

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

VALUATION APLICADO PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO

Nina Leone Ferreira
Nº de matrícula: 1511010

Orientador: Carlos Parcias

Novembro de 2019

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

VALUATION PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO:
SUPERMERCADO XYZ

Nina Leone Ferreira
Nº de matrícula: 1511010

Orientador: Carlos Parcias

Novembro de 2019

"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"

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

AGRADECIMENTOS

Dedico essa monografia à minha família que esteve sempre ao meu lado, apoiando minhas decisões e me dando todo o suporte e carinho para continuar. Um agradecimento especial ao meu pai, Orlando, que enxergou o meu potencial e sempre fez questão de investir no meu futuro. Agradeço também à minha mãe, Luísa, que sempre me incentivou a buscar o meu melhor.

Obrigada a todos os professores que me ajudaram a trilhar esse caminho e transmitiram de forma brilhante e humana todo o conhecimento que possuem, sanando as minhas dúvidas. Agradeço ao meu professor orientador, Carlos Parcias e ao professor tutor, Márcio Garcia pelo apoio durante essa jornada. Agradeço também ao professor Juarez Figueiredo, que sempre me ajudou e lecionou perfeitamente o curso de Estatística. Um agradecimento também a Priscilla Cruz, que todas às vezes que precisei foi muito solícita e disposta a resolver qualquer problema.

Aos meus amigos que me acompanharam durante todo o curso de economia, em especial, Amanda Restom, Vivian Moreira, Catarina Werlang, Gabriela Soares, Giulia Killer, Tamir Salem, Deborah Margulies, Fernanda Moutinho, Isabela Venzon e Gabriela Bastos pelo companheirismo e pela motivação. Às minhas amigas amadas do Santo Agostinho e da vida: Bruna Stephanes, Luisa Pepe, Luíza Tayt-son, Luiza Frujuelli, Maria Eduarda Schutz, Maria Luísa Lamosa, Manuela Pestana, Mariana Loureiro, Mariana Salerno, Raphaela Mamedes e Thaiana Mello. Ao meu namorado, Lucas Castro, que sempre me motiva e diz o quanto sou capaz.

Por último, gostaria de agradecer à L6 Capital Partners, principalmente ao João Paulo Cavalcanti que durante o período que estagiei na empresa, me ensinou e me ajudou a me transformar na profissional que sou hoje.

SUMÁRIO:

Capítulo 1: Introdução	9
1.1 Contexto	9
1.2 Motivação	10
1.3 Metodologia.....	10
1.4 Resultados Pretendidos.....	11
1.5 Conclusão	11
1.7 Fonte de Dados	11
Capítulo 2: O Setor Supermercadista	13
2.1 O Autosserviço e o Setor Supermercadista	13
2.2 O Crescimento do Setor Supermercadista no Brasil	13
2.3 Tendências Macroeconômicas Brasileiras.....	16
2.4 Setor de <i>E-commerce</i>	19
2.5 Consolidação do Setor Supermercadista	20
Capítulo 3: <i>Valuation</i> : Revisão Teórica	22
3.1 Introdução	22
3.2 Método de Avaliação do Fluxo de Caixa Descontado (FCD).....	23
3.2.1 Projeção do Fluxo de Caixa.....	24
3.2.2 Determinação da Taxa de Desconto	24
3.2.2.1 Fluxo de Caixa Livre para os Sócios (FCLS).....	24
3.2.2.2 Custo de Capital Próprio (CCP) e o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)	25
3.2.2.3 Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE).....	26
3.2.2.4 Custo Médio Ponderado de capital (CMPC ou WACC).....	26
3.2.3 Horizonte de Projeção	27
3.2.4 Estimativa do Valor Terminal ou Residual e o Método da Perpetuidade	27
Capítulo 4: A Empresa	30
4.1 Histórico Geral da Empresa.....	30
4.2 Posicionamento da Marca e Concorrência	30
4.3 Estrutura Societária.....	31
4.4 Organograma Padrão de uma Loja	33
4.5 Vantagens Comparativas e <i>Drivers</i> de Crescimento	33
4.6 Destaques Financeiros	35
Capítulo 5: <i>Valuation</i> – Supermercado XYZ	36
5.1 Informações Históricas da Empresa	36
5.1.1. Número de Lojas	36
5.1.2. Quantidade Vendida, Preço Médio por Canal e Faturamento	37
5.1.3. <i>Mix</i> de Produtos	38
5.1.4. Custos	40
5.1.5. Despesas	41
5.1.6. Demonstrativos Financeiros	43
5.2 Informações Projetadas da Empresa.....	45
5.2.1. Número de Lojas Projetado	45
5.2.2. Quantidade Vendida, Preço Médio e Faturamento Projetados – Canal de Varejo	46
5.2.3. Ticket Médio, Número de Compras, Preço Médio e Faturamento Projetados – Canal de <i>E-commerce</i>	49

5.2.4. Custo Projetado	51
5.2.5. Despesas Projetadas.....	53
5.2.6. Demonstrativos Financeiros	55
5.3 <i>Valuation</i> do Supermercado XYZ pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD).....	58
Capítulo 6: Conclusão	61

GRÁFICOS:

- GRÁFICO 1 - Faturamento Nominal do Setor Supermercadista – 1998 a 2018
- GRÁFICO 2 - Número de Lojas em mil unidades (Total Autosserviço/Censo Nielsen) – 2008 a 2018
- GRÁFICO 3 - Número de *Check-outs* em mil unidades – 2008 a 2018
- GRÁFICO 4 - Área de vendas (em milhões de m^2) – 2008 a 2018
- GRÁFICO 5 - Números de empregos diretos (em milhares) – 2008 a 2018
- GRÁFICO 6 - Produto Interno Bruto (em R\$ bilhões) – 2010 a 2020 projetado
- GRÁFICO 7 - Evolução da Meta da Taxa Selic (% a.a.) – 2013 a 2019
- GRÁFICO 8 - Mercado de Crédito Brasileiro (% PIB) – 2008 a 2015
- GRÁFICO 9 - População Economicamente Ativa (PEA) – 2005 a 2015
- GRÁFICO 10 - Resposta dos consumidores à crise (Corte em Produtos e Serviços) – 2015
- GRÁFICO 11 – Evolução do Número de Lojas – 1998 a 2016
- GRÁFICO 12 – Evolução do Número de Lojas Efetivas – 2013 a 2016
- GRÁFICO 13 – Quantidade Vendida em Todos os Canais: Varejo e *E-commerce* (em mil unidades) – 2013 a 2016
- GRÁFICO 14 – Preço Médio Unitário por Canal (em R\$) – 2013 a 2016
- GRÁFICO 15 – Faturamento Total (em R\$ milhões) – 2013 a 2016
- GRÁFICO 16 – Faturamento mensal/ m^2 – 2013 a 2016
- GRÁFICO 17 – Faturamento/*check-out* (em R\$ mil) – 2013 a 2016
- GRÁFICO 18 – CMV Total e Margem Bruta por Canal (em R\$ milhões) – 2013 a 2016
- GRÁFICO 19 – Quantidade Vendida/ m^2 (em mil unidades) – 2017 a 2026 – Projetado
- GRÁFICO 20 – Preço Médio Unitário (em R\$) – Canal de Varejo - 2017 a 2026 – Projetado
- GRÁFICO 21 – Faturamento (R\$ milhões): Canal de Varejo – 2017 a 2026 – Projetado
- GRÁFICO 22 - Ticket Médio e N° de Compras: Canal de *E-commerce* – 2017 a 2016 - Projetado

- GRÁFICO 23 - Preço Médio Unitário (em R\$): Canal de *E-commerce* – 2017 a 2026 - Projetado
- GRÁFICO 24 - Quantidade Vendida (em mil unidades): Canal de *E-commerce* – 2017 a 2026 – Projetado
- GRÁFICO 25 - Faturamento (R\$ milhões): Canal de *E-commerce* – 2017 a 2026 – Projetado
- GRÁFICO 26 - Custo de Mercadoria Vendida (CMV) (R\$ milhões): Canal de Varejo – 2017 a 2026 – Projetado
- GRÁFICO 27 - Custo de Mercadoria Vendida (CMV) (R\$ milhões): Canal de *E-commerce* – 2017 a 2026 – Projetado

TABELAS:

- TABELA 1 – Faturamento, *Check-outs*, m^2 do Supermercado XYZ vs Concorrentes – 2014
- TABELA 2 – *Mix* da Quantidade Vendida – 2014 a 2016
- TABELA 3 – Despesas Gerais e Administrativas (R\$ mil) – 2013 a 2016
- TABELA 4 – Despesas Comerciais (R\$ mil) – 2013 a 2016
- TABELA 5 – Balanço Patrimonial (BP): Ativo (R\$ mil) – dez 2013 a dez 2016
- TABELA 6 - Balanço Patrimonial (BP): Passivo (R\$ mil) – dez 2013 a dez 2016
- TABELA 7 – Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE) (R\$ mil) – 2013 a 2016
- TABELA 8 – Curva de Abertura de Novas Lojas – 2017 a 2026 - Projetado
- TABELA 9 - Crescimento do Custo Médio Unitário, Mark-up Médio e Margem Bruta: Canal de Varejo – 2017 a 2026 – Projetado
- TABELA 10 - Crescimento do Custo Médio Unitário, Mark-up Médio e Margem Bruta: Canal de *E-commerce* – 2017 a 2026 – Projetado
- TABELA 11 – Despesas Gerais e Administrativas (R\$ mil) – 2017 a 2026 – Projetado
- TABELA 12 – Despesas Comerciais (R\$ mil) – 2017 a 2026 – Projetado
- TABELA 13 – Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE) (R\$ mil) – 2017 a 2026 - Projetado

- TABELA 14 – Balanço Patrimonial (BP): Ativo (R\$ mil) – dez 2017 a dez 2026 – Projetado
- TABELA 15 - Balanço Patrimonial (BP): Passivo (R\$ mil) – dez 2017 a dez 2026 – Projetado
- TABELA 16 – Fluxo de Caixa Contábil (R\$ mil) – dez 2017 a dez 2026 – Projetado
- TABELA 17 – Capital de Giro (R\$ mil) – 2017 a 2026 – Projetado
- TABELA 18 – Fluxo de Caixa Livre para a Empresa – 2017 a 2026 – Projetado

IMAGENS:

- IMAGEM 1 – Estrutura Societária
- IMAGEM 2 - Organograma Padrão de uma Loja com Número de Funcionários por Área
- IMAGEM 3 – Cálculo da Taxa de Desconto (WACC)
- IMAGEM 4 – Valor da Empresa, do *Equity* e Análise de Sensibilidade

Capítulo 1: Introdução

1.1 Contexto

Esta monografia será constituída na apresentação e avaliação do Supermercado XYZ, começando pela sua fundação até o ano do seu *valuation*¹. Este trabalho analisará alguns momentos da empresa, as suas tomadas de decisão, sua alocação de capital, sua gestão, o setor em que está inserida e o que potencialmente poderá fazer com que ela gere valor no longo prazo.

A empresa, que é de capital fechado, foi descaracterizada e terá o seu nome real alterado para um nome fictício para preservar sua identidade. Os valores apresentados nesta monografia, também foram descaracterizados, mantendo, porém, proporções verdadeiras. Foi usado um fator de multiplicação que não será revelado a pedido dos gestores da companhia.

Existem diferentes métodos para se avaliar um ativo. Em particular, segundo Damodaran², três métodos são os principais: (I) avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado (FCD)³; (II) avaliação relativa, também conhecida por avaliação por múltiplos e (III) avaliação por direitos contingentes. O objetivo desta monografia é o de avaliar a companhia a partir do primeiro método mencionado.

A análise será tanto quantitativa como qualitativa e de viés fundamentalista, com foco no longo prazo. Ou seja, o trabalho visa analisar a saúde financeira da empresa, sua posição relativa no mercado brasileiro, visão da empresa no longo prazo, entre outras questões detalhadas mais à frente.

¹ *Valuation* é o processo usado para determinar o valor corrente de um ativo ou de uma empresa. Em português o termo é traduzido para “Avaliação de Empresas”.

² Damodaran é um professor de finanças da Stern School of Business, na Universidade de Nova Iorque, onde ensina finanças corporativas e avaliação de ações. É mais conhecido como autor de vários textos acadêmicos e práticos sobre avaliação, finanças corporativas e manejo de investimentos.

³ Em inglês, *Discounted Cash Flow* (DCF).

1.2 Motivação

Esta monografia servirá como uma fonte de aprendizado do método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), uma vez que fará uma abordagem tanto teórica como técnica deste. Além disso, o presente estudo é destinado para todos que se interessam pela geração de valor de uma empresa e por Fusões e Aquisições (F&A)⁴.

Em resumo, o capítulo 2 foi construído com base nos dados do setor supermercadista e mostrará tanto o seu crescimento, quanto suas tendências macroeconômicas.

O capítulo 3, cujo tema é a revisão teórica de *valuation*, trará um compilado de informações que abordam de forma ampla o tema, dando detalhes do método escolhido para avaliar uma empresa.

O capítulo 4 contém diversas informações relevantes sobre a empresa, ainda que preservando sua identidade. São apresentados: o histórico da empresa, o posicionamento da marca e concorrência, a estrutura societária, o organograma padrão de uma loja, as vantagens comparativas, os *drivers* de crescimento e os destaques financeiros.

Já o capítulo 5, apresenta a aplicação do método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) na prática, com o caso real do Supermercado XYZ. A avaliação da empresa aqui apresentada fez parte de um dos projetos que realizei durante o período em que trabalhei em uma boutique de investimentos. Tal projeto, após ser finalizado e entregue ao cliente, me trouxe uma enorme satisfação.

Por último, o capítulo 6 fornece um resumo dos resultados apresentados anteriormente, trazendo importantes conclusões.

1.3 Metodologia

Este trabalho buscará, através de algumas fontes de dados, usar uma metodologia adequada para fazer uma análise justa de critério fundamentalista visando o longo prazo. A técnica que será especificamente explorada será a de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) – que será apresentada usando como base referências bibliográficas sobre técnicas de avaliação de empresas.

⁴ Fusões e aquisições, em inglês, *Mergers and Acquisitions* (M&A).

Após a apresentação do método que será usado ao longo do trabalho, a monografia tratará de um estudo e uma apresentação geral da empresa, com dados fornecidos pela própria.

Com base nesse estudo, será iniciado um trabalho sobre as projeções do desempenho futuro da empresa. Será aplicado, posteriormente, o método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) para avaliar e, por fim, precificar um valor final para a companhia, que deve refletir o verdadeiro valor intrínseco do negócio.

Com o estudo qualitativo e a análise quantitativa feitos, será possível finalmente realizar a recomendação de um valor justo para o supermercado.

1.4 Resultados Pretendidos

O objetivo desta monografia é o de apresentar os resultados que demonstrem o valor intrínseco do negócio, a partir da sua precificação, levando em conta seus resultados qualitativos.

Este estudo tem como objetivo chegar em um preço que determine seu valor presente com base no que ela pode gerar no futuro. A partir dos resultados pretendidos, busco dar insumos para decisão de que seria confortável ou não se tornar sócio dessa empresa por um longo período.

1.5 Conclusão

Este trabalho terá como resultado uma análise extensa da companhia e de sua precificação, portanto pode, também, ser utilizado pelo próprio supermercado para direcionar possíveis decisões de investimento e qual caminho pode seguir no futuro como estratégia de crescimento.

1.7 Fonte de Dados

Os dados utilizados ao longo do trabalho visam, além de fazer uma análise fundamentalista de uma empresa de capital fechado, avaliá-la através de um *valuation* pelo método de precificação, mais conhecido com DCF. Serão necessários dados que expliquem as premissas usadas para projeções e cálculos usando o DCF, ou seja,

elementos que validem o método de precificação do ativo. Tais conceitos serão retirados de referências bibliográficas sobre *valuation*.

As principais informações para elaboração do presente estudo foram os dados financeiros da empresa, como: Balanço Patrimonial, Demonstrações dos Resultados do Exercício (DRE), Fluxo de Caixa e Capital de Giro e os dados qualitativos da empresa, como: estruturação da gestão da empresa, detalhamento por canais, entre outros. Tais dados foram fornecidos pela própria companhia.

Além disso, as informações setoriais foram retiradas do site da Associação Brasileira de Supermercados (ABRAS) e os dados macroeconômicos dos sites do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Banco Central do Brasil (BCB), Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) e Globo (G1).

Capítulo 2: O Setor Supermercadista

2.1 O Autosserviço e o Setor Supermercadista

O setor supermercadista faz parte do modelo de negócios denominado de autosserviço, uma categoria do setor terciário e uma das mais fortes tendências do varejo da atualidade. A característica mais marcante do autosserviço é o fato de que o cliente realiza todo, ou quase todo, o processo de compras sozinho. A redução na contratação de funcionários intermediários gera muito mais autonomia e agilidade para as compras. Ademais, os custos com funcionários e armazenamento são reduzidos, gerando vantagens tanto para o estabelecimento quanto para o cliente.

2.2 O Crescimento do Setor Supermercadista no Brasil

O Ranking ABRAS é considerado um dos mais importantes termômetros para o governo e a sociedade em geral avaliarem a amplitude e a força do segmento supermercadista. Baseado nos dados divulgado por este ranking e alguns indicadores macroeconômicos, em seguida apresento informações consolidadas relevantes sobre o setor de supermercados nos últimos anos.

Até sentir os reflexos da crise, o setor supermercadista brasileiro cresceu de forma acentuada, acompanhando a boa conjuntura do país quanto à renda da população, aos níveis de emprego e ao bom desempenho do mercado de crédito. Com o estouro da crise, em 2015, as empresas do varejo de supermercados seguiram uma tendência fraca de vendas nos últimos meses do ano, mas continuaram crescendo em 2016, realizando os ajustes necessários para se adaptar as novas condições do mercado.

Mesmo com a desaceleração econômica que o país viveu em 2015, o setor obteve um crescimento de 7,2% em termos nominais, quando comparado ao desempenho do ano anterior. Tal comportamento, muito superior a diversos outros setores da economia, é justificado pela sua alta resiliência, dado que este é composto por produtos essenciais (produtos que, mesmo em situações de crise, o consumidor não poderá deixar de comprar para compor uma cesta básica de consumo).

