

JOÃO VITOR HIGUTI TELES ZUARDI

AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DE UMA EMPRESA
VAREJISTA IMPACTADA PELA TRANSFORMAÇÃO DIGITAL

Trabalho de Formatura apresentado à Escola Politécnica da
Universidade de São Paulo para obtenção do Diploma de Engenheiro
de Produção.

São Paulo

2020

JOÃO VITOR HIGUTI TELES ZUARDI

AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DE UMA EMPRESA
VAREJISTA IMPACTADA PELA TRANSFORMAÇÃO DIGITAL

Trabalho de Formatura apresentado à Escola Politécnica da
Universidade de São Paulo para obtenção do Diploma de Engenheiro
de Produção

Orientador: Clovis Armando Alvarenga Netto

São Paulo

2020

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo-na-publicação

Zuardi, João Vitor

AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DE UMA EMPRESA
VAREJISTA IMPACTADA PELA TRANSFORMAÇÃO DIGITAL / J. V.
Zuardi -- São Paulo, 2020.

129 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São
Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1.Avaliação Econômico-Financeira 2.Transformação Digital 3.Varejo
4.Universidade de São Paulo 5.Escola Politécnica I.Universidade de São Paulo.
Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais que foram fundamentais para a minha formação e que me apoiaram em todos os momentos dessa jornada.

A toda minha família e amigos que tiveram presentes e colaboraram por tornar essa experiência única.

Aos professores que compartilharam o conhecimento durante e após as aulas, principalmente ao meu orientador, Professor Doutor Clovis Armando Alvarenga Netto, que me ofereceu suporte fundamental para a elaboração deste estudo e por todas as conversas que auxiliaram a atingir o resultado.

RESUMO

O objetivo do presente trabalho é a avaliação econômico-financeira da Via Varejo a partir de diferentes métodos buscando entender os principais elementos que são capturados em cada forma de avaliação. O foco do trabalho é analisar e interpretar o impacto da transformação digital na atividade de valoração das companhias. Para isso, foi primeiro realizado a apresentação do conceito de transformação digital e da fundamentação teórica necessária para a aplicação dos métodos de valoração. A fim de fornecer um panorama do mercado de atuação da empresa, são apresentados os modelos de negócio e as principais companhias que compõem o setor, com enfoque e maior profundidade para a Via Varejo. A partir dos conhecimentos obtidos, é realizada a modelagem financeira da companhia para realização do método de fluxo de caixa descontado. A valoração também é realizada pelo método de avaliação relativa em que são abordadas diferentes métricas. Posteriormente, os resultados e métricas são interpretados a fim de entender a influência de elementos relacionados a transformação digital na avaliação. Dessa maneira, o presente estudo serve como exemplo de como empresas podem gerar mais valor a partir do sucesso da implementação da transformação digital em suas atividades, além de mostrar os cuidados que devem ser tomados ao comparar companhias em estágios diferentes de transformação.

Palavras-Chave: Avaliação Econômico-Financeira, Varejo, Transformação Digital, E-commerce, Marketplace

ABSTRACT

The objective of the present work is the valuation of Via Varejo using different methods, with the aim of understanding the main aspects captured by each one of them. The focus of this study is to analyze and realize the impact of the digital transformation process on the valuation of enterprises. In this regard, the concept of digital transformation is presented together with the necessary theoretical basis of finance and accountability, which are paramount for the application of the valuation methods. In order to provide an overview of the market, the business models and the main companies that make up the sector are presented, with focus and greater depth in Via Varejo. Based on the obtained knowledge, the company's financial modeling is carried out in order to perform the discounted cash flow method. The valuation is also performed by the relative valuation method, in which different metrics are approached. Afterwards, the results and metrics are explored and interpreted, providing insights regarding the impact of digital transformation and its aspects on the valuation. Therefore, this study can be used as an example of how companies can generate more value through the successful implementation of digital transformation in their activities, besides showing the diligence necessary when comparing companies at different stages of online transformation.

Keywords: Valuation, Retail, Digital Transformation, E-commerce, Marketplace

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Demonstração de Fluxo de Caixa	33
Figura 2 – Fluxo de Caixa para o Acionista	40
Figura 3 – Fluxo de Caixa para a Firma	41
Figura 4 – Pilares Transformação Digital	48
Figura 5 – Plataforma Magazine Luiza	66
Figura 6 – Plataforma B2W	68
Figura 7 – Plataforma Mercado Libre	71
Figura 8 – Presença Geográfica	77
Figura 9 - Estrutura Organizacional	79
Figura 10 – Próximos Passos Transformação Digital	81
Figura 11 – Modelo Receita Bruta Online	96
Figura 12 – Sensibilidade $g \times K_e$	111
Figura 13 – Sensibilidade Elasticidade do PIB $\times K_e$	111
Figura 14 – Sensibilidade Mercado E-commerce $\times K_e$	112
Figura 15 – Sensibilidade Margem Bruta E-commerce $\times$ Lojas Físicas	113

