Contábil

Segundo José Carlos Marion⁴¹, a função das ferramentas contábeis é resumir os acontecimentos financeiros de uma empresa, fornecendo o máximo de informações possível de forma clara e objetiva. Dessa forma, a partir dos relatórios é possível projetar acontecimentos futuros, auxiliando às tomadas de decisão.

Nesse sentido, antes de analisar as projeções financeiras da empresa Petz, é necessário entender como as informações são demonstradas nos relatórios contábeis a fim de garantir uma interpretação dos números correta.

A) Balanço Patrimonial (“BP”)

O Balanço Patrimonial é a demonstração que permite identificar a saúde financeira e econômica da empresa. Isso porque ela identifica a divisão dos recursos da companhia, entendendo a proporção entre os bens e direitos e as obrigações.

Na prática, o BP é dividido em três partes:

- Ativo: bens e direitos da empresa. Esse indicador ainda pode ser dividido em ativo circulante – representando os recursos que estão disponíveis imediatamente, como caixa e estoque – e em ativo não circulante – caracterizando os recursos que a longo prazo estarão disponíveis, como marcas, patentes e maquinários.
- Passivo: obrigações da empresa com terceiros. O que irá caracterizá-lo como circulante ou não circulante também é o prazo exigido para o seu pagamento. Como exemplo, tem-se os empréstimos, salários dos funcionários, dívida com fornecedores etc.
- Patrimônio Líquido: obrigações da empresa com os próprios acionistas. A diferença para o passivo é que essa conta se comporta como uma obrigação não exigível, impedindo os acionistas de demandar esse pagamento. Ainda,

⁴¹ MARION, José Carlos. Contabilidade Básica. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

essa conta é dividida em capital social, reservas de lucro e ajustes patrimoniais.

Vale ressaltar que o Balanço Patrimonial funciona como uma foto dos recursos da empresa em um determinado momento. Além disso, é preciso respeitar a seguinte identidade para garantir que as informações estão corretas:

$$\text{Ativo} = \text{Passivo} + \text{Patrimônio Líquido}$$

B) Demonstrativo de Resultados (“DRE”)

Ao contrário do Balanço Patrimonial, o DRE é um relatório que demonstra um fluxo de informações durante o período analisado. Esse fluxo se traduz nas entradas e saídas de receitas, custos e despesas em um modelo padronizado como a seguir:

- = Receita Bruta
- (-) Deduções Receita Líquida
- (-) Custo da Mercadoria Vendida (“CMV” ou “COGS” em inglês)
- = Lucro Bruto
- (-) Despesas Operacionais (em inglês “SG&A”)
- = Lucro Antes do Resultado Financeiro
- (-) Despesas Financeiras
- (+) Receitas Financeiras
- (+/-) Resultado não operacional
- = Lucro antes dos Impostos
- (-) Imposto de Renda e Contribuição Social
- = Lucro Líquido do Exercício

É importante ressaltar que o DRE é uma demonstração econômica já que funciona sob o regime de competência, ou seja, as receitas e despesas são registradas quando incorridas – independentemente se o pagamento e/ou recebimento é feito no período analisado.

Ainda, é válido apresentar o conceito de EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* – ou, em português, LAJIDA – Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização. Essa métrica indica o resultado operacional da empresa e, conseqüentemente, uma expectativa da sua capacidade de geração

operacional de caixa. Para chegar em seu valor, é preciso adaptar o DRE, retirando a depreciação e a amortização que geralmente está incluído nas linhas de custo e despesa do demonstrativo de resultados.

C) Demonstração dos Fluxos de Caixa (“DFC”)

O DFC, por sua vez, é uma demonstração financeira já que relata apenas as entradas e saídas que, de fato, ocorreram naquele período por meio das atividades operacionais, de investimento e de financiamento.

O fluxo de caixa operacional pode partir do lucro líquido encontrado no DRE ou até mesmo do EBITDA. É necessário fazer ajustes das despesas e receitas que não tiveram efeito caixa como depreciação, amortização, provisão para devedores duvidosos, entre outros. Além disso, caso seja necessário, deve-se fazer ajustes nas contas a receber e/ou nas contas a pagar.