A retomada do consumo foi lenta em 2017. O consumidor continuou ponderando seus gastos e a retração insistiu em permanecer. Mesmo assim, o setor supermercadista brasileiro registrou faturamento de R\$ 353,2 bilhões em 2017, um crescimento nominal de 4,3% na comparação com 2016.

Já em 2018, o autosserviço brasileiro voltou a crescer e os supermercados obtiveram um incremento de receita de R\$ 2,5 bilhões, alcançando o montante de R\$ 355,7 bilhões de faturamento. Este passo corresponde a um crescimento nominal de 0,7% sobre o período anterior. O resultado registrado em 2018 pelo setor representa 5,2% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro.

Neste cenário, o faturamento do segmento mostrou um crescimento médio ponderado anual (CAGR)⁵, de 9,6% em termos nominais (considerando a inflação) de 1998 a 2018. A série histórica do faturamento nominal do setor pode ser vista no gráfico 1 abaixo:

GRÁFICO 1 – Faturamento Nominal do Setor Supermercadista – 1998 a 2018



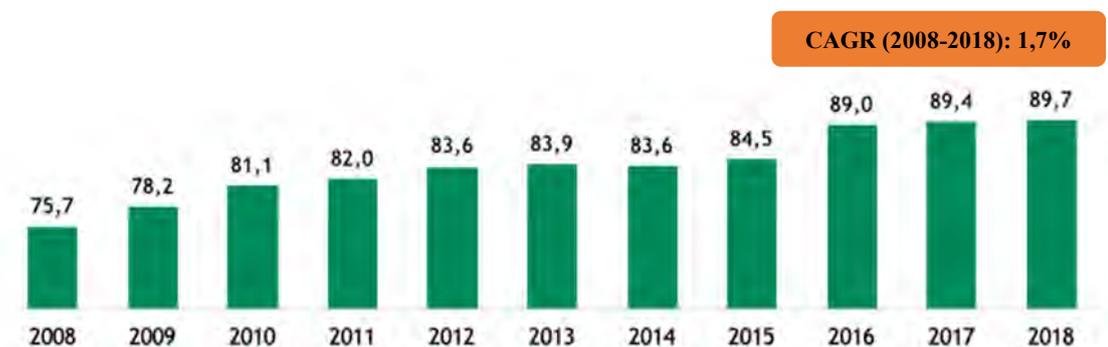
Fonte: Associação Brasileira de Supermercados (ABRAS)

Além do crescente faturamento nominal do setor, outros indicadores mostrados a seguir indicam a forte resiliência do setor frente a crise brasileira:

⁵ *Compound Annual Growth Rate* (CAGR, na sigla em inglês) é um termo específico de negócios e investimentos para a taxa de progressão geométrica que fornece uma taxa de retorno constante ao longo do período considerado (t0 até tn), e pode ser calculado pela seguinte fórmula:

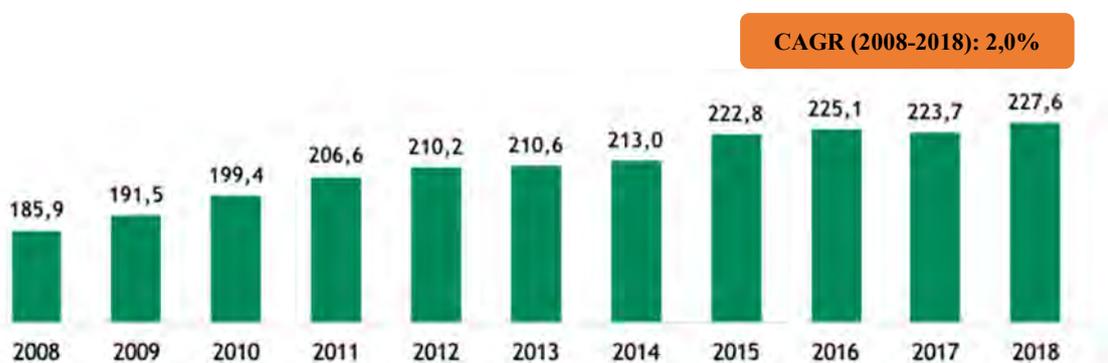
$$CAGR(t0, tn) = \left(\frac{\text{Valor Final (vn)}}{\text{Valor inicial (v0)}} \right)^{\frac{1}{tn-t0}} - 1$$

GRÁFICO 2 – Número de Lojas (em mil unidades) - Total Autosserviço/Censo
Nielsen – 2008 a 2018



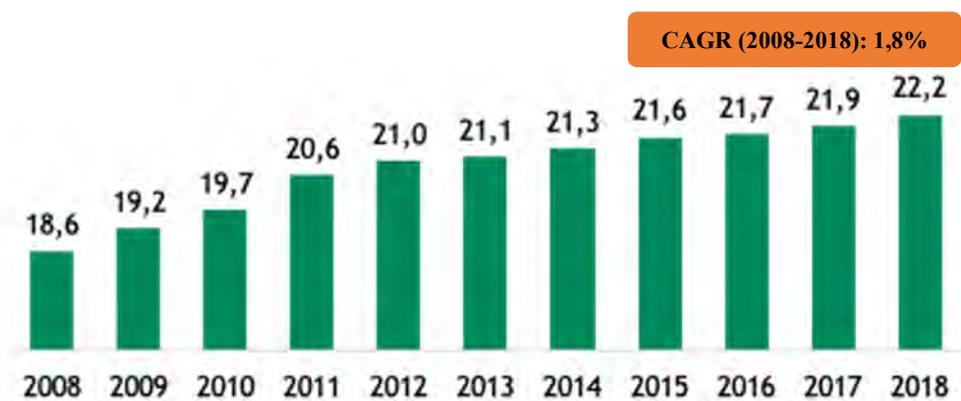
Fonte: Associação Brasileira de Supermercados (ABRAS)

GRÁFICO 3 – Número de *Check-outs* (em mil unidades) – 2008 a 2018



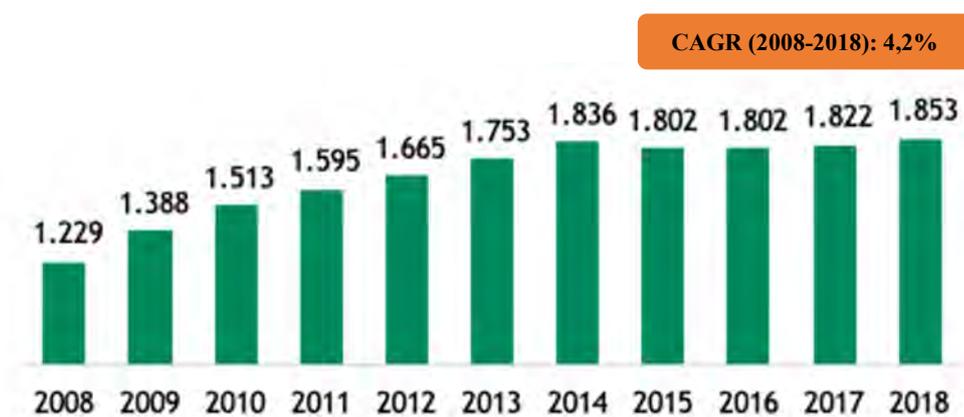
Fonte: Associação Brasileira de Supermercados (ABRAS)

GRÁFICO 4 – Área de vendas (em milhões de m^2) – 2008 a 2018



Fonte: Associação Brasileira de Supermercados (ABRAS)

GRÁFICO 5 – Números de empregos diretos (em milhares) – 2008 a 2018



Fonte: Associação Brasileira de Supermercados (ABRAS)

2.3 Tendências Macroeconômicas Brasileiras

O Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro cresceu 1,0% em 2017, em relação ao ano anterior, na primeira alta após dois anos consecutivos de recessão econômica. Em valores correntes, o PIB em 2017 foi de R\$ 6,6 trilhões. O agronegócio e o avanço de 1% no consumo das famílias contribuíram para a recuperação da economia. Sendo assim, o PIB brasileiro mostrou um crescimento médio ponderado anual (CAGR), de 9,7% em termos nominais (considerando a inflação) de 2010 a 2020 projetado, como pode ser visto no gráfico abaixo:

GRÁFICO 6 – Produto Interno Bruto (em R\$ bilhões) – 2010 a 2020 projetado

*projeção feita com base na previsão do IPEA

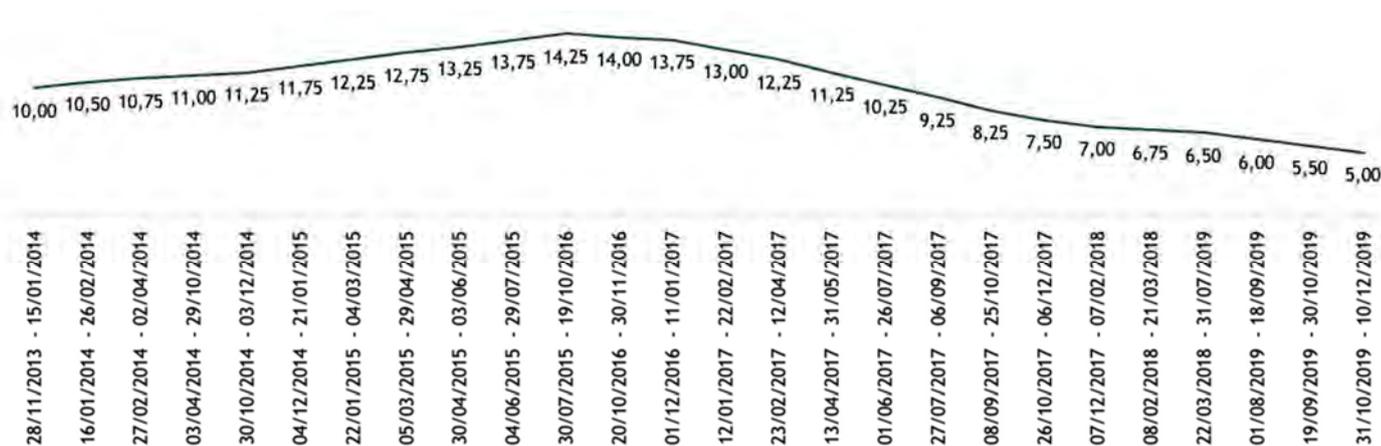


Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Pesquisa (IBGE) e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)

A taxa Selic é a taxa básica da economia brasileira. Em 2015, a taxa Selic iniciou um movimento de subida até sofrer a primeira queda em outubro de 2016. Nesse mesmo período, a inflação esteve na casa dos 10,0% a.a. Então, para fazer a contenção do consumo, a Selic aumentou.

A partir da mudança de governo e fim da era petista (Partido dos Trabalhadores – PT no poder), houve uma série de reformas, junto ao ajuste da Selic, para permitir a retomada das atividades. No final de 2016 e durante 2017, a taxa Selic sofreu vários cortes conforme o Brasil dava sinais de saída da crise econômica. O gráfico abaixo mostra a evolução da meta da Selic de 2013 até a reunião do Copom em 29 de outubro de 2019 que definiu a Selic em 5% a.a., taxa mais baixa da história até então.

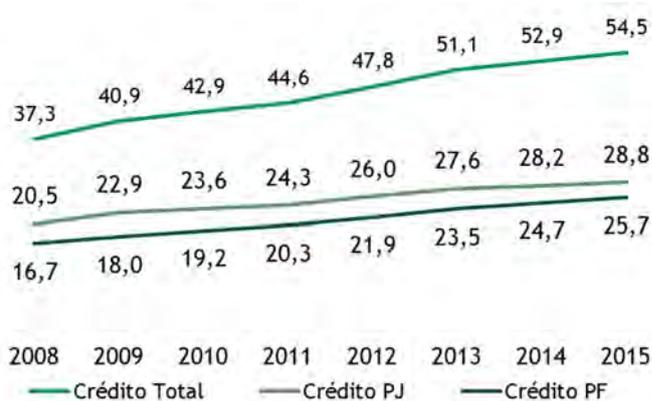
GRÁFICO 7 - Evolução da Meta da Taxa Selic (% a.a.) – 2013 a 2019



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB)

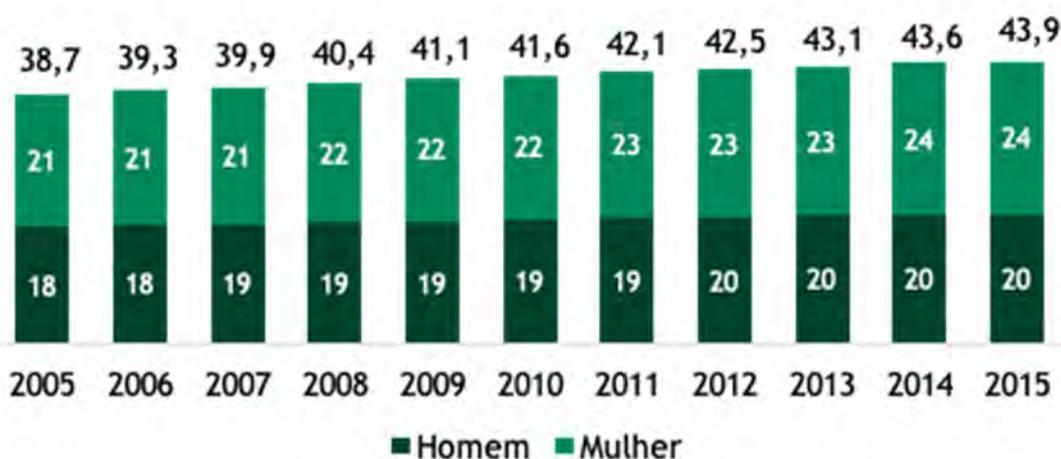
Até dar sinais da crise, os *drivers* macroeconômicos brasileiros positivos favoreceram as empresas varejistas e mostraram que a economia observou uma ampliação do mercado de crédito, uma redução dos juros, um aquecimento do mercado de trabalho e, portanto, um consequente aumento de renda do brasileiro, como se pode observar nos gráficos a seguir:

GRÁFICO 8 - Mercado de Crédito Brasileiro (% PIB) – 2008 a 2015



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB)

GRÁFICO 9 – População Economicamente Ativa (PEA) – 2005 a 2015



Fonte: Ministério do Trabalho e Emprego (MTE)

Uma parcela relevante da população passou a ter acesso a uma variedade cada vez maior de itens que, antes, não compunham suas cestas de consumo por estarem em faixas de preço superiores à capacidade de suas rendas. O consumidor, ao observar o aumento do seu poder aquisitivo, passou a adicionar ao seu consumo habitual produtos antes considerados supérfluos, além dos alimentos básicos que já faziam parte de sua cesta mensal.

Atualmente, com uma redução na renda, a classe média passou a priorizar a compra de alimentos e de bens de baixo valor agregado, tornando o setor supermercadista um dos mais resilientes frente a retração econômica. Além disso, o perfil médio do consumidor ainda não abriu mão de comprar produtos não-básicos (produtos que passou a adquirir e

agora considera essenciais, como cervejas artesanais, entre outros), e prefere reduzir gastos em outros segmentos, como alimentação fora de casa, lazer e serviços de beleza, como podemos ver no gráfico abaixo:

GRÁFICO 10 – Resposta dos consumidores à crise: Corte em Produtos e Serviços - 2015



Fonte: Site do G1 - Plano CDE

Além disso, as mudanças culturais da classe média fizeram com que estes passassem a olhar para outras categorias de produtos. Foi o caso dos alimentos saudáveis, um dos principais pilares dos novos hábitos do brasileiro, onde podemos destacar os alimentos orgânicos, naturais e funcionais. Em 2014, este mercado movimentou US\$34,7 bilhões.

Outra nova tendência do consumo do brasileiro é a busca por sofisticação. Tanto os segmentos *gourmet*, quanto os segmentos *premium* possuem tendências de crescimento. É o caso das cervejas importadas e do vinho, que vêm sendo valorizados.

Uma pesquisa realizada pela Nielsen mostra que consumidor brasileiro, apesar de estar sempre atento ao custo, busca por produtos com melhor qualidade, performance superior e que traga vantagens notáveis em relação aos demais.

2.4 Setor de *E-commerce*

A mudança do comportamento do consumidor, os novos consumidores da geração Millenium, o surgimento de novas tecnologias de fácil utilização e as ofertas cada vez mais inovadoras fortaleceram o ramo de compras online.

Apesar do cenário econômico desfavorável e a redução da renda das famílias, o *e-commerce* brasileiro não sentiu os reflexos da crise. Além disso, o *e-commerce* para

supermercados vem registrando crescimento acima da média. De junho de 2015 a junho de 2016, o consumo no segmento de supermercados em plataformas online atingiu a marca de R\$ 48 bilhões, o que corresponde a um crescimento de 15% no período. Segundo a pesquisa, o *e-commerce* de produtos FCMG⁶ já responde por 4,4% de todas as vendas do mercado de bens de consumo.

Um estudo recente da Ebit/Nielsen mostrou que o comércio eletrônico manteve a curva de crescimento em 2018, registrando faturamento de R\$53,2 bilhões, alta nominal de 12% na comparação com 2017. Foram 123 milhões de pedidos realizados pelo *e-commerce*, 10% a mais do que no ano anterior. O tíquete médio de compras foi de R\$434, ligeira alta de 1%. Para 2019, a expectativa é de expansão de 15%, com vendas totais de R\$61,2 bilhões. Os pedidos devem ser 12% maiores, 137 milhões, e o tíquete médio deve ser de R\$447, aumento de 3%. Isso mostra que o setor de *e-commerce* tem espaço para crescer ainda mais.

2.5 Consolidação do Setor Supermercadista

O mercado brasileiro veio mostrando nos últimos anos um movimento de consolidação do setor em questão. Este vem se tornando alvo de alguns grupos de investimento após o país apresentar um mercado mais maduro, grandes players que apresentam economia de escala e maior profissionalismo das companhias.

Desta forma, as Fusões e a Aquisições (F&A) surgem como forma de crescimento para algumas empresas, uma vez que essas operações trazem mais recursos financeiros e uma melhor gestão operacional.