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução de Preço das Ações	24
Gráfico 2 – Variação PIB x Volume Varejo Restrito (%)	50
Gráfico 3 – Varejo Restrito x Varejo Ampliado (%)	51
Gráfico 4 – Evolução do Mercado de E-commerce (R\$ Bilhões)	52
Gráfico 5 – Vendas por linha de produto varejo total e e-commerce (%)	54
Gráfico 6 – Evolução das Ações da Best Buy	57
Gráfico 7 – Evolução de Vendas Best Buy	57
Gráfico 8 – Receita Líquida Máquina de Vendas (R\$ Bilhões)	59
Gráfico 9 – LAJIRDA / EBITDA Máquina de Vendas (R\$ Milhões)	59
Gráfico 10 – Endividamento (caixa) líquido Máquina de Vendas (R\$ Bilhões)	60
Gráfico 11 – Receita Líquida Lojas Cem (R\$ Bilhões)	60
Gráfico 12 – LAJIRDA / EBITDA Lojas Cem (R\$ Milhões)	61
Gráfico 13 – Endividamento (Caixa) Líquido Lojas Cem (R\$ Bilhões)	61
Gráfico 14 – Receita Líquida Fast Shop (R\$ Bilhões)	62
Gráfico 15 – LAJIRDA / EBITDA Fast Shop (R\$ Milhões)	63
Gráfico 16 – Endividamento (Caixa) Líquido Fast Shop (R\$ Milhões)	63
Gráfico 17 – Evolução Ação Empresas de Capital Aberto	64
Gráfico 18 – Evolução Ação MGLU3	65
Gráfico 19 – Receita Líquida Magazine Luiza (R\$ Bilhões)	66
Gráfico 20 – LAJIRDA / EBITDA Magazine Luiza (R\$ Milhões)	67
Gráfico 21 – Endividamento (caixa) líquido Magazine Luiza (R\$ Bilhões)	67
Gráfico 22 – Evolução Ação BTOW3	69
Gráfico 23 – Receita Líquida B2W (R\$ Bilhões)	69
Gráfico 24 – LAJIRDA / EBITDA B2W (R\$ Milhões)	70
Gráfico 25 – Endividamento (Caixa) Líquido B2W (R\$ Bilhões)	70
Gráfico 26 – Evolução da Ação Meli	72
Gráfico 27 – Receita Líquida Mercado Libre (R\$ Bilhões)	72
Gráfico 28 – LAJIRDA / EBITDA Mercado Libre (US\$ Milhões)	73
Gráfico 29 – Endividamento (caixa) líquido Mercado Libre (US\$ Milhões)	73
Gráfico 30 – Abertura da Receita (2019)	77
Gráfico 31 – Evolução da Ação (VVAR3) x Ibovespa	78

Gráfico 32 – Usuários Ativos Mensais (Milhões)	82
Gráfico 33 – Receita de Produtos Financeiros (R\$ Milhões)	84
Gráfico 34 – Número de Lojas e Área de Venda Total	85
Gráfico 35 – Same Store Sales x Volume de Vendas – Móveis e Eletrodomésticos	85
Gráfico 36 – GMV E-commerce (R\$ Bilhões)	86
Gráfico 37 – Receita Bruta (R\$ Bilhões)	87
Gráfico 38 – Lucro Bruto (R\$ Bilhões)	88
Gráfico 39 – LAJIRDA / EBITDA (R\$ Bilhões)	88
Gráfico 40 – Endividamento (R\$ Bilhões)	89
Gráfico 41 – Regressão Linear PIB x SSS	93
Gráfico 42 – Projeção Receita por m ²	93
Gráfico 43 – Projeção Número de Lojas e Área de Vendas Total	95
Gráfico 44 – Receita Bruta Lojas Físicas (R\$ Bilhões)	96
Gráfico 45 – Receita Bruta Online (R\$ Bilhões)	97
Gráfico 46 – Custo Mercadoria Vendida (R\$ Bilhões)	98
Gráfico 47 – Despesas Operacionais (R\$ Bilhões)	99
Gráfico 48 – Capex Logística (R\$ Milhões)	100
Gráfico 49 – Capex Novas Lojas (R\$ Milhões)	100
Gráfico 50 – Capex Reforma de Lojas (R\$ Milhões)	101
Gráfico 51 – Capex TI (R\$ Milhões)	102
Gráfico 52 - Capex Outros (R\$ Milhões)	102
Gráfico 53 – Capex Total (R\$ Milhões)	103
Gráfico 54 – Endividamento (R\$ Bilhões)	104
Gráfico 55 – Despesas Financeiras (R\$ Milhões)	105
Gráfico 56 – Evolução EV / Área Total de Vendas	119
Gráfico 57 – Evolução EV / Área Total de Vendas (EUA)	120