Já o fluxo de caixa das atividades de investimento, o ponto de partida é o resultado encontrado das atividades operacionais. Por sua vez, deve-se ajustar os acréscimos ou decréscimos de investimentos, imobilizado e intangível.

Por último, em relação ao fluxo de caixa das atividades de financiamento, parte-se do resultado encontrado acima e ajusta-se os acréscimos ou decréscimos das dívidas, eventuais emissões de debêntures, aportes de capital e pagamento de dividendos.

O resultado dessas operações indicará se houve aumento ou redução das disponibilidades.

4.2) Projeções Financeiras e Proposta

Dois fatores cruciais de um bom investimento de private equity são a proposta, em termos de *valuation*⁴² e estrutura de pagamento. Em primeiro lugar, há muitas formas de se precificar uma companhia, mas é muito comum nesse setor que sejam usadas as precificações por múltiplos, principalmente o múltiplo EV⁴³/EBITDA – o que representa

⁴² Em português, valoração. É um termo utilizado para se referir a um método de calcular o valor justo de uma empresa.

⁴³ Enterprise Value ou, em português, valor da empresa.

em quantas vezes o EBITDA se valora a empresa. Também é comum que essa métrica seja calculada com base em uma projeção, isto é, a expectativa de EBITDA da empresa para um (ou até mais) ano(s) para frente.

Apesar da Petz ser uma empresa aberta e, portanto, ter um EV implícito em que é negociado na bolsa, o caso hipotético aqui apresentado assumirá que o Fundo adquirirá a empresa em uma transação privada, ou seja, que será comprada de seus antigos sócios antes do IPO. Será assumido como múltiplo de entrada 20.0x (vinte vezes) o EBITDA de 2021, projetado⁴⁴ em R\$ 183, resultando em um EV de R\$ 3.669 bilhões.

Para exemplificar os impactos de uma aquisição alavancada, serão consideradas duas propostas: (i) uma em que há captação de dívida para a aquisição da empresa (“LBO”); e (ii) uma em que o Fundo somente utiliza seu próprio *Equity* (“Equity”). Ambas propostas assumem a compra de 100% das ações da companhia e o todo o pagamento para os acionistas vendedores é integralmente pago no momento do fechamento da transação, como cash out para os atuais acionistas.

A diferença entre as propostas é que no caso “LBO”, o Fundo capta uma dívida de R\$ 560 milhões para compor parte do pagamento aos vendedores, diminuindo o *equity* necessário para concluir a transação. Nesse caso, a própria Petz, com o Fundo como seu novo acionista, será responsável por pagar a dívida usada para sua aquisição.

Figura 12 – Estrutura da Transação “LBO”

Estrutura da Transação (“LBO”)	R\$ milhões
Cash out (Equity do Fundo)	3,100
Cash out (Dívida de Aquisição)	560
Percentual adquirido (%)	100%
Equity Value	3,660
(+) Dívida Líquida (existente)	9
Enterprise Value (“EV”)	3,669
EBITDA 2021	183.2
Múltiplo EV/EBITDA (x)	20.0x

Fonte: Elaboração do autor

⁴⁴ Conforme o *Business Plan* apresentado a seguir

Figura 13 – Estrutura da Transação “Equity”

Estrutura da Transação ("Equity")	R\$ milhões
Cash out (Equity do Fundo)	3,660
Cash out (Dívida de Aquisição)	-
Percentual adquirido (%)	100%
Equity Value	3,660
(+) Dívida Líquida (existente)	9
Enterprise Value ("EV")	3,669
EBITDA 2021	183.2
Múltiplo EV/EBITDA (x)	20.0x

Fonte: Elaboração do autor

4.3) Execução do Business Plan

Uma vez que a proposta é aceita por parte dos sócios da Petz e os contratos vinculantes são assinados, se inicia o período de investimento, no qual o Fundo de Private Equity se torna o acionista. A partir desse momento, o Fundo começa a implementar uma série de medidas que visam gerar valor no ativo adquirido e desenvolve um *business plan*⁴⁵ que se traduz em projeções financeiras de como a empresa performará nos próximos 6 anos.

Entre as medidas de geração de valor, Fundos de Private Equity buscam formas de reduzir custos e despesas das empresas. Por exemplo, podem ser feitas alterações no Conselho de Administração e na Diretoria da empresa a fim de trazer profissionais mais experientes ou capacitados.