Podemos destacar algumas operações, realizadas nos últimos anos. Em 2011, a varejista chilena Cencosud comprou a rede carioca de supermercados Prezunic por R\$ 875 milhões. Anteriormente, a rede já havia comprado a Gbarbosa, a Mercantil Rodrigues, a Rede Super Família e os Irmãos Bretas. Em 2012, o Grupo Casino comprou o Pão de Açúcar, após uma tentativa de fusão da empresa com o Carrefour.

⁶ Em inglês, a sigla FCMG significa *Fast-moving Consumer Goods*, que se refere aos chamados “produtos de giro rápido”, como bebidas e alimentos processados, produtos de higiene pessoal e limpeza, cosméticos e medicamentos sem prescrição, além de outros itens encontrados em supermercados.

Em agosto de 2015, o Hortifruti adquiriu 100% da concorrente Natural da Terra, de São Paulo. A transação envolveu pagamento em dinheiro e até 7% das ações do Hortifruti para dois acionistas fundadores da Natural da Terra. Em dezembro de 2015, a gestora suíça de *private equity* Partners Group fechou a compra de cerca de 40% da fatia da Bozano Investimentos no Hortifruti. O preço pago não foi divulgado, mas estima-se que o fundo desembolsou R\$300 milhões.

No ano de 2016, em janeiro, o grupo Roldão, que atua no atacarejo, fechou a compra de quatro lojas da concorrente Mega Atacadista, de Minas Gerais. O valor da operação não foi divulgado. Em setembro o fundo americano Catterton fechou um aporte de R\$226 milhões no Saint Marché, varejista de alimentos focada nas classes A e B. Em julho de 2017, o Carrefour Brasil protagonizou o maior IPO⁷ em quatro anos, com R\$ 5,1 bilhões. Em junho de 2019, o Grupo Pão de Açúcar vendeu a Via Varejo, braço de eletroeletrônicos do grupo. Em comunicado ao mercado, a empresa informou que os papéis foram vendidos a R\$ 4,90, totalizando R\$ 2,3 bilhões.

⁷ Mais conhecido pela sua sigla em inglês, IPO's (*Initial Public Offering*) é a oferta pública inicial das ações de uma empresa.

Capítulo 3: *Valuation*: Revisão Teórica

3.1 Introdução

Determinar o valor de uma empresa é fator crucial nas negociações de Fusões e Aquisições (F&A) e tem como objetivo encontrar uma faixa de preço comum entre o comprador e o vendedor. Porém, esta não é a única razão de se elaborar um plano de avaliação de uma empresa. Existem diversas razões que motivam o desenvolvimento de um *valuation*:

- Disseminação de programas e estratégias de gestão baseadas em valor;
- Avaliação do desempenho econômico e financeiro das unidades de negócio;
- Análise de viabilidade de novos negócios e novas empresas;
- Necessidade de abertura de capital ou fechamento de capital;
- Compra e venda de ações e de participações minoritárias;
- *Buyout*⁸;
- Liquidação judicial;
- Privatizações, concessões e parcerias público-privadas (PPP);
- Parcerias e *joint-ventures*⁹;
- Gestão de carteiras de investimento e fundos de *private equity*¹⁰ e *venture capital*¹¹.

Os métodos mais usados para avaliar empresas são: método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), método dos múltiplos, também conhecido por avaliação relativa e o método por direitos contingentes. O método que esta monografia irá aprofundar é o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

⁸ O termo *buyout*, do inglês, se refere a uma modalidade de aquisição na qual parte dos diretores ou gerentes adquire a empresa em que atua, passando a ser responsável por sua gestão.

⁹ Associação de sociedades, sem caráter definitivo, para a realização de determinado empreendimento comercial, dividindo as suas obrigações, lucros e responsabilidades; consórcio.

¹⁰ Expressão em inglês que pode ser traduzida para "Ativo Privado", uma modalidade de fundo de investimento que consiste na compra de ações de empresas que possuam boas faturas monetárias e que estejam em notável crescimento.

¹¹ Expressão em inglês que pode ser traduzida para "Capital de risco", uma modalidade de investimentos alternativos utilizada para apoiar negócios por meio da compra de uma participação acionária, geralmente minoritária, com objetivo de ter as ações valorizadas para posterior saída da operação.

3.2 Método de Avaliação do Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Essa abordagem trata em determinar o valor de uma empresa pelo fluxo de caixa projetado descontado a uma taxa que reflita o verdadeiro risco associado ao empreendimento.

De fato, o que gera valor para uma empresa é a sua capacidade de gerar fluxo de caixa no futuro. Assim, ela deve ser analisada no longo prazo, de forma a gerar um montante de recursos financeiros no futuro.

No final, um investimento a ser feito na empresa avaliada será bom se o valor presente (VP) do fluxo de entradas superar o do fluxo de saídas. A percepção de quanto um bem vale varia com o passar do tempo. Para descobrir o valor presente de uma empresa é importante estar familiarizado com o conceito de valor presente. Esse conceito se refere a quanto um montante vale atualmente, ou seja, qual o seu valor intrínseco baseado no somatório dos fluxos de caixa futuros descontados por uma taxa de desconto que represente o risco ou a exigência de retorno do investidor. Assim, o valor presente líquido representa qual o preço atual de um bem, ponderado no tempo.

Simplificadamente:

$$VP = \frac{FC0}{1+i} + \frac{FC1}{(1+i)^1} + \dots + \frac{FCn}{(1+i)^n} , \text{ onde:}$$

VP = valor presente;

FC0 = fluxo de caixa no ano base, FC1 = fluxo de caixa no ano 1, e assim sucessivamente, até chegar ao horizonte do tempo de investimento, n.

i = taxa de desconto;

n = período de tempo do investimento;

Logo, para determinar o valor do negócio existem três elementos fundamentais, que serão detalhados a seguir:

1. Projeção do fluxo de caixa;
2. Determinação da taxa de desconto;
3. Horizonte de projeção;
4. Estimativa do valor terminal.

3.2.1 Projeção do Fluxo de Caixa

Em linhas gerais, para elaborar um *valuation* há uma preferência pelo uso do fluxo de caixa frente ao lucro, mesmo que ao longo do tempo ambos tendam a se encontrar. Isso ocorre, pois nenhum projeto no médio e no longo prazo será excelente sob a perspectiva do caixa e muito ruim do ponto de vista do lucro e essa preferência se dá por diversos motivos listados abaixo:

- Um fluxo de lucros projetados tem propensão a esconder um déficit de caixa provocado pela necessidade de reinvestir e de investir em capital de giro.
- Lucro não pode ser trazido a valor presente, porque é formado de receitas e despesas que podem ter origens financeiras muito anteriores ou posteriores a seu lançamento contábil. O lucro não pode ser aplicado a juros, somente o fluxo de caixa.
- Não importa se o caixa do projeto será pago ou não como dividendos para os acionistas, o importante é que ele fique disponível para empresa decidir o que deve fazer ou não com o dinheiro, seja distribuindo ou aplicando em projetos.

3.2.2 Determinação da Taxa de Desconto

3.2.2.1 Fluxo de Caixa Livre para os Sócios (FCLS)

Embora as duas abordagens descontem os fluxos de caixa esperados, os resultados dos fluxos de caixa e as taxas de desconto são diferentes. Para cada uma delas, é utilizado um custo de capital que é a taxa de retorno mínima necessária para atrair capital para um investimento.

O Fluxo de Caixa Livre para os Sócios (FCLS)¹² representa para o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) a avaliação da participação do acionista no negócio (capital próprio). O Custo do Capital Próprio (CCP)¹³, ou seja, o custo do Patrimônio Líquido (PL), é dado pela expectativa de retorno sobre o PL durante um determinado período baseado em níveis de taxa de juros e retorno de mercado do PL no tempo. Segundo

¹² Em inglês, *Free Cash Flow to Equity* (FCFE).

¹³ Em inglês, *Cost of Equity* (CE).

Damodaran, “o custo do Patrimônio Líquido é a taxa de retorno que os investidores exigem para realizar um investimento patrimonial em uma empresa”. Assim, o valor da empresa é obtido descontando-se o Custo do Capital Próprio (CCP) dos fluxos de caixa residuais das dívidas (D), após deduções de todas as despesas e pagamentos de juros e do principal.

Assim temos, no caso geral:

$$VP(FCLS) = \frac{\sum_{t=1}^n FCLS}{(1 + CCP)^t}$$

3.2.2.2 Custo de Capital Próprio (CCP) e o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)

O modelo mais utilizado para calcular o Custo de Capital Próprio (CCP) é o Modelo de Precificação dos Ativos Financeiros, conhecido por sua sigla em inglês: CAPM¹⁴. Para calculá-lo, basta levantar diferentes fontes de capital de terceiros viáveis e os seus respectivos retornos. Além disso, deve-se obter o prêmio de risco entre os ativos calculados e o retorno do ativo de menor risco no mercado. Em geral, utiliza-se a Taxa de Juros de Longo Prazo como ativo livre de risco para obter o Retorno do Ativo Livre de Risco (RR). Outra variável que deve ser obtida é o Beta (β), a taxa de crescimento esperado da empresa a ser avaliada em comparação com a taxa de crescimento do mercado em que ela está situada, ou seja, o risco do negócio. O retorno esperado sobre o índice do mercado é calculado fazendo a esperança do retorno do mercado (E(RM)).

Logo, obtemos o CCP geral pela equação do CAPM expressa abaixo:

$$CCP = CAPM = RR + \beta * [E(RM) - RALR]$$

OBS: Para países emergentes*, deve-se levar em consideração o Risco Soberano ou Risco País (RS), logo:

$$CCP^* = CAPM^* = RR + \beta * [E(RM) - RALR] + RS$$

¹⁴ Capital Asset Pricing Model (CAPM).

3.2.2.3 Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE)

Já o Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE)¹⁵ representa para o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) a avaliação da empresa como um todo. Isso inclui, além do capital próprio, o capital de terceiros, ou seja, os detentores de direitos financeiros da organização. Dessa forma, o valor da empresa é obtido descontando-se o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC)¹⁶, mais conhecido por sua sigla em inglês, WACC, dos fluxos de caixa residuais após a realização de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento das dívidas (D).

Assim temos, no caso geral:

$$VP(FCLE) = \frac{\sum_{t=1}^n FCLE}{(1 + CMPC)^t}$$

3.2.2.4 Custo Médio Ponderado de capital (CMPC ou WACC)

O Custo Médio Ponderado de capital (CMPC ou WACC), faz a média do custo do capital das fontes de remuneração dos acionistas (Custo de Capital Próprio – CCP) e do recebimento de juros dos credores (Custo de Capital de Terceiros – CCT)¹⁷. Logo, há uma separação entre o fluxo de caixa da dívida financeira do fluxo de caixa das operações, proporcionando aos credores uma estimativa do fluxo de caixa para remunerá-los.

Para calcular o CMPC ou WACC temos a fórmula simplificada de cálculo:

$$CMPC = CCP * \left(\frac{PL}{PL + D} \right) + CCT * \left(\frac{D}{PL + D} \right)$$

¹⁵ Em inglês, *Free Cash Flow to Firm* (FCFF)

¹⁶ Em inglês, *Weighted Average Cost of Capital* (WACC)

¹⁷ Em inglês, *Cost of Debt* (CD)

3.2.3 Horizonte de Projeção

Não existe uma regra definida para escolher o horizonte de projeção dos fluxos de caixa. Existem horizontes usuais, tais como: sete, dez ou 12 anos. Porém, a escolha fica a critério do analista e pode variar de acordo com o setor da empresa e do crescimento projetado.

Empresas grandes e intensivas em capital, que operam em ambientes estáveis, como o caso de siderúrgicas, utilizam um horizonte temporal de projeção largo, em torno de 25 anos ou mais. No geral, quanto maior o risco do empreendimento e menor o período de estabilidade dos fluxos de projeção, menor deve ser o horizonte utilizado para o *valuation* do projeto.

3.2.4 Estimativa do Valor Terminal ou Residual e o Método da Perpetuidade

Na avaliação de empresas é muito comum que a empresa escolhida não possua vida útil estimada. Isso é bastante observado em empresas que tem a capacidade de se reinventar permanentemente. Sendo assim, como não é fácil projetar fluxos de caixa por longos períodos, geralmente projeta-se por cinco, sete, dez ou 15 anos e após esse período calcula-se o valor terminal, também conhecido por valor residual, pelo método da perpetuidade.

O valor terminal é quanto se imagina hoje que o empreendimento valerá no final do horizonte de projeção e o método da perpetuidade é a via para chegar no Valor Presente Líquido (VPL) da empresa se o horizonte de projeção fosse considerado infinito. É possível utilizar as três formas básicas de avaliar um ativo, Fluxo de Caixa Descontado (FCD), múltiplos e patrimonial, e assim chegar no valor terminal. Mas a forma que deriva diretamente do valor terminal é a de Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

Através do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) chegamos no Valor Presente (VP) dos fluxos de caixa do período projetado e no Valor Presente (VP) do valor terminal. Existem três abordagens mais utilizadas para cálculo do valor terminal pelo método da perpetuidade para chegar no Valor Presente da Perpetuidade (VPP):

- 1) Conservadora e Uniforme: aplicável para empresas que já atingiram sua capacidade máxima de produção e não pretendem expandir e empresas que já ocuparam toda posição de mercado pretendida. O Valor Presente

da Perpetuidade Conservador e Uniforme (VPP^1) é calculado pela expressão abaixo:

$$VPP^1 = \frac{FC^1}{k}, \text{ onde:}$$

FC^1 = fluxo de caixa do próximo ano;

k = custo de capital

2) Com crescimento constante: Para empresas que têm uma taxa de crescimento modesto e perpétuo, e, portanto, constante. Com essa abordagem, reconhece-se que mesmo após o fim do período de projeção, a empresa continuará crescendo a uma taxa constante, g. O Valor Presente da Perpetuidade com crescimento constante (VPP^2) é calculado pela expressão abaixo:

$$VPP^2 = \frac{FC^1}{k-g}, \text{ onde:}$$

FC^1 = fluxo de caixa do próximo ano;

k = custo de capital;

g = crescimento do fluxo de caixa

*OBS1: Se a empresa observar um crescimento (g) elevado durante um longo período de tempo, é o caso de ampliar o horizonte de projeção até o fim desse período;

*OBS2: Pode ser que a empresa analisada apresente o crescimento (g) igual a zero ou até negativo.

*OBS3: determinar o crescimento (g) não é tarefa simples e é difícil obter uma precisão, portanto, acaba tendo um forte componente arbitrário no cálculo do Valor Presente da Perpetuidade.

3) Com crescimento e rentabilidade constantes: Apesar de ser a abordagem mais completa, é a menos utilizada. Esta abrange a depreciação, que é considerada equivalente aos gastos de capital necessários para repor o imobilizado depreciado. Assim, o fluxo de caixa é substituído pelo Lucro Operacional Líquido Após os Impostos, mais conhecido pela sua sigla em inglês,

NOPAT¹⁸, que é o fluxo de caixa gerado pela empresa que não cresce, mas não entra em decadência pela depreciação dos seus ativos. A expansão da empresa passa a ser definida não só pela taxa de crescimento (g), como também pela rentabilidade (r) dos investimentos necessários para que a taxa de crescimento (g) possa existir. Logo a expressão do Valor Presente da Perpetuidade com crescimento e rentabilidade constantes (*VPP*³) é dada por:

$$VPP^3 = \frac{NOPAT^1}{k-g} * \left[1 - \left(\frac{g}{r}\right)\right], \text{ onde:}$$

$NOPAT^1$ = NOPAT do próximo ano;

k = custo de capital;

g = crescimento do fluxo de caixa;

r = rentabilidade dos investimentos futuros

¹⁸ Em inglês, *Net Operating Profit After Taxes*, é calculado pela receita líquida menos os custos e despesas operacionais (incluindo depreciação), deduzidos alguns ajustes específicos de cada negócio e impostos sobre a renda.

Capítulo 4: A Empresa

4.1 Histórico Geral da Empresa

A empresa do ramo supermercadista foi fundada há cerca de 20 anos. Atua como uma rede de supermercados de bairro no estado do Rio de Janeiro, objetivando ser a melhor opção para o público ao seu redor. Tem como público-alvo consumidores que buscam qualidade e produtos diferenciados, preocupados com um bom ambiente e atendimento especializado.

A companhia passou por uma reestruturação da marca em 2005, mudando sua imagem e posicionamento no mercado. De 2006 a 2013 a companhia abriu lojas e, atualmente, possui 15 espalhadas no Rio de Janeiro, na Zona Sul, na Zona Norte e em Niterói.

Em 2014, deu início ao seu canal de vendas online (*e-commerce*), fazendo fortes investimentos e tornando-se uma das referências no mercado. Além disso, contratou uma consultoria especializada no seu mercado de atuação a fim de realizar um diagnóstico da companhia e, conseqüentemente, elaborar um planejamento estratégico mais eficiente.

Os anos de 2014, 2015 e 2016 por sua vez, foram os anos de implementação do projeto de estruturação elaborado pela consultoria e de investimentos no canal de *e-commerce*, para alavancar o mesmo. O início do ano de 2017 foi a conclusão do *valuation* da companhia.

4.2 Posicionamento da Marca e Concorrência

Em 2016, o Supermercado XYZ possuía 26 lojas no Rio de Janeiro, estrategicamente posicionadas em excelentes pontos comerciais no Rio de Janeiro (Zona Norte, Zona Sul e Niterói), e um forte canal de *e-commerce*.

A empresa possui boas práticas de gestão, com procedimentos e planos de carreira bem definidos para todos os cargos. Essas práticas contribuíram para o fortalecimento da marca junto a seus *stakeholders*¹⁹.

¹⁹ Expressão que designa as partes interessadas de um planejamento estratégico ou plano de negócios; Pessoa ou grupo que legitima as ações de uma organização e que tem um papel direto ou indireto na gestão e resultados dessa mesma organização.

Seu faturamento atingiu R\$352,4 milhões em 2016, com um crescimento médio ponderado anual de 11,98% desde 2012.

Com lojas de tamanho médio de 600m² (área de vendas), oferece um *mix* com marcas reconhecidas e de qualidade. Seus principais concorrentes nas lojas físicas são: Supermercados Mundial, Guanabara, Extra, Campeão, Supermarket, Prezunic, Rede Economia, Zona Sul e Pão de Açúcar.