Ainda, pode ser implementado um programa de Stock Options⁴⁶, isto é, um programa de opção de compra de ações para atrair e reter talentos. O Stock Option também é um mecanismo que contribui para o alinhamento de interesse entre os executivos e os acionistas, ao tornar os gestores da empresa em sócios.

Além do desenvolvimento dos canais digitais, grande parte do crescimento da Petz passa pela abertura de novas unidades, em especial porque o mercado pet no Brasil ainda é bastante fragmentado e ainda há muitas pequenas lojas de bairro.

⁴⁵ Em português, plano de negócios.

⁴⁶ Em português, pode ser entendido como opção de compra de ações

Para as projeções financeiras, foram consideradas a abertura de 10 novas lojas por ano, metade da média histórica da abertura entre 2015 a 2020. Cada nova loja foi projetada com as seguintes premissas:

- Investimento inicial de R\$ 4.750 milhões por unidade, incluindo os ativos imobilizados e despesas pré-operacionais;
- Receita no primeiro ano de R\$ 8.640 milhões, atingindo um faturamento anual de R\$ 16 milhões após 5 anos de operação, quando a unidade entra na maturidade;
- Margem bruta constante de 49.3%, 1 ponto percentual acima da margem bruta dos dois últimos anos, assumindo uma maior penetração da marca própria no mix de produtos vendidos;
- Margem EBITDA crescente: 8.8% no primeiro ano de operação, 16.3% no segundo ano, 18.9% no terceiro ano, 23.2% no quarto ano e 23.8% a partir do quinto ano. Há uma melhora na margem, uma vez que, a receita só atinge a maturidade em 5 anos, enquanto as despesas e custos da loja já estão instaladas desde a abertura;
- Desta forma, a Petz chegará em 2026 com 193 lojas, em comparação com 133 no final de 2020;

Por último, para fins de comparação, as projeções feitas para o business plan dos casos de “Equity” e “LBO” consideram exatamente as mesmas premissas, com exceção da dívida de aquisição. Essa dívida considera uma remuneração anual equivalente ao CDI acrescido de uma taxa de 3% ao ano e amortização em 5 parcelas iguais, pagas entre 2022 e 2026.

As projeções financeiras, de ambos os casos, estão abaixo:

Figura 14 – DRE do caso Equity

DRE (R\$ milhões)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita Líquida	597	768	986	1,437	1,653	1,886	2,139	2,423	2,721	3,036
Crescimento (%)		29%	28%	46%	15%	14%	13%	13%	12%	12%
(-) COGS	(333)	(416)	(510)	(743)	(854)	(965)	(1,085)	(1,229)	(1,380)	(1,540)
Lucro Bruto	265	352	476	694	799	921	1,054	1,194	1,341	1,496
Margem Bruta (%)	44.3%	45.8%	48.3%	48.3%	48.3%	48.8%	49.3%	49.3%	49.3%	49.3%
(-) SG&A	(217)	(276)	(361)	(533)	(615)	(698)	(784)	(875)	(970)	(1,071)
EBITDA	48	76	115	161	183	223	270	319	371	425
Margem EBITDA (%)	8.0%	9.9%	11.7%	11.2%	11.1%	11.8%	12.6%	13.2%	13.6%	14.0%
(-) D&A	(21)	(30)	(44)	(61)	(108)	(128)	(150)	(174)	(199)	(226)
EBIT	27	47	71	100	75	94	119	145	172	199
Margem EBIT (%)	4.5%	6.1%	7.2%	6.9%	4.6%	5.0%	5.6%	6.0%	6.3%	6.5%
(+/-) Resultado Financeiro	(7)	(6)	(16)	(14)	(16)	(10)	(3)	5	15	27
(+/-) Resultado Não-Operacional	(2)	7	3	8	-	-	-	-	-	-
EBT	18	47	57	94	59	84	116	150	187	225
Margem EBT (%)	3.0%	6.1%	5.8%	6.5%	3.6%	4.5%	5.4%	6.2%	6.9%	7.4%
(-) Impostos	(7)	(16)	(20)	(20)	(20)	(29)	(39)	(51)	(64)	(77)
Lucro Líquido	11	31	37	74	39	56	77	99	123	149
Margem Líquida (%)	1.9%	4.0%	3.8%	5.2%	2.4%	3.0%	3.6%	4.1%	4.5%	4.9%