Se não considerarmos as grandes redes nacionais (Extra, Carrefour, Pão de Açúcar e Walmart), a companhia atingiu 7,2% de *market share* no Rio de Janeiro em 2016. No *e-commerce*, seus principais concorrentes são Pão de Açúcar Delivery, Zona Sul Atende e Delivery Extra.

A companhia possui uma margem bruta diferenciada (cerca de 35%) quando comparada às margens do setor. Isso se deve à sua eficiente metodologia de precificação e mapeamento dos preços da concorrência direta.

TABELA 1 – Faturamento, *Check-outs*, m² do Supermercado XYZ vs Concorrentes – 2014

Informações do ano de 2014

	Fat Anual (R\$ milhões)	Fat Médio mensal (R\$ milhões) ^o	de check-outs	m ²	Fat mensal / check-out (R\$)	Fat mensal/ m ²
Supermarket	696	58	228	14.472	254.438	4.009
Zona Sul	1.437	120	269	30.218	445.252	3.964
Supermercado XYZ	340	28	134	8.043	211.695	3.527
Vianense	593	49	256	15.350	192.876	3.217
Campeão	526	44	246	16.278	178.143	2.692
Princesa	484	40	184	16.420	219.339	2.458
Guanabara	406	34	176	16.571	192.166	2.041
Carrefour	37.928	3.161	5.931	1.633.882	532.904	1.934
Pão de Açúcar	37.377	3.115	11.626	1.642.261	267.909	1.897
Wallmart	29.647	2.471	9.374	1.544.074	263.561	1.600
Prezunic (Cencosud)	9.163	764	2.839	602.194	268.951	1.268
Dia %	5.357	446	4.633	386.900	96.358	1.154

Fonte: Associação Brasileira de Supermercados (ABRAS)

4.3 Estrutura Societária

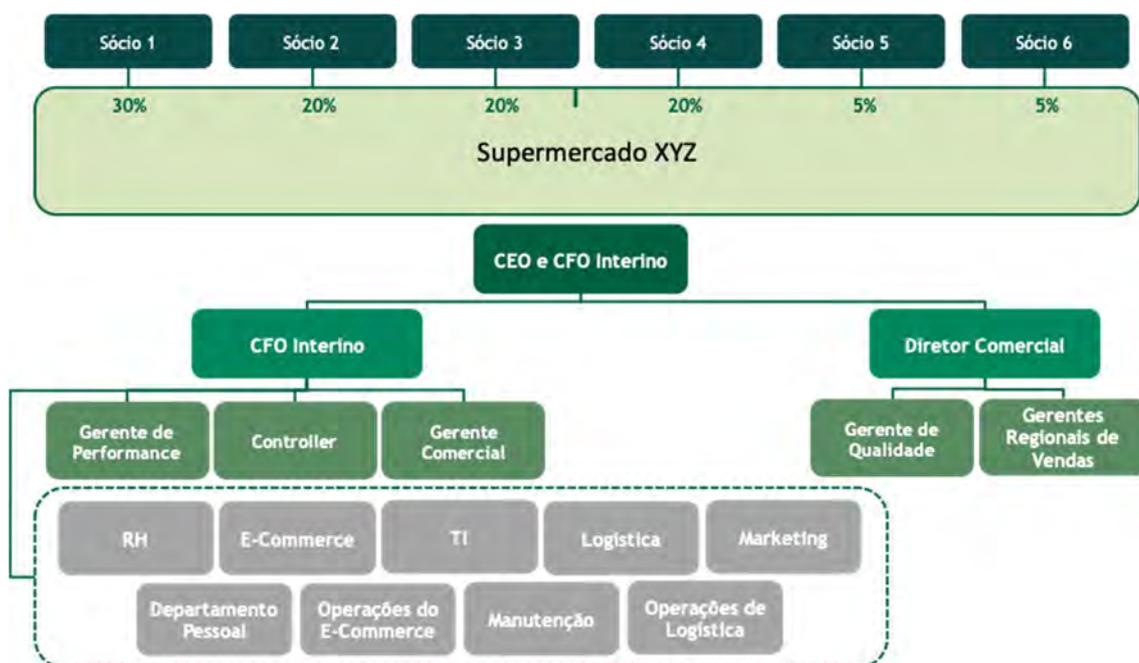
A estrutura societária é um mecanismo muito importante para determinar quais são os direitos e obrigações de cada sócio, bem como para definir o melhor regime tributário para a empresa. A divisão das cotas de sociedade pode ser feita de diversas formas, seja

por meio de investimentos financeiros, esforços de mão de obra aplicada ou outras formas de participação que designam a distribuição dos lucros e prejuízos no negócio.

O Supermercado XYZ possui 6 sócios, sendo que o majoritário possui 30% das cotas; três sócios possuem 20% das cotas, cada um; e os outros dois sócios minoritários possuem 5% das cotas, cada um.

Além disso, um dos sócios minoritários é CEO (*Chief Executive Officer*)²⁰ e CFO (*Chief Financial Officer*)²¹ interino. Na parte financeira, o CFO coordena mais 3 pessoas: um Gerente de Performance, um *Controller* e um Gerente Comercial, que são suportados por nove gerentes de departamentos: RH, *E-Commerce*, TI, Logística, Marketing, Departamento Pessoal, Operações do *E-Commerce*, Manutenção e Operações de Logística. A companhia também conta com um Diretor Comercial e mais gerentes que fazem parte dessa área: um Gerente de Qualidade e Gerentes Regionais de Vendas.

IMAGEM 1 – Estrutura Societária



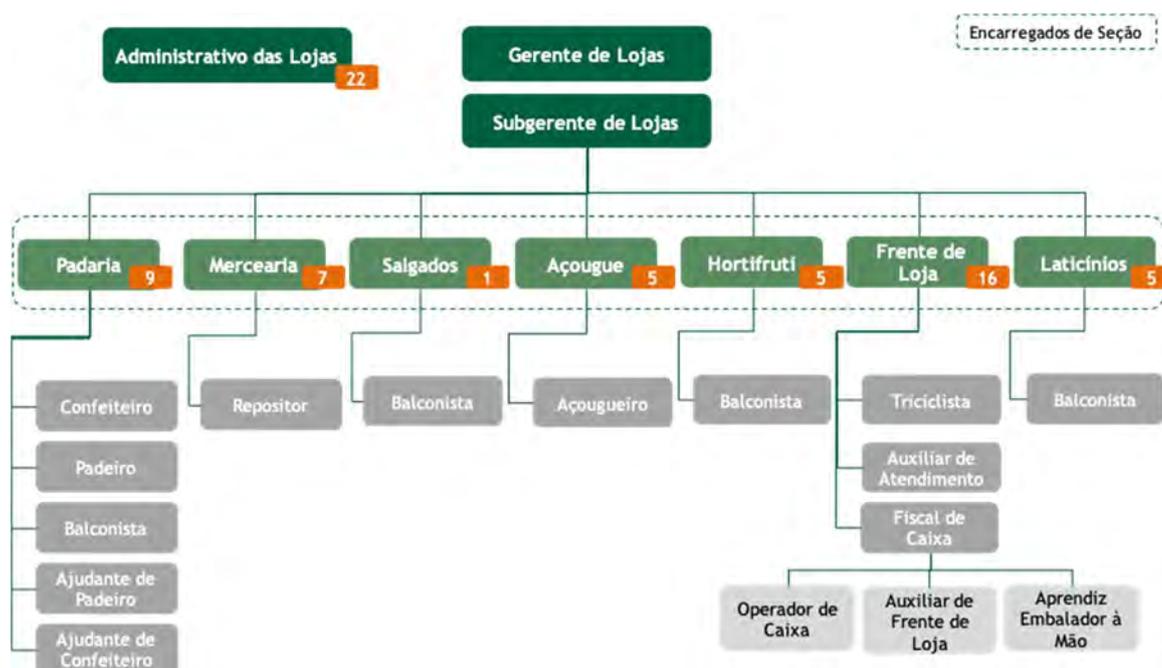
²⁰ CEO, em português, é o presidente executivo ou diretor geral de uma empresa.

²¹ CFO, em português, é o diretor financeiro de uma empresa.

4.4 Organograma Padrão de uma Loja

O Administrativo das Lojas é composto por 22 pessoas. Cada loja possui um gerente e um subgerente. No geral, cada loja é subdividida em 7 seções: Padaria, Mercearia, Salgados, Açougue, Hortifruti, Frente de Loja e Laticínios. Ao todo, em média, cada loja tem 66 funcionários.

IMAGEM 2 - Organograma Padrão de uma Loja com Número de Funcionários por Área



4.5 Vantagens Comparativas e *Drivers* de Crescimento

O Supermercado XYZ contratou o time da boutique de investimentos para implementar algumas iniciativas para ajustar a companhia ao novo plano estratégico definido por uma política de metas, uma maior governança corporativa, entre outros ajustes, como um *mix* de produtos premium com marcas reconhecidas e de qualidade e uma estrutura 100% formal e profissionalizada.

Tais políticas implementadas em 2016, fizeram com que o Supermercado XYZ se tornasse uma rede com vantagens e diferenciais em contraste aos seus concorrentes. Essas mudanças foram sentidas pelo consumidor em:

- 1) Um atendimento mais personalizado com uma maior qualificação e retenção dos funcionários através de uma política de metas de salário e plano de carreira:

Todos os cargos estratégicos da empresa possuem uma política de metas individuais, de maneira que cada funcionário possui uma bonificação variável de acordo tanto com o desempenho da sua área específica, quanto com o desempenho geral da companhia. Além disso, foi estruturado um plano de carreira na empresa, possibilitando que os funcionários enxerguem oportunidades de crescimento e diminuindo assim a rotatividade.

- 2) Uma metodologia de precificação eficiente com planejamento estratégico:

A companhia contratou uma empresa terceirizada especializada em precificação. Esta monitora semanalmente os preços dos concorrentes locais de cada loja, a fim de precificar os produtos da companhia e, assim, ofertá-los a preços diferenciados e maximizar a margem da rede.

- 3) O mapeamento de *hot spots*²² com o *Shopper Marketing*²³ :

A rede identifica o perfil do seu consumidor mapeando os *hot spots*, que são as áreas mais acessadas pelo consumidor. Desta forma, ela consegue organizar melhor seus produtos nas gôndolas, além de implementar o chamado *Cross Merchandising*, ou seja, cruzar produtos com ligação direta de consumo, influenciando a compra de produtos relacionados

- 4) A implementação do *Business Intelligence (BI)* ²⁴ com a apresentação de indicadores em tempo real de resultados e metas:

²² Pontos de calor - em português - auxilia na melhor disposição dos produtos nas lojas.

²³ *Shopper marketing* é um conjunto de estratégias que busca potencializar a experiência de compra no ponto de venda, consequentemente aumentando a rentabilidade da empresa.

²⁴ Inteligência de negócios – em português - refere-se ao processo de coleta, organização, análise, compartilhamento e monitoramento de informações que oferecem suporte a gestão de negócios. É o conjunto de teorias, metodologias, processos, estruturas e tecnologias que transformam uma grande quantidade de dados brutos em informação útil para tomadas de decisões estratégicas.

O sistema de *BI* implementado disponibiliza métricas essenciais em tempo real para o acompanhamento diário do negócio, como receita, margem, *mark-up* e resultado por loja. Assim, os gerentes são capazes de ter respostas rápidas ao comportamento do consumidor em cada loja.

Adicionalmente, a empresa pretende expandir o número de lojas nos próximos anos, aumentando o faturamento e mantendo as melhorias de processos que vêm sendo feitos, gerando ganhos de eficiência no longo prazo.

4.6 Destaques Financeiros

O faturamento do Supermercado XYZ mostrou um crescimento forte nos últimos anos anteriores ao *valuation*. De 2013 para 2014 houve um crescimento de 20,2%, que pode ser justificado tanto pelo início das atividades do canal de *e-commerce*, com uma receita de R\$2,5 milhões, quanto pelo maior número efetivo de lojas.

De 2014 para 2015, por sua vez, o faturamento da companhia cresceu 6,1%, em sua grande parte devido ao crescimento das vendas no *e-commerce*, cujo faturamento atingiu R\$9,8 milhões. Assim, o crescimento médio ponderado anual, foi de 12,9%.

Logo, o acentuado crescimento da rede foi sustentado principalmente pelo aumento da quantidade vendida e pelo aumento do número de lojas, além da implementação do *e-commerce* e aumento dos preços.

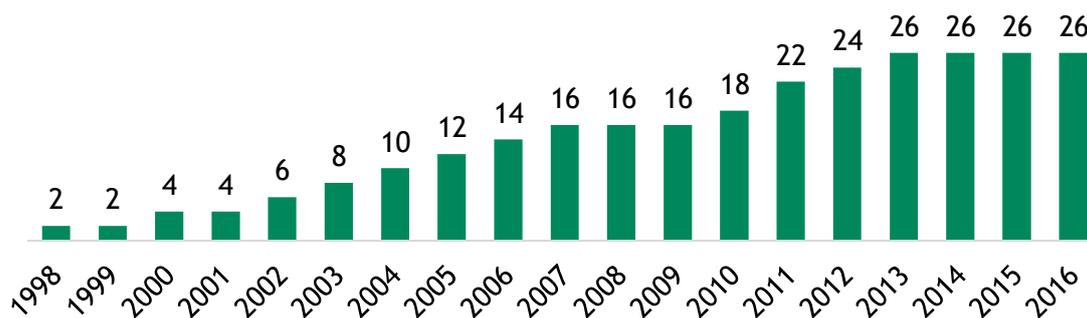
Capítulo 5: *Valuation* – Supermercado XYZ

5.1 Informações Históricas da Empresa

5.1.1. Número de Lojas

A inauguração da primeira loja do Supermercado XYZ foi em 1998. Desde então, a rede abriu pontos de venda ao longo dos anos, conforme mostra o gráfico 11 abaixo, atingindo 26 lojas em 2013, o que se manteve até 2016. No entanto, como as lojas nem sempre funcionaram ao longo de um ano completo (pararam para reformas ou não foram abertas exatamente no primeiro mês do ano), o número de lojas efetivamente em funcionamento em um ano (funcionando doze meses) foi conforme mostra o gráfico 12. Além disso, em maio de 2014 o Supermercado XYZ passou a contar com o canal de *e-commerce*, impulsionando as vendas da rede.

GRÁFICO 11 – Evolução do Número de Lojas – 1998 a 2016



Fonte: elaboração própria

GRÁFICO 12 – Evolução do Número de Lojas Efetivas – 2013 a 2016

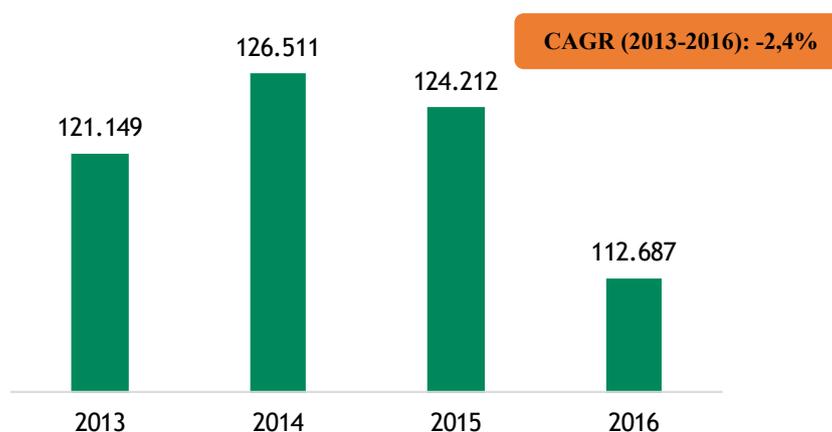


Fonte: elaboração própria

5.1.2. Quantidade Vendida, Preço Médio por Canal e Faturamento

A empresa apresentou uma quantidade vendida relativamente estável até 2015. Porém, com os sinais da crise, em 2015, apresentou uma pequena queda da quantidade vendida. Já em 2016, sentindo os reflexos fortes, a quantidade caiu bruscamente, acumulando um crescimento ponderado anual negativo de -2,4 % de 2013 a 2016.

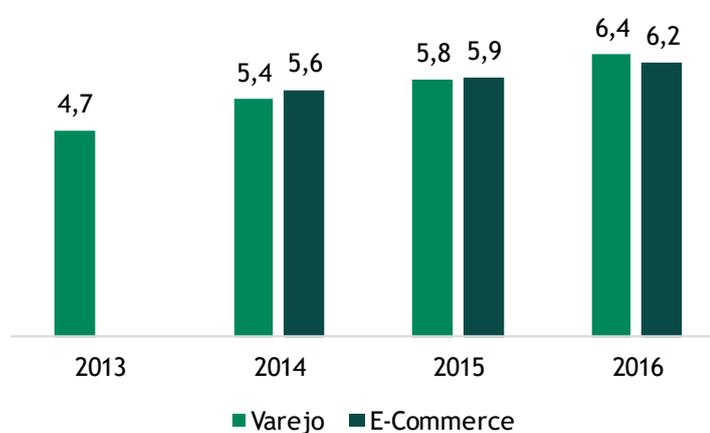
GRÁFICO 13 – Quantidade Vendida em Todos os Canais: Varejo e E-commerce (em mil unidades) – 2013 a 2016



Fonte: elaboração própria

Porém, essa queda, tanto em 2015 quanto em 2016 foi compensada por um aumento do preço médio unitário. Dessa forma, o faturamento do Supermercado XYZ em 2015 aumentou 4,58% em relação ao faturamento de 2014 e em 2016 aumentou 1,68%, também em relação ao ano de 2014.