Fonte: Elaboração do autor

Figura 15 – Balanço Patrimonial do caso Equity

Balanço Patrimonial (R\$ milhões)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ativo Circulante	224.2	351.7	440.9	886.3	980.3	1,005.1	1,068.4	1,176.7	1,328.6	1,546.6
Caixa e Equivalentes de Caixa	61.1	160.8	169.3	487.5	521.7	484.3	480.1	510.5	580.2	711.7
Contas a Receber	66.9	76.2	96.1	160.7	184.9	210.9	239.2	270.9	304.3	339.5
Estoques	82.8	97.5	132.7	185.7	213.5	241.2	271.1	307.0	344.9	384.7
Outros Ativos Circulantes	13.4	17.2	42.9	52.4	60.3	68.8	78.0	88.3	99.2	110.7
Ativo Não Circulante	178.2	245.3	360.6	475.7	3,542.9	3,520.5	3,484.1	3,432.9	3,365.6	3,280.9
Imobilizado	146.7	215.6	309.4	405.8	453.5	431.1	394.7	343.5	276.2	191.4
Intangível	8.3	15.7	41.1	56.9	-	-	-	-	-	-
Outros Ativos Não Circulantes	23.2	14.1	10.1	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
Ágio	-	-	-	-	3,076.4	3,076.4	3,076.4	3,076.4	3,076.4	3,076.4
Total dos Ativos	402.4	597.0	801.5	1,362.0	4,523.1	4,525.6	4,552.5	4,609.7	4,694.2	4,827.5
Passivo Circulante	150.8	212.6	321.8	593.2	464.1	490.4	520.2	557.7	598.4	646.3
Empréstimos de Curto Prazo	22.3	56.7	111.1	273.9	99.3	79.4	59.6	39.7	19.9	4.0
Fornecedores	80.2	98.9	130.8	195.7	224.9	254.1	285.7	323.5	363.4	405.4
Obrigações Trabalhistas	22.0	27.1	36.1	53.7	62.1	70.4	79.1	88.2	97.8	108.0
Obrigações Tributárias	15.9	11.8	25.4	36.6	42.1	48.0	54.4	61.6	69.2	77.2
Outros Passivos Circulantes	10.3	18.1	18.3	33.4	35.8	38.5	41.4	44.7	48.1	51.7
Passivo Não Circulante	93.8	202.6	289.6	224.3	399.0	319.6	240.1	160.7	81.3	17.9
Empréstimos de Longo Prazo	92.1	200.6	287.4	222.4	397.1	317.7	238.2	158.8	79.4	16.0
Dívida de Aquisição	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros Passivos Não Circulantes	1.7	2.0	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Patrimônio Líquido	157.8	181.8	190.1	544.4	3,660.0	3,715.6	3,792.2	3,891.2	4,014.5	4,163.3
Total dos Passivos e Patrimônio Líquido	402.4	597.0	801.5	1,362.0	4,523.1	4,525.6	4,552.5	4,609.7	4,694.2	4,827.5