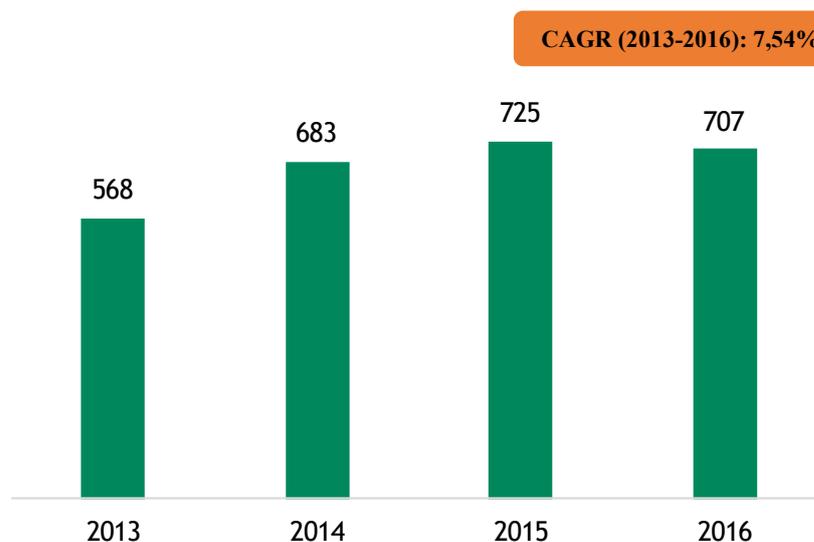
GRÁFICO 14 – Preço Médio Unitário por Canal (em R\$) – 2013 a 2016



Fonte: elaboração própria

O faturamento da rede mostrou um crescimento forte nos últimos anos. De 2013 para 2014 houve um crescimento de 20,2%, que pode ser justificado tanto pelo início das atividades do canal de *e-commerce*, com um faturamento de R\$2,5 milhões, quanto pelo maior número efetivo de lojas (lojas abertas em 2013 que funcionaram 12 meses em 2014). De 2014 para 2015, por sua vez, o faturamento da companhia cresceu 6,1%, em sua grande parte devido ao crescimento das vendas no *e-commerce*, cujo faturamento atingiu R\$9,8 milhões. Assim, o crescimento médio ponderado foi de 7,5% ao ano.

GRÁFICO 15 – Faturamento Total (em R\$ milhões) – 2013 a 2016



Fonte: elaboração própria

5.1.3. *Mix* de Produtos

Quanto ao *mix* de produtos, as três principais categorias da rede (Matinais e Mercearias, Bebidas e Perecíveis/Congelados/Resfriados) representaram, juntas, mais de 77% da quantidade vendida total da empresa nos últimos anos.

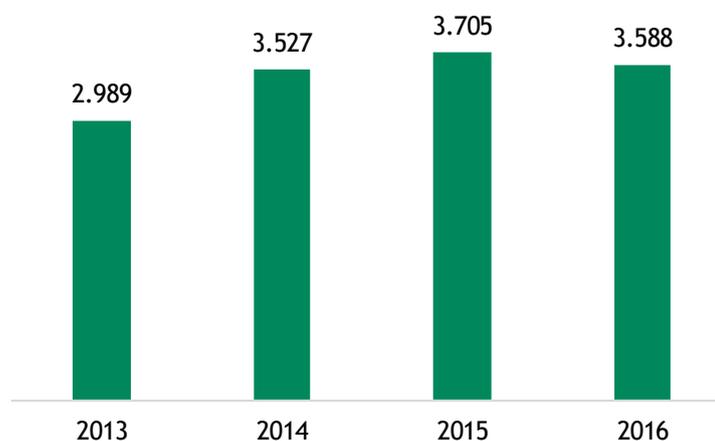
Por meio da sua estratégia de precificação, descrita anteriormente, a companhia, através de uma empresa terceirizada, monitora diariamente os preços dos seus concorrentes diretos na região de cada uma de suas lojas, e, desta forma, é capaz de precificar seus produtos de uma forma eficiente e definir um *mix* de vendas diferenciado para cada loja. Assim, a rede conquistou um posicionamento de destaque no mercado supermercadista, onde consegue associar produtos de qualidade com preços adequados e de elevado valor para o consumidor.

TABELA 2 – Mix da Quantidade Vendida – 2014 a 2016

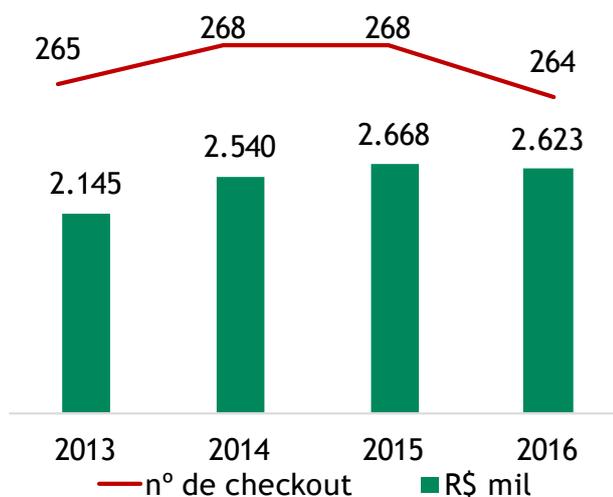
Mix de Quantidade	2014	2015	2016
Matinais e Mercearia	30,3%	37,5%	33,7%
Bebidas	39,2%	24,6%	31,6%
Perecíveis Congelados e Resfriados	11,1%	13,4%	12,3%
Hortifruti	3,1%	3,4%	3,6%
Limpeza	7,4%	10,9%	10,0%
Higiene, saúde e beleza	3,6%	4,4%	3,7%
Padaria	0,3%	0,3%	0,2%
Bazar	2,7%	3,3%	3,0%
Produtos Diversos	2,2%	2,2%	1,9%
TOTAL	100%	100%	100%

Fonte: elaboração própria

Pode-se notar, portanto, que o crescimento da rede XYZ se deu tanto pelo aumento da quantidade vendida, quanto pelo aumento do número de lojas, implementação do *e-commerce* e capacidade de repassar a inflação ao consumidor final (aumento do preço). O bom desempenho da companhia é visto, inclusive, nos gráficos a seguir, de faturamento por metro quadrado e faturamento por *check-out*, indicadores importantes no segmento supermercadista. É importante ressaltar que foi excluído o faturamento do *e-commerce* para a realização de tais análises, uma vez que este canal não se aplica a essas métricas.

GRÁFICO 16 – Faturamento mensal/m² – 2013 a 2016

Fonte: elaboração própria

GRÁFICO 17 – Faturamento/*check-out* (em R\$ mil) – 2013 a 2016

Fonte: elaboração própria

5.1.4. Custos

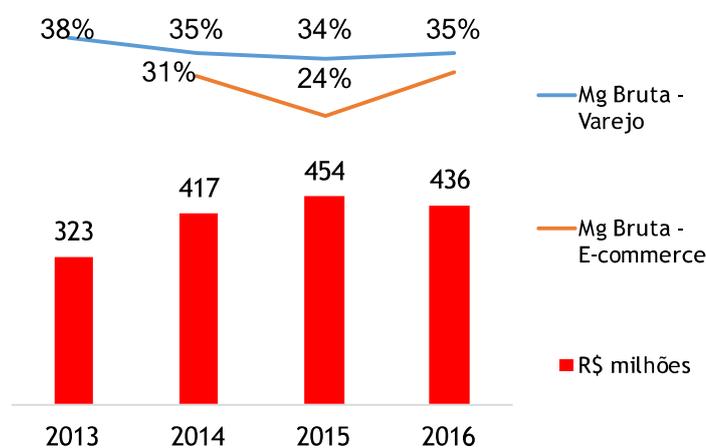
Em 2014, novos produtos foram adicionados ao portfólio da marca no sistema de substituição tributária (mecanismo de arrecadação de tributos que centraliza a cobrança do tributo em apenas um elo da cadeia produtiva, responsabilizando este pela cobrança do tributo no custo dos seus produtos). Essa mudança gerou um aumento dos custos e uma redução da margem bruta dos Supermercados XYZ, uma vez que seus fornecedores passaram a adicionar o imposto no valor cobrado da rede. No entanto, a alíquota de impostos indiretos pagos pela companhia sofreu o mesmo efeito, de forma que o efeito final de aumento dos custos foi reduzido.

O custo da mercadoria vendida (CMV) no varejo, em 2015, foi de R\$447 milhões, obtendo uma margem bruta de 34%. Em 2016, o CMV foi de R\$436 milhões, com uma margem bruta de 35%.

O *e-commerce*, por sua vez, apresenta uma margem bruta menor do que o canal de varejo. Isso ocorre porque além de realizar inúmeras promoções e descontos a fim de capturar novos clientes para o seu canal ainda incipiente, o *mix* de produtos vendidos no mesmo é composto em sua maioria por bebidas, um produto tipicamente com margens mais baixas.

Sendo assim, abaixo, no gráfico 18, pode-se observar o CMV total e margem bruta para ambos os canais, varejo e *e-commerce*:

GRÁFICO 18 – CMV Total e Margem Bruta por Canal (em R\$ milhões) – 2013 a 2016



Fonte: elaboração própria

5.1.5. Despesas

Após abertura de lojas em 2013 e, portanto, com um maior faturamento em 2014 devido ao funcionamento das mesmas ao longo de todo o ano, as despesas gerais e administrativas da companhia mostraram um ganho de escala em 2014 e mantiveram um comportamento linear nos anos seguintes, representando aproximadamente 27% da receita líquida.

A partir de 2014, após a entrada da consultoria especializada citada anteriormente, a empresa buscou aprimorar o seu quadro administrativo, de forma que sua despesa com folha acabou aumentada pela contratação de uma mão-de-obra mais qualificada.

As despesas administrativas, por sua vez, são compostas basicamente por despesas com imóveis (aluguel, IPTU e condomínio de lojas e da sede da companhia), *utilities* (energia elétrica, água e gás), além de serviços de terceiros, manutenção e despesas com TI. Esta última sofreu um aumento nos últimos anos devido à implementação de novos softwares e tecnologias já expostas anteriormente, como o BI, além da implementação do canal de *e-commerce*.

TABELA 3 – Despesas Gerais e Administrativas (R\$ mil) – 2013 a 2016

	2013	2014	2015	2016
R\$ mil				
DESPEAS PESSOAL	-88.911	-112.688	-116.582	-117.694
DESPEAS ADMINISTRATIVAS	-42.804	-48.252	-56.235	-56.024
DEPRECIACOES E AMORTIZACOES	-7.707	-8.676	-8.998	-8.424
DESPEAS COM REFEITÓRIO	-3.059	-4.280	-5.095	-4.891
OUTROS TRIBUTOS E TAXAS	-3.385	-1.486	-1.211	-1.181
TOTAL	-145.865	-175.381	-188.121	-188.214
% da receita líquida				
DESPEAS PESSOAL	-17,2%	-17,6%	-17,0%	-17,6%
DESPEAS ADMINISTRATIVAS	-8,3%	-7,5%	-8,2%	-8,4%
DEPRECIACOES E AMORTIZACOES	-1,5%	-1,4%	-1,3%	-1,3%
DESPEAS COM REFEITÓRIO	-0,6%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
OUTROS TRIBUTOS E TAXAS	-0,7%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
TOTAL	-28,2%	-27,4%	-27,4%	-28,1%

Fonte: elaboraco própria

Já as despesas comerciais são compostas em sua maior parte por publicidade, bonificaoes e embalagens. Em 2013 e 2014, estas representaram um percentual aproximadamente constante frente  receita líquida, de 3,7% e 3,9% respectivamente. Em 2015, no entanto, houve um aumento principalmente nas despesas com propaganda e publicidade. Isso pode ser explicado pela política adotada pela companhia de investimento na marca e intensificao do marketing, com elaboracoes de campanhas na televisão, jornais, além de patrocínio de personalidades famosas. Porém se observou uma reduo dessas despesas em 2016.

O incremento nas bonificaoes observado nos últimos anos, por sua vez, ocorreu devido ao sucesso da campanha de aniversário da companhia, onde fornecedores acabam, por exemplo, comprando espaços de destaque nas gôndolas das lojas. Em 2015 tal campanha gerou uma receita de R\$4,3 milhões.

TABELA 4 – Despesas Comerciais (R\$ mil) – 2013 a 2016

R\$ mil	2013	2014	2015	2016
PROPAGANDA E PUBLICIDADE	-5.093	-8.585	-14.078	-7.922
BONIFICAÇÕES E AÇÕES COMERCIAIS	4.756	5.488	8.259	8.055
EMBALAGENS	-6.677	-7.620	-8.145	-7.943
COMISSÕES de CARTÕES	-5.610	-6.761	-7.604	-7.415
DESPESAS COM TRANSPORTE	-1.714	-1.710	-2.541	-2.478
SERVIÇOS DE TERCEIROS COM VENDAS	-1.042	-1.099	-1.182	-1.182
OUTROS CUSTOS COM VENDAS	-3.894	-4.522	-5.567	-5.429
TOTAL	-19.273	-24.809	-30.857	-24.315
% da receita líquida				
PROPAGANDA E PUBLICIDADE	-1,0%	-1,3%	-2,1%	-1,2%
BONIFICAÇÕES E AÇÕES COMERCIAIS	0,9%	0,9%	1,2%	1,2%
EMBALAGENS	-1,3%	-1,2%	-1,2%	-1,2%
COMISSÕES de CARTÕES	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%
DESPESAS COM TRANSPORTE	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,4%
SERVIÇOS DE TERCEIROS COM VENDAS	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
OUTROS CUSTOS COM VENDAS	-0,8%	-0,7%	-0,8%	-0,8%
TOTAL	-3,7%	-3,9%	-4,5%	-3,6%

Fonte: elaboração própria

5.1.6. Demonstrativos Financeiros

Após explicitar as principais contas da empresa, os demonstrativos financeiros dos últimos quatro anos seguem abaixo:

TABELA 5 – Balanço Patrimonial (BP): Ativo (R\$ mil) – dez 2013 a dez 2016

R\$ mil	dez/13	dez/14	dez/15	dez/16
ATIVO				
Caixa em Excesso				29.495
Caixa e Equivalentes de Caixa	5.153	9.995	4.920	4.798
Contas a Receber	20.698	25.995	26.440	25.785
Estoques	34.746	34.781	50.665	36.333
Tributos a Recuperar	1.799	2.164	1.026	0
Outros Créditos	3.445	4.504	3.393	3.256
Despesas do Exercício Seguinte	622	661	597	573
Ativo Circulante	66.463	78.100	87.041	100.240
Depósitos Judiciais	894	512	715	715
Outras Contas a Pagar	463	589	631	631
Imobilizado Líquido	43.183	43.778	40.375	39.330
Intangível	10.592	9.246	7.040	5.013
Permanente	53.774	53.025	47.415	44.343
Ativo Não Circulante	55.131	54.125	48.760	45.688
TOTAL DO ATIVO	121.594	132.225	135.801	145.928

Fonte: elaboração própria

TABELA 6 – Balanço Patrimonial (BP): Passivo (R\$ mil) – dez 2013 a dez 2016

R\$ mil	dez/13	dez/14	dez/15	dez/16
PASSIVO				
Fornecedores	32.488	37.460	37.210	36.333
Empréstimos e Financiamentos	3.984	4.004	607	0
Obrigações Trabalhistas	10.135	11.137	12.035	12.111
Obrigações Tributárias	6.499	10.891	3.213	3.633
Impostos Parcelados	0	11	3.002	2.663
Outras Contas a Pagar	3.154	3.057	2.872	2.756
Juros s/ Capital Próprio a Pagar	0	1.154	355	0
Passivo Circulante	56.261	67.713	59.293	57.496
Empréstimo de Pessoa Ligada	21.200	18.929	21.962	21.962
Impostos Parcelados	0	0	10.423	7.480
Passivo Não Circulante	32.996	23.965	32.563	29.442
Capital Social	8.000	8.000	8.000	8.000
<i>Lucros Acumulados</i>	9.367	16.373	24.747	35.945
<i>Resultado do Período</i>	14.970	16.174	11.198	15.045
<i>Lucros Acumulado</i>	24.337	32.547	35.945	50.990
Patrimônio Líquido	32.337	40.547	43.945	58.990
TOTAL DO PASSIVO	121.594	132.225	135.801	145.928

Fonte: elaboração própria

TABELA 7 – Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE) (R\$ mil) – 2013 a 2016

R\$ mil	2013	2014	2015	2016
Faturamento	568.498	683.337	724.911	706.948
crescimento %		20,2%	6,1%	-2,5%
Deduções Totais	-51.620	-43.659	-39.050	-38.083
% do faturamento	-9,1%	-6,4%	-5,4%	-5,4%
Receita Líquida	516.878	639.678	685.860	668.865
crescimento %		23,8%	7,2%	-2,5%
% do faturamento	90,9%	93,6%	94,6%	94,6%
CMV Total	-322.567	-417.463	-454.322	-435.992
% da receita líquida	-62,4%	-65,3%	-66,2%	-65,2%
Lucro Bruto	194.310	222.216	231.539	232.873
Margem Bruta	37,6%	34,7%	33,8%	34,8%
SG&A	-163.835	-198.614	-215.714	-209.346
% da receita líquida	-31,7%	-31,0%	-31,5%	-31,3%
Resultado Operacional	30.475	23.602	15.825	23.527
Margem Operacional	5,9%	3,7%	2,3%	3,5%
Depreciação e Amortização	7.707	8.676	8.998	8.424
% da receita líquida	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%
EBITDA	38.182	32.278	24.823	31.951
Margem EBITDA	7,4%	5,0%	3,6%	4,8%
Resultado Financeiro	-6.637	-9.129	-7.795	-768
% da receita líquida	-1,3%	-1,4%	-1,1%	-0,1%
Resultado Não Operacional	-3	3	-95	0
% da receita líquida	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
LAIR	23.835	14.476	7.935	22.759
% da receita líquida	4,6%	2,3%	1,2%	3,4%
IR e CSLL	-8.080	-4.898	-2.674	-7.714
alíquota	-33,9%	-33,8%	-33,7%	-33,9%
Lucro Líquido	15.755	9.578	5.261	15.045
Margem Líquida	3,0%	1,5%	0,8%	2,2%

Fonte: elaboração própria

Como pode-se notar no DRE, exposto na tabela 7, as deduções totais (impostos diretos e devoluções) sofreram uma redução de 1 ponto percentual da receita líquida em 2015 frente a 2014, e de 2,7 pontos percentuais da receita líquida de 2014 frente a 2013, reduzindo ainda mais em 2016. Isso ocorreu pois, conforme dito anteriormente, em 2014 e 2015 muitos produtos passaram a ser tributados de acordo com o regime de substituição tributária, o que gera uma redução nas alíquotas de ICMS e COFINS (pois seus fornecedores passam a pagar e repassar tais impostos no preço de suas mercadorias, gerando, em compensação, um aumento no custo).