Fonte: Elaboração do autor

Figura 16 – Fluxo de Caixa do caso Equity

DFC (R\$ milhões)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBITDA		76.3	115.1	160.7	183.2	222.6	269.7	318.8	370.8	425.1
Imposto de Renda e Contribuição Social		(15.9)	(19.9)	(19.7)	(20.2)	(28.7)	(39.4)	(51.0)	(63.5)	(76.6)
Δ Capital de Giro		(7.5)	(23.9)	(27.5)	(14.3)	(16.1)	(17.9)	(20.5)	(21.6)	(22.7)
Δ Outros Ativos e Passivos		9.2	4.4	(2.5)	-	-	-	-	-	-
Resultado Não-Operacional		6.7	2.6	8.4	-	-	-	-	-	-
Fluxo de caixa de Operações		68.8	78.4	119.5	148.7	177.9	212.4	247.3	285.7	325.7
Capex de Novas Lojas		(76.2)	(119.2)	(112.2)	(47.5)	(47.5)	(47.5)	(47.5)	(47.5)	(47.5)
Capex de Manutenção		(29.8)	(44.2)	(61.1)	(51.2)	(58.5)	(66.3)	(75.1)	(84.4)	(94.1)
Fluxo de caixa de Investimentos		(106.0)	(163.4)	(173.3)	(98.7)	(106.0)	(113.8)	(122.6)	(131.9)	(141.6)
Resultado Financeiro		(6.3)	(16.2)	(14.1)	(15.8)	(10.0)	(3.5)	4.9	15.2	26.7
Emissão (Amortização) de Empréstimos Existentes		142.9	141.2	97.9	-	(99.3)	(99.3)	(99.3)	(99.3)	(79.3)
Emissão (Amortização) da Dívida de Aquisição		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos		-	(31.8)	(22.4)	-	-	-	-	-	-
Aumento de Capital		0.4	0.4	310.8	-	-	-	-	-	-
Fluxo de caixa de Financiamento		137.0	93.5	372.1	(15.8)	(109.3)	(102.7)	(94.4)	(84.1)	(52.5)
Caixa (Início do Período)		61.1	160.8	169.3	487.5	521.7	484.3	480.1	510.5	580.2
Fluxo de caixa do período		99.7	8.4	318.2	34.2	(37.4)	(4.2)	30.4	69.7	131.5
Caixa (Final de Período)		61.1	160.8	169.3	487.5	521.7	480.1	510.5	580.2	711.7

Fonte: Elaboração do autor

Figura 17 – DRE do caso LBO

DRE (R\$ milhões)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita Líquida	768	986	1,437	1,653	1,886	2,139	2,423	2,721	3,036
Crescimento (%)	29%	28%	46%	15%	14%	13%	13%	12%	12%
(-) COGS	(416)	(510)	(743)	(854)	(965)	(1,085)	(1,229)	(1,380)	(1,540)
Lucro Bruto	352	476	694	799	921	1,054	1,194	1,341	1,496
Margem Bruta (%)	45.8%	48.3%	48.3%	48.3%	48.8%	49.3%	49.3%	49.3%	49.3%
(-) SG&A	(276)	(361)	(533)	(615)	(698)	(784)	(875)	(970)	(1,071)
EBITDA	76	115	161	183	223	270	319	371	425
Margem EBITDA (%)	9.9%	11.7%	11.2%	11.1%	11.8%	12.6%	13.2%	13.6%	14.0%
(-) D&A	(30)	(44)	(61)	(108)	(128)	(150)	(174)	(199)	(226)
EBIT	47	71	100	75	94	119	145	172	199
Margem EBIT (%)	6.1%	7.2%	6.9%	4.6%	5.0%	5.6%	6.0%	6.3%	6.5%
(+/-) Resultado Financeiro	(6)	(16)	(14)	(36)	(54)	(46)	(36)	(23)	(9)
(+/-) Resultado Não-Operacional	7	3	8	-	-	-	-	-	-
EBT	47	57	94	39	40	74	109	148	189
Margem EBT (%)	6.1%	5.8%	6.5%	2.4%	2.1%	3.4%	4.5%	5.5%	6.2%
(-) Impostos	(16)	(20)	(20)	(13)	(14)	(25)	(37)	(50)	(64)
Lucro Líquido	31	37	74	26	26	49	72	98	125
Margem Líquida (%)	4.0%	3.8%	5.2%	1.6%	1.4%	2.3%	3.0%	3.6%	4.1%

Fonte: Elaboração do autor

Figura 18 – Balanço Patrimonial do caso LBO

Balanço Patrimonial (R\$ milhões)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ativo Circulante	351.7	440.9	886.3	967.1	850.6	773.9	743.6	758.0	840.2
Caixa e Equivalentes de Caixa	160.8	169.3	487.5	508.5	329.8	185.6	77.3	9.7	5.3
Contas a Receber	76.2	96.1	160.7	184.9	210.9	239.2	270.9	304.3	339.5
Estoques	97.5	132.7	185.7	213.5	241.2	271.1	307.0	344.9	384.7
Outros Ativos Circulantes	17.2	42.9	52.4	60.3	68.8	78.0	88.3	99.2	110.7
Ativo Não Circulante	245.3	360.6	475.7	3,556.0	3,533.7	3,497.3	3,446.1	3,378.8	3,294.0
Imobilizado	215.6	309.4	405.8	453.5	431.1	394.7	343.5	276.2	191.4
Intangível	15.7	41.1	56.9	-	-	-	-	-	-
Outros Ativos Não Circulantes	14.1	10.1	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
Ágio	-	-	-	3,089.6	3,089.6	3,089.6	3,089.6	3,089.6	3,089.6
Total dos Ativos	597.0	801.5	1,362.0	4,523.1	4,384.3	4,271.2	4,189.6	4,136.8	4,134.2
Passivo Circulante	212.6	321.8	593.2	464.1	490.4	520.2	557.7	598.4	646.3
Empréstimos de Curto Prazo	56.7	111.1	273.9	99.3	79.4	59.6	39.7	19.9	4.0
Fornecedores	98.9	130.8	195.7	224.9	254.1	285.7	323.5	363.4	405.4
Obrigações Trabalhistas	27.1	36.1	53.7	62.1	70.4	79.1	88.2	97.8	108.0
Obrigações Tributárias	11.8	25.4	36.6	42.1	48.0	54.4	61.6	69.2	77.2
Outros Passivos Circulantes	18.1	18.3	33.4	35.8	38.5	41.4	44.7	48.1	51.7
Passivo Não Circulante	202.6	289.6	224.3	959.0	767.6	576.1	384.7	193.3	17.9
Empréstimos de Longo Prazo	200.6	287.4	222.4	397.1	317.7	238.2	158.8	79.4	16.0
Dívida de Aquisição	-	-	-	560.0	448.0	336.0	224.0	112.0	-
Outros Passivos Não Circulantes	2.0	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Patrimônio Líquido	181.8	190.1	544.4	3,100.0	3,126.3	3,174.9	3,247.1	3,345.1	3,470.0
Total dos Passivos e Patrimônio Líquido	597.0	801.5	1,362.0	4,523.1	4,384.3	4,271.2	4,189.6	4,136.8	4,134.2

Fonte: Elaboração do autor

Figura 19 – Fluxo de Caixa do caso LBO

DFC (R\$ milhões)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBITDA	76.3	115.1	160.7	183.2	222.6	269.7	318.8	370.8	425.1	
Imposto de Renda e Contribuição Social	(15.9)	(19.9)	(19.7)	(13.4)	(13.6)	(25.0)	(37.2)	(50.5)	(64.3)	
Δ Capital de Giro	(7.5)	(23.9)	(27.5)	(14.3)	(16.1)	(17.9)	(20.5)	(21.6)	(22.7)	
Δ Outros Ativos e Passivos	9.2	4.4	(2.5)	-	-	-	-	-	-	
Resultado Não-Operacional	6.7	2.6	8.4	-	-	-	-	-	-	
Fluxo de caixa de Operações	68.8	78.4	119.5	155.5	192.9	226.8	261.1	298.7	338.0	
Capex de Novas Lojas	(76.2)	(119.2)	(112.2)	(47.5)	(47.5)	(47.5)	(47.5)	(47.5)	(47.5)	
Capex de Manutenção	(29.8)	(44.2)	(61.1)	(51.2)	(58.5)	(66.3)	(75.1)	(84.4)	(94.1)	
Fluxo de caixa de Investimentos	(106.0)	(163.4)	(173.3)	(98.7)	(106.0)	(113.8)	(122.6)	(131.9)	(141.6)	
Resultado Financeiro	(6.3)	(16.2)	(14.1)	(35.8)	(54.4)	(45.9)	(35.6)	(23.2)	(9.5)	
Emissão (Amortização) de Empréstimos Existentes	142.9	141.2	97.9	-	(99.3)	(99.3)	(99.3)	(99.3)	(79.3)	
Emissão (Amortização) da Dívida de Aquisição	-	-	-	-	(112.0)	(112.0)	(112.0)	(112.0)	(112.0)	
Dividendos	-	(31.8)	(22.4)	-	-	-	-	-	-	
Aumento de Capital	0.4	0.4	310.8	-	-	-	-	-	-	
Fluxo de caixa de Financiamento	137.0	93.5	372.1	(35.8)	(265.7)	(257.2)	(246.8)	(234.5)	(200.8)	
Caixa (Início do Período)	61.1	160.8	169.3	487.5	508.5	329.8	185.6	77.3	9.7	
Fluxo de caixa do período	99.7	8.4	318.2	21.0	(178.7)	(144.2)	(108.3)	(67.6)	(4.4)	
Caixa (Final de Período)	61.1	160.8	169.3	487.5	508.5	329.8	185.6	77.3	9.7	