Vale ressaltar também que o resultado financeiro da rede é composto basicamente pelos juros pagos ao mútuo de R\$21,9 milhões que a companhia possui (Empréstimo de Pessoa Ligada no Balanço Patrimonial), e o endividamento da empresa é praticamente irrelevante.

5.2 Informações Projetadas da Empresa

5.2.1. Número de Lojas Projetado

O Supermercado XYZ encerrou o ano de 2016 com 26 lojas no Rio de Janeiro. A partir do projeto de estruturação da marca feito pela consultoria especializada projetou-se um crescimento orgânico, aumentando o número de lojas em áreas onde ainda não possuía uma presença forte, como na Zona Sul e Oeste do Rio de Janeiro. Assim, buscou-se reforçar o posicionamento da rede como uma marca *premium* junto aos seus consumidores.

A estratégia de abertura de lojas está associada a boas oportunidades no mercado imobiliário devido à crise que ocasionou uma queda no preço de compra e aluguéis dos imóveis, associado ao interesse de manutenção do posicionamento da marca e ao foco na região metropolitana do Rio de Janeiro.

Foi projetada a abertura de quatro lojas ao ano, cada uma de 500m². É importante ressaltar que, para fins de projeção, as aberturas são sempre consideradas no mês de julho, de forma que no ano em que abrem, estas só funcionam ao longo de seis meses. O termo “lojas em funcionamento” remete-se justamente às lojas funcionando por um período de doze meses, de forma que uma loja que funciona apenas seis meses (lojas em seu ano de abertura), correspondem a apenas meia loja.

TABELA 8 – Curva de Abertura de Novas Lojas – 2017 a 2026 - Projetado

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Saldo Inicial	26	30	34	38	42	46	50	54	58	62
Abertura de Lojas	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Saldo Final	30	34	38	42	46	50	54	58	62	66
Lojas em Funcionamento	28,0	32,0	36,0	40,0	44,0	48,0	52,0	56,0	60,0	64,0
m ² total em funcionamento	17.084	19.084	21.084	23.084	25.084	27.084	29.084	31.084	33.084	35.084

Fonte: elaboração própria

5.2.2. Quantidade Vendida, Preço Médio e Faturamento Projetados – Canal de Varejo

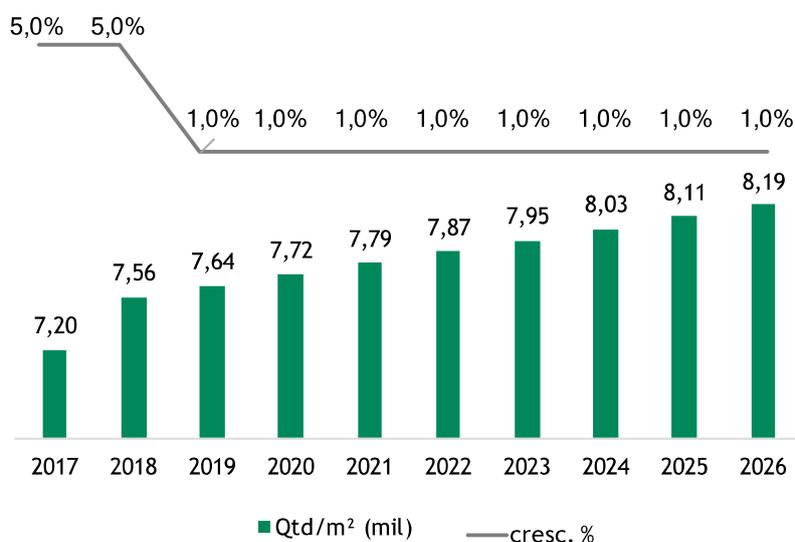
O aumento da receita do canal de varejo se dá por meio de um crescimento do número de lojas, aliado ao aumento da quantidade vendida por metro quadrado, e ao crescimento do preço médio dos produtos (acima da inflação, pois toda a projeção é feita de forma real).

O aumento da quantidade por metro quadrado é equivalente à uma melhor eficiência da rede, tanto devido ao estudo do *mix* ideal de produtos por loja, que deve incentivar os consumidores a comprar mais, quanto pela diminuição da situação de ruptura nas lojas (quando um consumidor vai ao supermercado buscar um produto e não encontra, ocasionando uma oportunidade perdida de venda) e, também, pela recuperação do mercado supermercadista como um todo, após a crise financeira enfrentada em 2015 e em 2016.

Adicionalmente, ações como a reorganização e a ampliação dos centros de distribuição, a uniformização de procedimentos internos, como por exemplo a criação de gerências de operações logísticas, a reestruturação e o treinamento de equipes responsáveis, a centralização da compra junto aos fornecedores, dentre outras ações, deverão ter impactos positivos nas vendas a partir de 2017 (início da projeção).

Desta forma, em relação ao canal de varejo, projetou-se para 2017 e 2018 um aumento na quantidade vendida por metro quadrado, pois espera-se uma recuperação do setor como um todo, aliado às melhorias citadas acima, e, portanto, espera-se um crescimento de 5% nesses dois anos. A partir de 2019 a projeção é de crescimento de 1% ao ano.

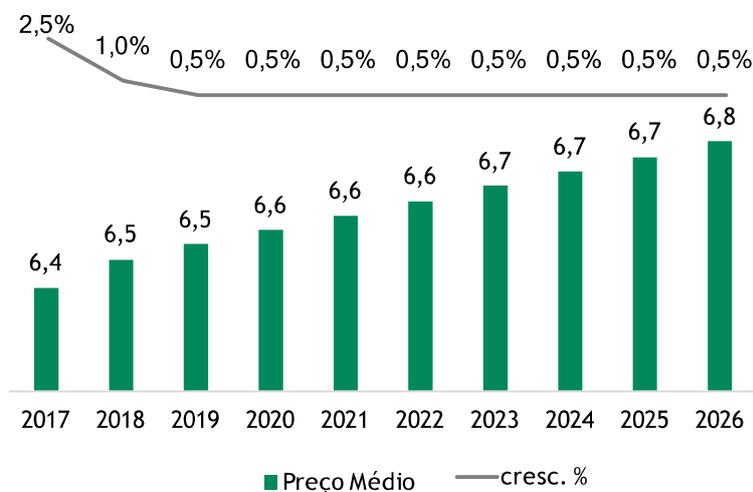
GRÁFICO 19 – Quantidade Vendida/m² (em mil unidades): Canal de Varejo – 2017 a 2026 - Projetado



Fonte: elaboração própria

Conforme dito anteriormente, a companhia possui uma metodologia de precificação eficiente e avançada, onde observa os preços dos concorrentes de cada loja e precifica seus produtos da melhor maneira possível. Desta forma, a empresa mostrou um crescimento do preço superior à inflação nos últimos anos, ou seja, além de repassar a inflação à sua ponta final, consegue ainda melhorar sua marcação. Assim sendo, projetou-se um contínuo crescimento do preço médio unitário acima da inflação de 2,5% em 2017, 1% em 2018 e 0,5% ao ano até 2026. É importante ressaltar que todo o modelo econômico-financeiro possui premissas reais (sem considerar a inflação).

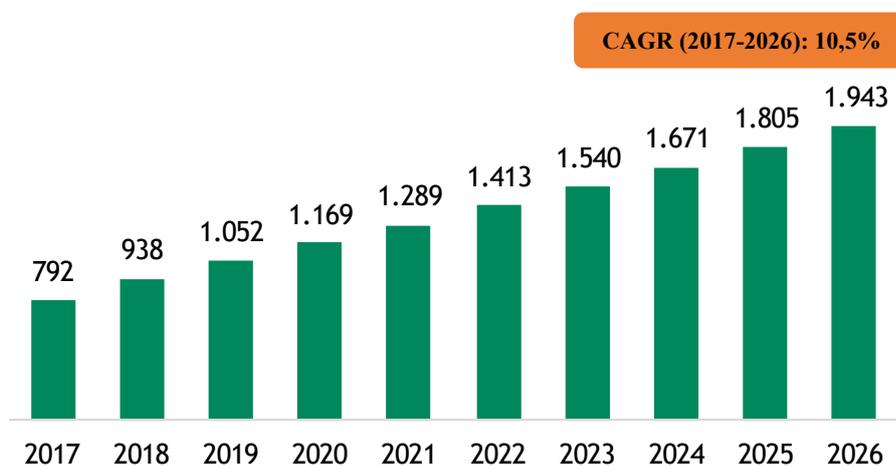
GRÁFICO 20 – Preço Médio Unitário (em R\$): Canal de Varejo - 2017 a 2026 -
Projetado



Fonte: elaboração própria

Como resultado das premissas mencionadas acima, o faturamento do canal de varejo dos Supermercados XYZ deverá ter um crescimento médio ponderado de 10,5% ao ano, chegando a R\$1,9 bilhão em 2026, conforme pode-se ver no gráfico abaixo:

GRÁFICO 21 – Faturamento (R\$ milhões): Canal de Varejo – 2017 a 2026 - Projetado

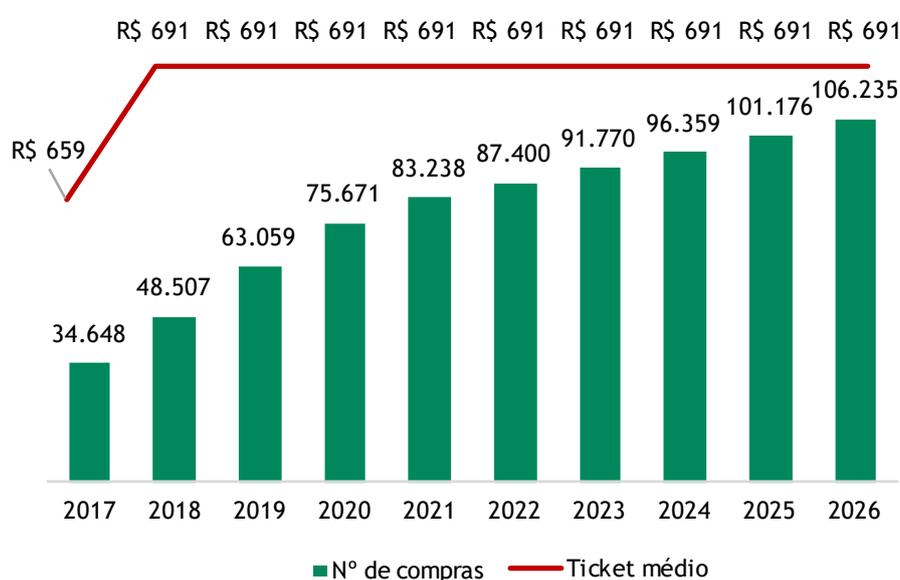


Fonte: elaboração própria

5.2.3. Ticket Médio, Número de Compras, Preço Médio e Faturamento Projetados – Canal de *E-commerce*

O canal do *e-commerce* possui diferentes *drivers* de crescimento. Este varia com o aumento do ticket médio (pessoas comprando cestas de consumo mais caras), do aumento do número de compras (mais pessoas comprando ou aumento da frequência de compra dos consumidores) e do aumento do preço médio (acima da inflação).

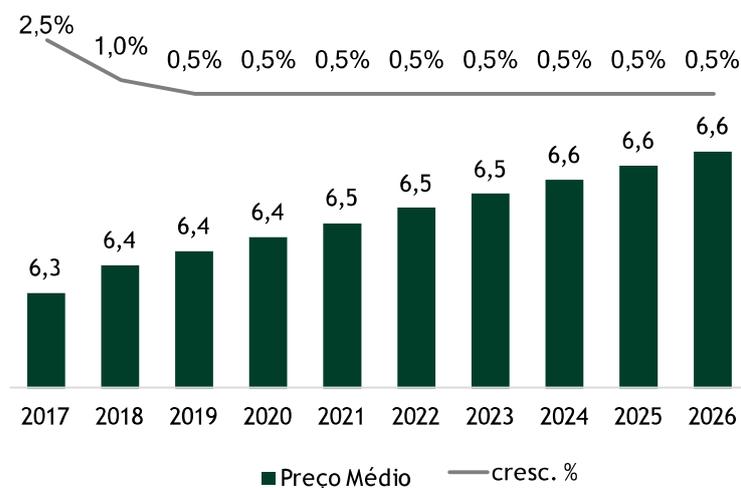
GRÁFICO 22 – Ticket Médio e N° de Compras: Canal de *E-commerce* – 2017 a 2016 -
Projetado



Fonte: elaboração própria

Em 2015 o canal ainda era incipiente, de forma que, apesar da crise dos últimos anos, o mesmo apresentou um aumento em 2016 e apresentará na projeção dos anos que se seguem, quando o aumento da assiduidade do consumidor ao *e-commerce* como um todo se alia ao crescimento da empresa e consequente ampliação da marca, e à retomada da economia. Por sua vez, o preço médio apresentará o mesmo comportamento do preço no canal de varejo, como pode se observar abaixo:

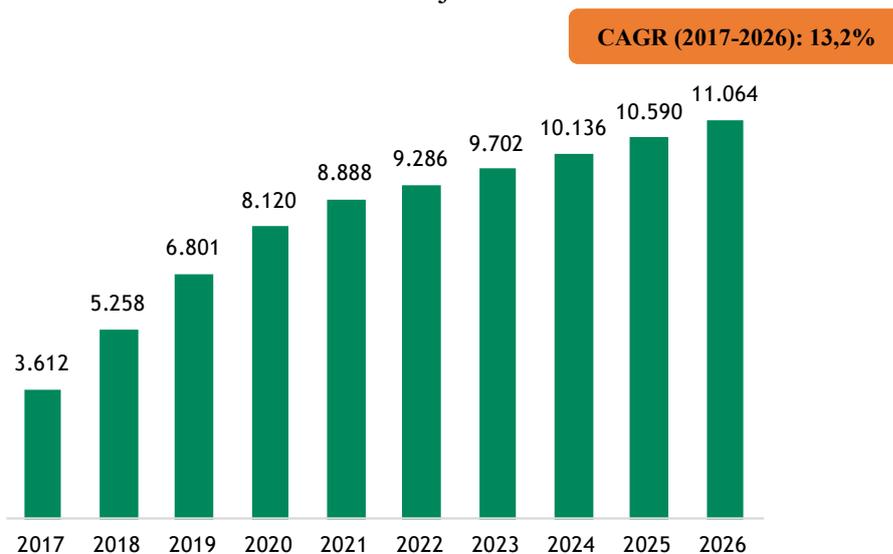
GRÁFICO 23 – Preço Médio Unitário (em R\$): Canal de *E-commerce* – 2017 a 2026 -
Projetado



Fonte: elaboração própria

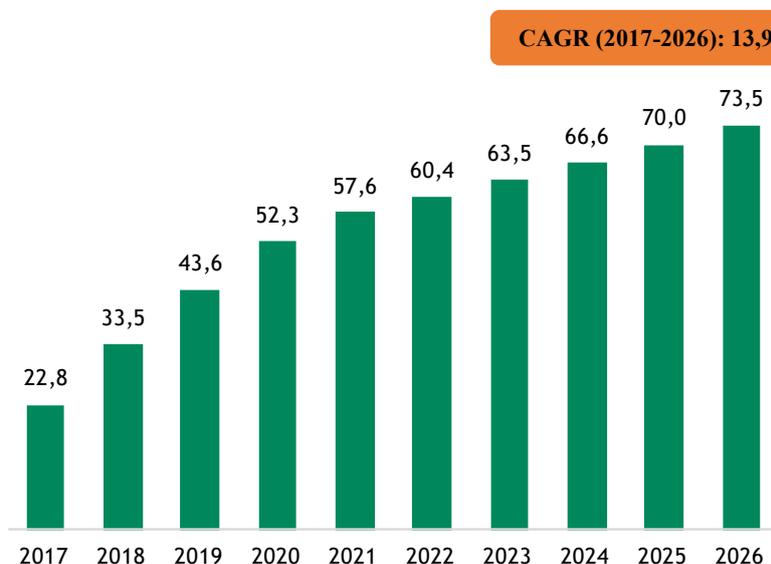
Sendo assim, a quantidade vendida projetada do canal de *e-commerce* observa um crescimento médio ponderado anual de 13,2%, atingindo 11 milhões de produtos vendidos em 2026, enquanto o faturamento no canal deverá sair de R\$22,8 milhões em 2017 para alcançar mais de R\$70 milhões em 2026, com um crescimento anual projetado de 13,9%.

GRÁFICO 24 – Quantidade Vendida (em mil unidades): Canal de *E-commerce* – 2017 a 2026 – Projetado



Fonte: elaboração própria

GRÁFICO 25 – Faturamento (R\$ milhões): Canal de *E-commerce* – 2017 a 2026 –
Projetado



Fonte: elaboração própria

5.2.4. Custo Projetado

No canal de varejo a empresa possui o objetivo de manter a margem bruta em aproximadamente 36%, o que representa um mark-up de 1,66. Sendo assim, o custo médio unitário dos produtos deverá aumentar 1% em 2017 em relação ao alcançado em 2016 e 0,5% nos anos seguintes, acompanhando o ajuste de preços a partir de 2019 (ou seja, não alterando o mark-up).

TABELA 9 – Crescimento do Custo Médio Unitário, Mark-up Médio e Margem Bruta:
Canal de Varejo – 2017 a 2026 – Projetado

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cresc. Do Custo Médio Unitário	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Mark-up Médio	1,65	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
Margem Bruta	35,8%	36,2%	36,2%	36,2%	36,2%	36,2%	36,2%	36,2%	36,2%	36,2%

Fonte: elaboração própria

Para o canal de *e-commerce*, o crescimento do custo médio unitário possui o mesmo comportamento do varejo. Entretanto, a margem do *e-commerce* é menor quando comparado ao do outro canal devido à composição das suas vendas, com

grande volume de bebidas (segmento com uma margem menor) além da realização de promoções constantes para a alavancagem das vendas.