Fonte: Elaboração do autor

4.4) Principais Riscos

Por se tratar de uma modalidade arriscada de investimento, é importante que o Fundo mapeie os principais riscos do seu investimento e do ativo em questão. No caso analisado, podem ser levantados como principais riscos:

- **Risco de Execução:** o plano de negócios envolve a abertura de 10 novas unidades da Petz por ano, o que pode ser difícil de se atingir. A empresa precisará encontrar as melhores cidades e localizações que suportem o seu modelo de megastores. Como mitigante deste risco, pode-se argumentar que desde 2015, são abertas em média 20 unidades por ano;
- **Risco de compressão de margens:** de acordo com o relatório de início de cobertura da Petz feito pelo Itaú BBA, marketplaces⁴⁷ tem aumentado suas vendas de produtos para pet e com um aumento mais intenso da competição, a margem bruta da companhia pode sofrer impactos negativos nos próximos anos;
- **Risco de Liquidez:** de acordo com o BNP Paribas, este risco é definido como “a possibilidade de a instituição não ser capaz de honrar eficientemente suas obrigações (...) correntes e futuras”⁴⁸. Esse risco é ainda mais latente no caso de uma aquisição alavancada, na qual a empresa aumenta seu endividamento;

⁴⁷ Empresas de marketplace como Amazon, Mercado Livre, B2W e Magazine Luiza

⁴⁸ Disponível no link: <https://www.bnpparibas.com.br/Paginas/Risco-de-Liquidez.aspx>

Capítulo 5 – Estratégia de saída

5.1) Visão geral da estratégia

No final do período de investimento, o Fundo de Private Equity precisa planejar o seu desinvestimento, em outras palavras, a venda do ativo e que definirá o retorno atingido. Geralmente, são contratados assessores financeiros especializados em M&A⁴⁹ que irão abordar empresas que possam ter interesse no ativo, como por exemplo outras companhias que atuam no mercado pet, ou ainda, outros fundos de private equity.

Além disso, é possível que o desinvestimento seja feito através de um IPO, em que há a abertura de capital da empresa. Este tipo de saída pode ser mais demorado e complexo por ser regulado pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), que determina um maior nível de divulgação de informações para o mercado. Por outro lado, um IPO garante mais liquidez para o ativo, podendo se traduzir em um maior EV para empresa.

5.2) Análise de retorno

A partir do desinvestimento é possível medir o retorno para o Fundo com base nas métricas de TIR e CoC. Neste caso, assumindo o atingimento do business plan previsto, a Petz seria uma empresa de maior porte, mais eficiente e com os canais digitais mais desenvolvidos, o que poderia justificar um aumento do múltiplo EBITDA de saída em um re-IPO. Dessa forma, a estrutura de desinvestimento e o fluxo de caixa do investimento para o Fundo nos dois cenários de aquisição seriam:

⁴⁹ Mergers and Acquisitions ou, em português, fusões e aquisições

Figura 20 – Estrutura do Desinvestimento “Equity”

Estrutura Desinvestimento ("Equity")	R\$ milhões
EBITDA 2026	425
Múltiplo EV/EBITDA (x)	25.0x
Enterprise Value ("EV")	10,627
(+) Caixa Líquido	692
Equity Value para o Fundo	11,318
TIR (%)	25%
CoC (x)	3.1x

Fonte: Elaboração do autor

Figura 21 – Fluxo de Caixa do Investimento “Equity”

Fluxo de Caixa do Investimento <i>(R\$ milhões)</i>	Entrada					Saída
	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26
(-) Cash-out de entrada	(3,660)	-	-	-	-	-
(+) Cash-out de venda	-	-	-	-	-	11,318
(=) Fluxo de Caixa	(3,660)	-	-	-	-	11,318

Fonte: Elaboração do autor

Figura 22 – Estrutura do Desinvestimento “LBO”

Estrutura Desinvestimento ("LBO")	R\$ milhões
EBITDA 2026	425
Múltiplo EV/EBITDA (x)	25.0x
Enterprise Value ("EV")	10,627
(-) Dívida Líquida	(15)
Equity Value para o Fundo	10,612
TIR (%)	28%
CoC (x)	3.4x

Fonte: Elaboração do autor

Figura 23 – Fluxo de Caixa do Investimento “LBO”

Fluxo de Caixa do Investimento <i>(R\$ milhões)</i>	Entrada					Saída
	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26
(-) Cash-out de entrada	(3,100)	-	-	-	-	-
(+) Cash-out de venda	-	-	-	-	-	10,612
(=) Fluxo de Caixa	(3,100)	-	-	-	-	10,612

Fonte: Elaboração do autor

A partir das tabelas acima, é possível concluir que, com um mesmo plano de negócios, o caso em que o Fundo capta dívida para compor parte do pagamento da compra

da empresa resulta em retornos maiores. Por outro lado, este caso é mais arriscado e a Petz termina o ano de 2026 com apenas R\$ 5 milhões no caixa, que pode restringir as possibilidades de crescimento para os próximos anos, enquanto no caso Equity o caixa em 2026 é superior a R\$ 710 milhões, o que abriria um maior leque de ações para manter o crescimento da empresa para o médio e longo prazo.

O Fundo atinge uma TIR de 25% no caso Equity e um incremento de 3% no caso LBO, em que atinge um retorno de 28% ao ano. Em comparação com a SELIC⁵⁰ de 2,75% no de março de 2021, ambos os casos apresentam excelente retorno.

⁵⁰ Sigla para Sistema Especial de Liquidação e de Custódia. De acordo com o Banco Central do Brasil, se trata da taxa básica de juros da economia

Capítulo 6 – Conclusão

O presente trabalho apresentou as principais características do mercado de private equity, bem como os diferentes estágios e estruturas de um investimento. No caso do Brasil, esta é uma indústria em desenvolvimento e que ainda deve continuar a crescer

Entre as várias estruturas de investimento, vale destacar o Leveraged Buyout, que substitui parte do *equity* dos fundos por capital de terceiros. Isso faz com que a operação seja mais arriscada, mas também possibilita que o fundo alcance maiores retornos.

Em seguida, foi discutido o setor pet no Brasil, uma indústria bilionária com expectativas de forte crescimento, com destaque para a tendência da “humanização” dos animais de estimação, que têm passado serem considerados como membros das famílias. Nesse setor, destaca-se a Petz, uma das maiores redes de petshops com presença nacional, foco em megalojas e um canal digital em franco desenvolvimento.

A exemplificação dos impactos de um LBO foi feita através da comparação de duas aquisições da Petz, uma utilizando apenas o capital próprio de um Fundo de Private Equity hipotético e outro em que há utilização de dívida para compor o pagamento feito para os acionistas vendedores da empresa. A partir de um *business plan* comum para ambos os casos (somente com a dívida de diferença), foi possível analisar a diferença entre o retorno dos investimentos.

A conclusão foi uma maior TIR e CoC no caso LBO, mas, por outro lado, ao longo do período de investimento a empresa precisou desembolsar mais caixa para poder honrar com os pagamentos de juros e amortização da nova dívida, o que reduz o dinheiro disponível para outras ações que a companhia quisesse perseguir.

Capítulo 7 – Referências Bibliográficas

Petz Relação com Investidores. Disponível em <https://ri.petz.com.br/>

Portal da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP).

Disponível em

LIU, Chen. Debt Structure, Private Equity Reputation, and Performance in Leveraged

Buyouts. 2014. Disponível em <https://www.abvcap.com.br/>

<http://www.fmaconferences.org/JAF2014/DebtStructurePrivateEquityReputationandPerformanceinLBOs.pdf>

BURROUGH, Bryan; HELYAR, John. Barbarians at the Gate: The Fall of RJR

Nabisco. Harper Business Essentials, 1989.

KITCHING, John. Early Returns on LBOs. Harvard Business Review, 1989.

RODEN, Dianne M.; LEWELLEN, Wilbur G. Corporate Capital Structure Decisions: Evidence from Leveraged Buyouts. Silver Anniversary Commemoration, 1995.

MARION, José Carlos. Contabilidade Básica. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2018.