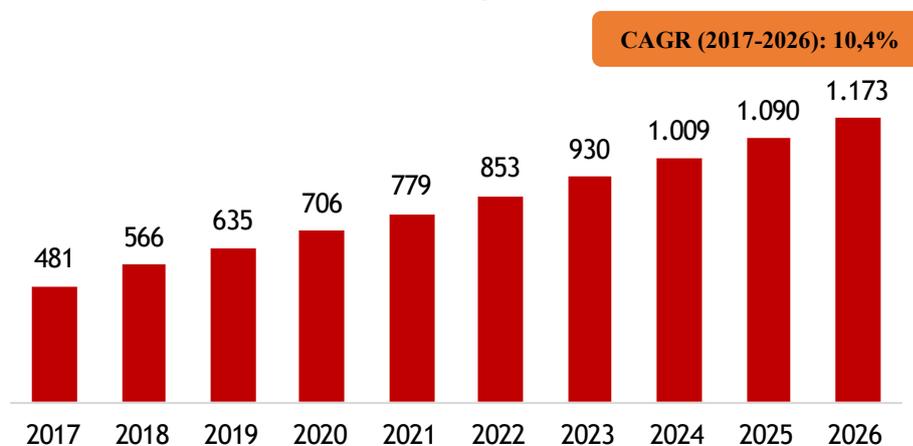
TABELA 10 – Crescimento do Custo Médio Unitário, Mark-up Médio e Margem Bruta: Canal de *E-commerce* – 2017 a 2026 – Projetado

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cresc. Do Custo Médio Unitário	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Mark-up Médio	1,56	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57
Margem Bruta	32,3%	32,6%	32,6%	32,6%	32,6%	32,6%	32,6%	32,6%	32,6%	32,6%

Fonte: elaboração própria

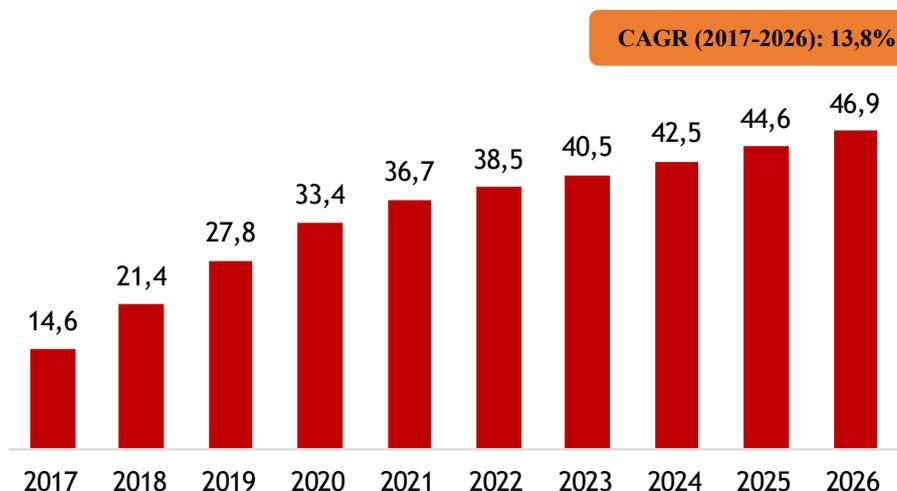
Então, projeta-se um crescimento médio ponderado anual de 10,4% para o custo de mercadoria vendida total do canal de varejo e um crescimento médio ponderado anual de 13,8% para o canal de *e-commerce*.

GRÁFICO 26 – Custo de Mercadoria Vendida (CMV) (R\$ milhões): Canal de Varejo – 2017 a 2026 – Projetado



Fonte: elaboração própria

GRÁFICO 27 - Custo de Mercadoria Vendida (CMV) (R\$ milhões): Canal de *E-commerce* – 2017 a 2026 – Projetado



Fonte: elaboração própria

5.2.5. Despesas Projetadas

As despesas gerais e administrativas da companhia, composta pelas despesas com pessoal (salários e encargos), bem como as despesas administrativas (*utilities*, aluguéis, serviços de terceiros e despesas com TI) e despesas gerais (depreciação, taxas gerais e despesas com refeitório) em 2017 representarão cerca de 25,9% da receita líquida da empresa.

Para 2017, considerou-se uma redução de 4% da folha das lojas, devido à reestruturação do quadro de funcionários que vem sendo feita desde 2016, além de uma redução dos encargos sociais após a criação de um banco de horas, substituindo o antigo regime de horas extras que a companhia possuía (regime mais caro).

Além disso, com o crescimento da rede, algumas despesas administrativas acabam sendo diluídas no maior faturamento (ganho de escala). Assim, as despesas gerais e administrativas deverão ir reduzindo seu percentual em relação à receita líquida, atingindo 20,3% ao final da projeção.

TABELA 11 – Despesas Gerais e Administrativas (R\$ mil) – 2017 a 2026 – Projetado

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
R\$ mil										
Salários e Encargos	-124.356	-135.506	-145.966	-156.294	-166.482	-176.615	-186.696	-196.770	-206.838	-217.763
Despesas Administrativas	-59.643	-66.648	-74.031	-81.416	-88.778	-96.138	-103.535	-110.971	-118.448	-125.968
Despesas Gerais	-15.770	-19.954	-22.257	-26.247	-30.624	-32.253	-33.523	-38.211	-43.009	-44.379
Despesas Gerais e Administrativas	-199.769	-222.108	-242.254	-263.957	-285.884	-305.006	-323.754	-345.951	-368.295	-388.110
% da rec. Líquida										
Salários e Encargos	-16,1%	-14,7%	-14,1%	-13,5%	-13,1%	-12,7%	-12,3%	-12,0%	-11,7%	-11,4%
Despesas Administrativas	-7,7%	-7,3%	-7,1%	-7,0%	-7,0%	-6,9%	-6,8%	-6,8%	-6,7%	-6,6%
Despesas Gerais	-2,0%	-2,2%	-2,1%	-2,3%	-2,4%	-2,3%	-2,2%	-2,3%	-2,4%	-2,3%
Despesas Gerais e Administrativas	-25,9%	-24,2%	-23,4%	-22,8%	-22,4%	-21,9%	-21,3%	-21,0%	-20,8%	-20,3%

Fonte: elaboração própria

As despesas comerciais, por sua vez, possuem um percentual da receita líquida decrescente ao longo da projeção. Isso é explicado devido ao aumento das bonificações, mais do que proporcional ao aumento da receita da companhia. As bonificações são compostas tanto pelo primeiro estoque das novas lojas, dado pelos fornecedores, quanto pelas receitas com ações comerciais como o aniversário da empresa e pela negociação melhor com os fornecedores. Com o aumento das vendas da companhia, há um poder de barganha e, conseqüentemente, aumentam as bonificações.

TABELA 12 – Despesas Comerciais (R\$ milhões) – 2017 a 2026 – Projetado

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
R\$ milhões										
Propaganda e Publicidade	-9.648,4	-12.045,9	-14.075,3	-16.008,2	-17.642,1	-19.085,1	-20.574,1	-22.110,6	-23.696,0	-25.331,8
Bonificações e Ações Comerciais	11.209,8	17.209,1	22.870,1	28.679,0	34.614,9	40.694,5	46.950,1	53.385,6	60.005,0	66.812,5
Embalagens	-9.150,5	-10.913,3	-12.305,8	-13.719,3	-15.130,6	-16.553,1	-18.015,8	-19.519,6	-21.065,5	-22.654,4
Comissões sobre Ticket/Cartão	-8.542,7	-10.188,4	-11.488,3	-12.808,0	-14.125,5	-15.453,5	-16.819,0	-18.223,0	-19.666,1	-21.149,5
Despesas com Transporte	-2.854,6	-3.404,5	-3.838,9	-4.279,8	-4.720,1	-5.163,8	-5.620,1	-6.089,3	-6.571,5	-7.067,2
Carro Forte	-1.272,5	-1.454,3	-1.636,1	-1.817,9	-1.999,6	-2.181,4	-2.363,2	-2.545,0	-2.726,8	-2.908,6
Outros Custos com Vendas	-6.254,5	-7.459,4	-8.411,2	-9.377,3	-10.341,9	-11.314,2	-12.314,0	-13.341,9	-14.398,5	-15.484,6
Despesas Gerais e Administrativas	-26.513,3	-28.256,7	-28.885,4	-29.331,5	-29.344,9	-29.056,6	-28.756,2	-28.443,8	-28.119,4	-27.783,5
% da rec. Líquida										
Propaganda e Publicidade	-1,3%	-1,3%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,3%	-1,3%	-1,3%
Bonificações e Ações Comerciais	1,5%	1,9%	2,2%	2,5%	2,7%	2,9%	3,1%	3,2%	3,4%	3,5%
Embalagens	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Comissões sobre Ticket/Cartão	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%
Despesas com Transporte	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Carro Forte	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Outros Custos com Vendas	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
Despesas Gerais e Administrativas	-2,3%	-1,9%	-1,6%	-1,4%	-1,1%	-0,9%	-0,7%	-0,5%	-0,4%	-0,3%

Fonte: elaboração própria

5.2.6. Demonstrativos Financeiros

Com todas as premissas consideradas acima, chegamos aos demonstrativos financeiros projetados da empresa. Abaixo, na tabela 13, projeta-se o Demonstrativo de Resultado de Exercício.

TABELA 13 – Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE) (R\$ mil) – 2017 a 2026 - Projetado

R\$ mil	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Faturamento	814.414	971.307	1.095.240	1.221.046	1.346.650	1.473.257	1.603.441	1.737.284	1.874.869	2.016.111
crescimento %	15,2%	19,3%	12,8%	11,5%	10,3%	9,4%	8,8%	8,3%	7,9%	7,5%
Deduções Totais	-43.872	-52.324	-59.000	-65.777	-72.543	-79.363	-86.376	-93.586	-100.998	-108.611
% do faturamento	-5,4%	-5,4%	-5,4%	-5,4%	-5,4%	-5,4%	-5,4%	-5,4%	-5,4%	-5,4%
Receita Líquida	770.542	918.984	1.036.240	1.155.269	1.274.107	1.393.894	1.517.065	1.643.698	1.773.871	1.907.500
crescimento %	15,2%	19,3%	12,8%	11,5%	10,3%	9,4%	8,8%	8,3%	7,9%	7,5%
% do faturamento	94,6%	94,6%	94,6%	94,6%	94,6%	94,6%	94,6%	94,6%	94,6%	94,6%
CMV Total	-495.126	-587.801	-662.996	-739.277	-815.318	-891.886	-970.619	-1.051.567	-1.134.781	-1.220.111
% da receita líquida	-64,3%	-64,0%	-64,0%	-64,0%	-64,0%	-64,0%	-64,0%	-64,0%	-64,0%	-64,0%
Lucro Bruto	275.416	331.183	373.244	415.992	458.788	502.008	546.446	592.131	639.090	687.350
Margem Bruta	35,7%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%
SG&A	-222.615	-245.992	-266.208	-287.791	-309.166	-327.430	-345.291	-366.573	-387.973	-406.811
% da receita líquida	-28,9%	-26,8%	-25,7%	-24,9%	-24,3%	-23,5%	-22,8%	-22,3%	-21,9%	-21,3%
Resultado Operacional	52.800	85.191	107.036	128.201	149.622	174.578	201.155	225.557	251.118	280.530
Margem Operacional	6,9%	9,3%	10,3%	11,1%	11,7%	12,5%	13,3%	13,7%	14,2%	14,7%
Depreciação e Amortização	9.043	12.346	13.824	16.985	20.533	21.332	21.766	25.611	29.560	30.076
% da receita líquida	1,2%	1,3%	1,3%	1,5%	1,6%	1,5%	1,4%	1,6%	1,7%	1,6%
EBITDA	61.844	97.538	120.860	145.185	170.155	195.910	222.921	251.168	280.678	310.610
Margem EBITDA	8,0%	10,6%	11,7%	12,6%	13,4%	14,1%	14,7%	15,3%	15,8%	16,3%
Resultado Financeiro	-1.071	-751	-432	-121	-1	0	0	0	0	0
% da receita líquida	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultado Não Operacional	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
% da receita líquida	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
LAIR	51.730	84.440	106.605	128.080	149.622	174.578	201.155	225.557	251.118	280.530
% da receita líquida	6,7%	9,2%	10,3%	11,1%	11,7%	12,5%	13,3%	13,7%	14,2%	14,7%
IR e CSLL	-17.564	-28.686	-36.222	-43.523	-50.847	-59.333	-68.369	-76.665	-85.356	-95.359
alíquota	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%
Lucro Líquido	34.166	55.754	70.383	84.557	98.774	115.246	132.787	148.892	165.762	185.180
Margem Líquida	4,4%	6,1%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,1%	9,3%	9,7%

Fonte: elaboração própria

Para a projeção do Balanço Patrimonial, exposta nas tabelas 14 e 15 abaixo, são consideradas as contas que compõem o capital de giro da empresa (capital necessário para financiar as operações de uma empresa, como manter o estoque, pagar os fornecedores e fornecer prazo aos clientes), projetadas de acordo com os respectivos dias de custo ou de receita que as mesmas representam.

TABELA 14 – Balanço Patrimonial (BP): Ativo (R\$ mil) – dez 2017 a dez 2026
– Projetado

R\$ mil	dez/17	dez/18	dez/19	dez/20	dez/21	dez/22	dez/23	dez/24	dez/25	dez/26
ATIVO										
Caixa em Excesso	41.250	75.748	126.291	193.794	280.005	382.768	502.478	641.083	799.423	976.583
Caixa e Equivalentes de Caixa	5.527	6.592	7.433	8.287	9.139	9.998	10.882	11.790	12.724	13.684
Contas a Receber	29.705	35.427	39.948	44.536	49.118	53.735	58.484	63.366	68.384	73.542
Estoques	41.261	48.983	55.250	61.606	67.943	74.324	80.885	87.631	94.565	101.693
Tributos a Recuperar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outros Créditos	3.698	4.390	4.951	5.521	6.089	6.661	7.249	7.853	8.475	9.114
Despesas do Exercício Seguinte	650	772	871	971	1.071	1.171	1.275	1.381	1.490	1.603
Ativo Circulante	122.091	171.913	234.743	314.716	413.365	528.658	661.252	813.104	985.062	1.176.277
Depósitos Judiciais	715	715	715	715	715	715	715	715	715	715
Outras Contas a Pagar	631	631	631	631	631	631	631	631	631	631
Imobilizado Líquido	58.515	75.607	90.243	102.343	111.955	121.538	131.632	138.852	143.122	147.903
Intangível	2.916	749	459	459	459	459	459	459	459	459
Permanente	61.431	76.356	90.703	102.802	112.414	121.997	132.091	139.311	143.581	148.362
Ativo Não Circulante	62.777	77.702	92.048	104.147	113.760	123.343	133.437	140.657	144.927	149.707
TOTAL DO ATIVO	184.868	249.614	326.791	418.863	527.125	652.000	794.689	953.761	1.129.988	1.325.984

Fonte: elaboração própria

TABELA 15 – Balanço Patrimonial (BP): Passivo (R\$ mil) – dez 2017 a dez 2026 – Projetado

R\$ mil	dez/17	dez/18	dez/19	dez/20	dez/21	dez/22	dez/23	dez/24	dez/25	dez/26
PASSIVO										
Fornecedores	41.261	48.983	55.250	61.606	67.943	74.324	80.885	87.631	94.565	101.693
Empréstimos e Financiamentos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obrigações Trabalhistas	13.754	16.328	18.417	20.535	22.648	24.775	26.962	29.210	31.522	33.898
Obrigações Tributárias	4.126	4.898	5.525	6.161	6.794	7.432	8.088	8.763	9.457	10.169
Impostos Parcelados	2.663	2.663	2.079	76	0	0	0	0	0	0
Outras Contas a Pagar	3.130	3.715	4.191	4.673	5.154	5.638	6.135	6.647	7.173	7.714
Juros s/ Capital Próprio a Pagar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Passivo Circulante	64.933	76.588	85.461	93.051	102.539	112.168	122.070	132.251	142.716	153.473
Empréstimo de Pessoa Ligada	21.962	21.962	21.962	21.962	21.962	21.962	21.962	21.962	21.962	21.962
Impostos Parcelados	4.817	2.154	76	0	0	0	0	0	0	0
Passivo Não Circulante	26.780	24.117	22.038	21.962	21.962	21.962	21.962	21.962	21.962	21.962
Capital Social	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000
Lucros Acumulados	50.990	85.155	140.910	211.293	295.850	394.624	509.870	642.656	791.548	957.309
Resultado do Período	34.166	55.754	70.383	84.557	98.774	115.246	132.787	148.892	165.762	185.180
Lucros Acumulados	85.155	140.910	211.293	295.850	394.624	509.870	642.656	791.548	957.309	1.142.489
Patrimônio Líquido	93.155	148.910	219.293	303.850	402.624	517.870	650.656	799.548	965.309	1.150.481
TOTAL DO PASSIVO	184.868	249.614	326.791	418.863	527.125	652.000	794.689	953.761	1.129.988	1.325.984

Fonte: elaboração própria

Já a projeção do Fluxo de Caixa Contábil (efetivamente o dinheiro que sobra ao final de cada período), na tabela 16, mostrará a formação de caixa, em caso positivo, ou a necessidade de financiamento (considerado como conta garantida no balanço), em caso negativo. A tabela 17 mostra a projeção do capital de giro, citado anteriormente.

TABELA 16 – Fluxo de Caixa Contábil (R\$ mil) – 2017 a 2026 – Projetado

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Lucro Líquido	34.166	55.754	70.383	84.557	98.774	115.246	132.787	148.892	165.762	185.180
+ Depreciação	9.043	12.346	13.824	16.985	20.533	21.332	21.766	25.611	29.560	30.076
± Investimento em Giro	-2.659	-3.669	-2.831	-2.876	-2.875	-2.901	-2.982	-3.066	-3.152	-3.239
Geração de Caixa das Operações	40.550	64.432	81.376	98.666	116.432	133.677	151.570	171.437	192.170	212.016
± Variações Ativo Não Circulante	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
± Variações Passivo Não Circulante	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Geração de Caixa após var. não circulante	40.550	64.432	81.376	98.666	116.432	133.677	151.570	171.437	192.170	212.016
Investimentos / Capex	-26.132	-27.271	-28.171	-29.084	-30.146	-30.915	-31.860	-32.831	-33.830	-34.857
Geração de caixa após Investimentos	14.418	37.161	53.205	69.582	86.287	102.762	119.710	138.605	158.340	177.160
- Amortização do REFIS	-2.663	-2.663	-2.663	-2.079	-76	0	0	0	0	0
- Amortização de Empréstimo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Renegociação										
Geração de caixa após Financiamentos	11.755	34.498	50.542	67.504	86.211	102.762	119.710	138.605	158.340	177.160
Início - caixa em excesso	29.495	41.250	75.748	126.291	193.794	280.005	382.768	502.478	641.083	799.423
Fluxo de Caixa do período	11.755	34.498	50.542	67.504	86.211	102.762	119.710	138.605	158.340	177.160
Fim - caixa em excesso	41.250	75.748	126.291	193.794	280.005	382.768	502.478	641.083	799.423	976.583

Fonte: elaboração própria

TABELA 17 – Capital de Giro (R\$ mil) – 2017 a 2026 – Projetado

R\$ mil	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ativo										
CAIXA	5.527	6.592	7.433	8.287	9.139	9.998	10.882	11.790	12.724	13.684
Dias de Receita	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
CONTAS A RECEBER	29.705	35.427	39.948	44.536	49.118	53.735	58.484	63.366	68.384	73.542
Dias de Receita	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9
ESTOQUES	41.261	48.983	55.250	61.606	67.943	74.324	80.885	87.631	94.565	101.693
Dias de Custo	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
TRIBUTOS A RECUPERAR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dias de Custo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OUTROS CRÉDITOS	3.698	4.390	4.951	5.521	6.089	6.661	7.249	7.853	8.475	9.114
Dias de Custo	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
DESPESAS DO EXERCÍCIO SEGUINTE	650	772	871	971	1.071	1.171	1.275	1.381	1.490	1.603
Dias de Custo	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Total Ativo Circulante	80.841	96.165	108.453	120.922	133.360	145.890	158.774	172.021	185.638	199.635
Passivo										
FORNECEDORES	41.261	48.983	55.250	61.606	67.943	74.324	80.885	87.631	94.565	101.693
Dias de Custo	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
OBRIGAÇÕES TRABALHISTAS	13.754	16.328	18.417	20.535	22.648	24.775	26.962	29.210	31.522	33.898
Dias de Custo	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
OBRIGAÇÕES TRIBUTÁRIAS	4.126	4.898	5.525	6.161	6.794	7.432	8.088	8.763	9.457	10.169
Dias de Custo	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
OUTRAS CONTAS A PAGAR	3.130	3.715	4.191	4.673	5.154	5.638	6.135	6.647	7.173	7.714
Dias de Custo	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Total Passivo Circulante	62.270	73.925	83.382	92.975	102.539	112.168	122.070	132.251	142.716	153.473
Capital de Giro	18.571	22.240	25.071	27.946	30.821	33.722	36.704	39.770	42.922	46.162
NCG = (-) Entrada (+) Saída	2.659	3.669	2.831	2.876	2.875	2.901	2.982	3.066	3.152	3.239

Fonte: elaboração própria

5.3 Valuation do Supermercado XYZ pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

De posse dos demonstrativos expostos acima, podemos construir um Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE). Este gerará o fluxo a ser descontado pelo WACC, taxa de desconto calculada de acordo com o risco que a companhia carrega.

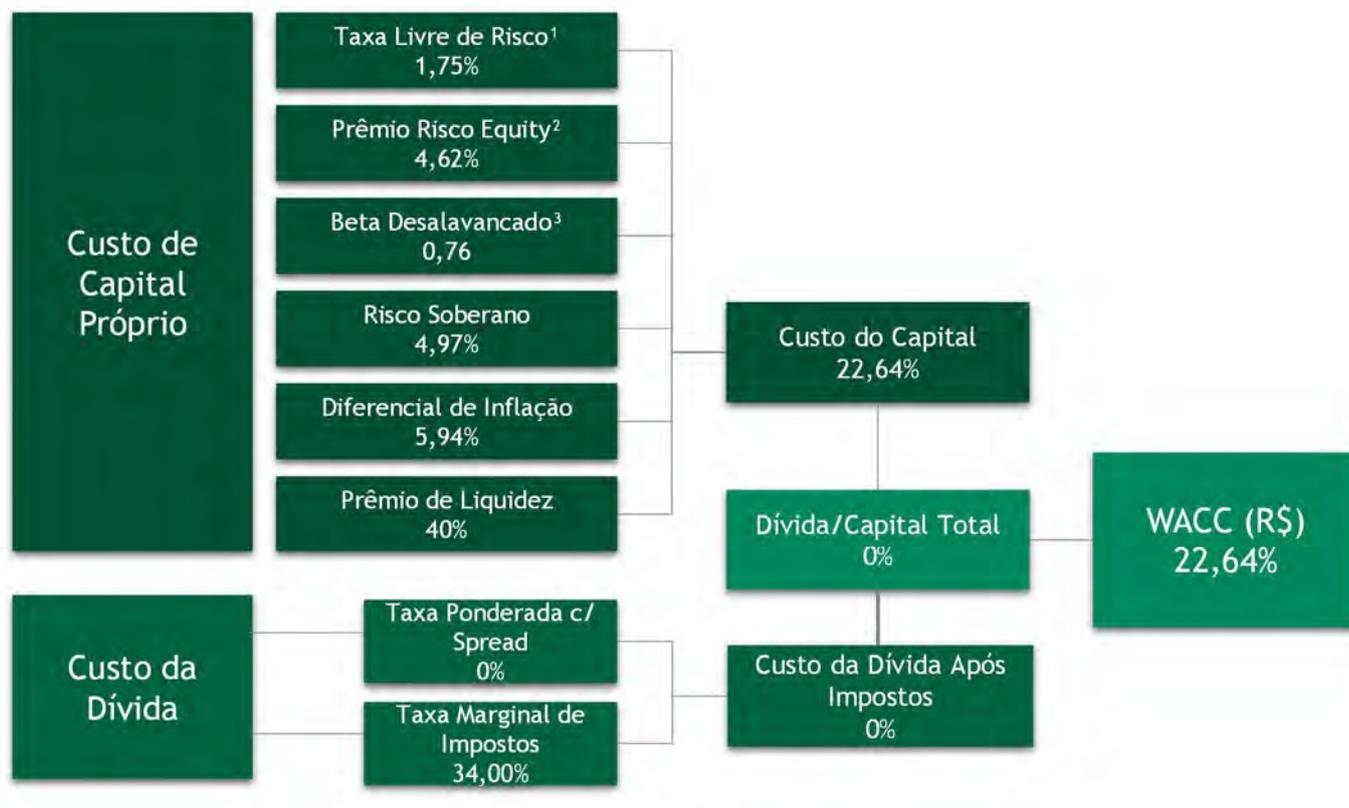
O fluxo a ser considerado para efeitos de *valuation* se inicia em 2017, terminando em 2026 (período de dez anos). Foram considerados dez anos de fluxo projetado pois a empresa está em uma fase de crescimento acelerado. Assim, o fluxo mais longo é capaz de capturar todas as mudanças apresentadas, gerando uma previsão mais assertiva do valor da companhia. Se a empresa fosse uma companhia madura, já com taxas de crescimento estáveis, o fluxo poderia ser, por exemplo, de cinco anos, sendo considerada a perpetuidade a partir do sexto ano.

TABELA 18 – Fluxo de Caixa Livre para a Empresa – 2017 a 2026 – Projetado

	dez-17	dez-18	dez-19	dez-20	dez-21	dez-22	dez-23	dez-24	dez-25	dez-26
Receita Líquida	770.542	918.984	1.036.240	1.155.269	1.274.107	1.393.894	1.517.065	1.643.698	1.773.871	1.907.668
Crescimento		19,3%	12,8%	11,5%	10,3%	9,4%	8,8%	8,3%	7,9%	7,5%
EBITDA	61.844	97.538	120.860	145.185	170.155	195.910	222.921	251.168	280.678	310.615
Margem EBITDA	8,0%	10,6%	11,7%	12,6%	13,4%	14,1%	14,7%	15,3%	15,8%	16,3%
Crescimento		57,7%	23,9%	20,1%	17,2%	15,1%	13,8%	12,7%	11,7%	10,7%
(-) Depreciação e Amortização	-9.043	-12.346	-13.824	-16.985	-20.533	-21.332	-21.766	-25.611	-29.560	-30.076
EBIT	52.800	85.191	107.036	128.201	149.622	174.578	201.155	225.557	251.118	280.539
Margem EBIT	6,9%	9,3%	10,3%	11,1%	11,7%	12,5%	13,3%	13,7%	14,2%	14,7%
IR e CSLL Ajustado	-17.825	-29.050	-36.477	-43.670	-50.888	-59.333	-68.369	-76.665	-85.356	-95.359
Alíquota Efetiva	-33,8%	-34,1%	-34,1%	-34,1%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%
NOPLAT	34.975	56.142	70.559	84.531	98.734	115.245	132.787	148.892	165.762	185.180
(+) Depreciação e Amortização	9.043	12.346	13.824	16.985	20.533	21.332	21.766	25.611	29.560	30.076
(-) Capex	-26.132	-27.271	-28.171	-29.084	-30.146	-30.915	-31.860	-32.831	-33.830	-34.857
(-) Investimento em Capital de Giro	-2.659	-3.669	-2.831	-2.876	-2.875	-2.901	-2.982	-3.066	-3.152	-3.239
FLUXO DE CAIXA LIVRE	15.227	37.548	53.382	69.556	86.246	102.762	119.710	138.605	158.340	177.160
Data do desconto	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
Dias para desconto	365	730	1095	1461	1826	2191	2556	2922	3287	3652
Fator de desconto	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

Fonte: elaboração própria

IMAGEM 3 – Cálculo da Taxa de Desconto (WACC)



- 1- A taxa considerada foi a 10 years *T-Bonds* (títulos de dívida pública dos Estados Unidos com vencimento de 10 anos).

Fonte: Site Treasury

- 2- Taxa calculada baseada nos retornos médios históricos de 1928 a 2011 do S&P.

Fonte: Damodaran

- 3- O beta desalavancado considera a média setorial (*retail – grocery and food*) do ano de 2014.

Fonte: NYU – Betas by Sector – Damodaran

A taxa de desconto a ser considerada para descontar o Fluxo de Caixa Livre da rede de supermercados XYZ, como pode ser visto acima, é de 22,64%. Desta forma, o valor presente do fluxo é de R\$262,224 milhões. Considerando uma análise de sensibilidade com um intervalo de taxa de desconto de 20,1% a 25,1%, esse fluxo fica entre R\$234,271 milhões e R\$295,057 milhões.

Adicionalmente, foi considerado uma taxa de crescimento de 5% para a perpetuidade, uma vez que no décimo ano de projeção (2026) a empresa não acabará. Para o mesmo intervalo de taxa de desconto considerado acima, o valor na perpetuidade (ou valor residual) fica entre R\$97,949 milhões e R\$195,937 milhões.

Sendo assim, o valor da empresa segundo o método de fluxo de caixa livre é de R\$399,079 milhões. Como a dívida líquida da rede (endividamento menos caixa) é de R\$31,253 milhões, o valor do *mix* (valor para os acionistas da empresa) é de R\$367,823 milhões para o WACC de 22,64%. Na análise de sensibilidade, o valor da empresa fica entre R\$332,220 milhões e R\$490,993 milhões e o valor do *equity* entre R\$300,968 milhões e R\$459,741 milhões.

IMAGEM 4 – Valor da Empresa, do *Equity* e Análise de Sensibilidade

	PV Período Explícito	Valor na Perpetuidade
WACC		5,0%
20,1%	295.057	195.937
21,4%	277.969	163.187
22,6%	262.224	136.851
23,9%	247.696	115.465
25,1%	234.271	97.949

	Valor da Empresa	Dívida Líquida	Valor do Equity
WACC	5,0%		5,0%
20,1%	490.993		459.741
21,4%	441.156		409.904
22,6%	399.076	-31.253	367.823
23,9%	363.161		331.908
25,1%	332.220		300.968

Fonte: elaboração própria

Capítulo 6: Conclusão

Neste trabalho foi realizado o *valuation* (precificação) da rede de supermercados XYZ através do método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Para esta realização, fez-se necessária a análise e avaliação de todo o mercado que a empresa em questão está inserida (mercado supermercadista carioca e seu *e-commerce*), bem como o detalhamento de todas as informações quantitativas, qualitativas e financeiras da rede.

A análise setorial foi composta pela avaliação de todos os fatores que promovem o aumento da demanda da empresa, bem como aqueles que favorecem a expansão do seu número de lojas.

As projeções levadas em conta foram elaboradas por mim, pela equipe de análise da boutique de investimentos que fiz parte em conjunto com os principais executivos da companhia, considerando as expectativas internas para os próximos anos aliadas ao interesse dos acionistas e à futura situação econômica do país.

Como o setor supermercadista é um setor resiliente a crises econômicas, apesar do mesmo estar sofrendo com a situação atual do país (menos do que outros setores da economia), esperam-se anos promissores, de forma que o futuro da rede de supermercados XYZ deverá ser positivo, com elevadas taxas de crescimento.

Adicionalmente, a companhia realizou nos últimos anos intensivos investimentos em sua marca e em seu serviço, todos pensados em conjunto com uma consultoria especializada. Desta forma, o resultado da rede deverá ser impulsionado pela melhor qualidade da mesma frente aos seus concorrentes.

De posse de todas as premissas para os anos projetados (a partir de 2017) e dos métodos de *valuation* e das taxas de desconto utilizados, o valor da rede está em um intervalo de R\$332,220 milhões e R\$490,993 milhões. Como o supermercado em questão ainda não atingiu um estágio de maturidade, o método mais eficiente para a sua precificação é o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Sendo assim, o valor mais adequado para a empresa é R\$399,076 milhões (o que considera o WACC de 22,64%). O valor do *equity* equivalente, por sua vez, é de R\$367,823 milhões.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- DAMODARAN, A.; **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**; 2ª edição; Editora John Wiley & Sons, 2002.
- DAMODARAN, A.; **Valuation – Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações**; 1ª Edição; Editora LTC, 2017.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. From McKinsey & Company, Inc.; **Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas**; 3ª Edição; Editora Pearson Universidades, 2001.
- MARTELANC, R.; PASIN, R.; PEREIRA, F; **Avaliação de empresas – um guia para fusões & aquisições e private equity**; 2ª Edição; Editora Pearson, 2012.
- MARION, J.; **Contabilidade Empresarial**; 17ª Edição; Editora Atlas, 2015.
- **O termômetro das perdas do setor**; ABRAS Brasil, 2017; Disponível em: <<http://www.abras.com.br/economia-e-pesquisa/perdas/pesquisa-2017/>>; Acesso em: 03, outubro, 2019.
- **Grupo cresce e fica mais eficiente**; ABRAS Brasil, 2018; Disponível em: <<http://www.abras.com.br/economia-e-pesquisa/ranking-abras/as-500-maiores/>>; Acesso em: 03, outubro, 2019.
- **Os números do setor**; ABRAS Brasil, 2018; Disponível em: <<http://abras.com.br/economia-e-pesquisa/ranking-abras/os-numeros-do-setor/>>; Acesso em: 31, outubro, 2019
- **Séries históricas**; IBGE, 2019; Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas>>; Acesso em: 31, outubro, 2019
- **Visão Geral da Conjuntura**; IPEA, 2019; Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/category/sumario-executivo/>>; Acesso em: 31, outubro, 2019
- **Consultar valores**; BCB, 2019; Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores>>; Acesso em: 31 de outubro, 2019
- **Produtos Premium ganham mais atenção dos brasileiros**; Diário do Comércio, 2019; Disponível em: <<https://dcomercio.com.br/categoria/negocios/produtos-premium-ganham-mais-atencao-dos-brasileiros>>; Acesso em: 31 de outubro, 2019

- **Contra crise, classe média corta refeições fora de casa e lazer;** G1, 2015; Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/seu-dinheiro/noticia/2015/06/contra-cri-se-classe-media-corta-refeicoes-fora-de-casa-e-lazer.html>>; Acesso em: 31 de outubro, 2019
- **Na contramão da crise, lojas online continuam a prosperar!;** E-commerce Brasil, Disponível em: < <https://www.ecommercebrasil.com.br/artigos/contramao-cri-se-lojas-online-continuam-prosperar/>>; Acesso em: 31 de outubro, 2019
- **E-commerce: aliado dos supermercados na conquista de consumidores e aumento das vendas;** DBlinks, 2019; Disponível em: <<https://www.dblinks.com.br/blog/01-08-2018-e-commerce-aliado-dos-supermercados-na-conquista-de-consumidores-e-aumento-das-vendas/>>; Acesso em: 31 de outubro, 2019
- **E-commerce fatura R\$ 53,2 bilhões em 2018, alta de 12%;** Nielsen, 2018; Disponível em: < <https://www.nielsen.com/br/pt/insights/article/2019/e-commerce-fatura-53-bilhoes-em-2018-alta-de-12-por-cento/> >; Acesso em: 31 de outubro, 2019
- **Contra crise, classe média corta refeições fora de casa e lazer;** Plano CDE (2015); Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/seu-dinheiro/noticia/2015/06/contra-cri-se-classe-media-corta-refeicoes-fora-de-casa-e-lazer.html>>; Acesso em: 31 de outubro, 2019
- **Pão de Açúcar vende todas as suas ações na Via Varejo por R\$ 2,3 bilhões;** Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/06/14/pao-de-acucar-vende-todas-as-suas-acoes-na-via-varejo-por-r-23-bilhoes.ghtml>>; Acesso em: 31 de outubro, 2019
- **Daily Treasury Yield Curve Rates;** Site Treasury; Disponível em: <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2016>>; Acesso em: 31 de outubro, 2019
- **Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 - Current;** Stern NYU; Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html>; Acesso em: 31 de outubro, 2019

- **Betas by Sector;** Stern NYU; Disponível em:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html>;
Acesso em: 31 de outubro, 2019