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Balanço Patrimonial Padrão	28
Tabela 2 – Demonstração de Resultados do Exercício	30
Tabela 3 – Múltiplos de Drogarias de Capital Aberto	37
Tabela 4 – Múltiplos de Empresas do Setor de Educação	37
Tabela 5 – Múltiplos de Transações Precedentes do Setor Varejista	38
Tabela 6 – Variação do Volume no Varejo	49
Tabela 7 – Panorama do Mercado Brasileiro	51
Tabela 8 – Potencial de diferentes segmentos no e-commerce	53
Tabela 9 – Panorama Empresas Varejistas 2019	74
Tabela 10 – Estrutura societária	79
Tabela 11 – Dados Macroeconômicos	91
Tabela 12 – Variação Número de Lojas por Marca	94
Tabela 13 – Capital de Giro - Dias	104
Tabela 14 – Fluxo de Caixa Descontado	108
Tabela 15 – DRE Projetado	109
Tabela 16 – Balanço Patrimonial Projetado	110
Tabela 17 – Fluxo de Caixa Descontado (Múltiplos Implícitos)	113
Tabela 18 – Tabela EV / EBITDA	115
Tabela 19 – Tabela EV / Receita	116
Tabela 20 – Tabela EV / GMV	117
Tabela 21 – Evolução Marketplace	118
Tabela 22 – Tabela EV / Área Total de Vendas	118
Tabela 23 – EV / Área Total de Vendas	120
Tabela 24 – Resultados da Avaliação	122

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

1P - *First party*

3P - *Third-party seller*

B2B - *Business-to-business*

B2C - *Business-to-Consumer*

BACEN - Banco Central do Brasil

Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo

BP - Balanço Patrimonial

Capex - *Capital Expenditure*

CAPM - *Capital Asset Price Model*

CDCI - Crédito Direto ao Consumidor com Interveniência

CEO - *Chief Executive Officer*

DCF - *Discounted Cash Flow*

DFC - Demonstrativo de Fluxo de Caixa

DRE - Demonstração do Resultado do Exercício

EBITDA - *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*

EV - *Enterprise Value*

FCF - Fluxo de Caixa de Financiamento

FCFE - *Free Cash Flow to Equity*

FCFF - *Free Cash Flow to the Firm*

FCI - Fluxo de Caixa de Investimentos

FCO - Fluxo de Caixa Operacional

GMV - *Gross Merchandise Value*

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

IPO - *Initial Public Offering*

Kd - *Cost of debt*

Ke - *Cost of equity*

LTM - *Last Twelve Months*

P2P - *Peer-to-peer*

PDD - Provisão de Devedores Duvidosos

PDV - Ponto de Venda

PIB - Produto Interno Bruto

PMC - Pesquisa Mensal do Comércio

SBVC - Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo

SKU - *Stock keeping unit*

WACC - *Weighted Average Cost of Capital*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	22
1.1 Contexto do Problema	22
1.2 Problema Abordado	22
1.3 Empresa a ser realizado o estudo	23
1.4 Motivações e objetivos do estudo	25
1.5 Relação do Tema Proposto com o Estágio	25
1.6 Estrutura do Trabalho	26
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	27
2.1 Contabilidade	27
2.1.1 Balanço Patrimonial	27
2.1.2 Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)	29
2.1.3 Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC)	31
2.2 Avaliação de Empresas	33
2.2.1 Avaliação Relativa	34
2.2.1.1 Múltiplos de empresas de capital aberto	36
2.2.1.2 Múltiplos de transações precedentes	37
2.2.2 Avaliação por fluxo de caixa descontado	38
2.2.2.1 Fluxo de Caixa para o Acionista	39
2.2.2.2 Fluxo de Caixa para a empresa	40
2.2.2.3 Valor Terminal	41
2.2.2.4 Taxas de Desconto	42
2.3 Estratégia de Transformação Digital	46
3 ANÁLISE DO SETOR VAREJISTA BRASILEIRO	49
3.1 Modelo de Negócio	52
3.1.1 E-commerce	52
3.1.2 Marketplace	55
3.1.3 Caso Best Buy (2017)	56
3.2 Análise das Empresas do Setor Varejista	57
3.2.1 Empresas de Capital Fechado	58
3.2.1.1 Máquina de Vendas	58
3.2.1.2 Lojas Cem	60

3.2.1.3 Fast Shop	62
3.2.2 Empresas de Capital Aberto	64
3.2.2.1 Magazine Luiza	64
3.2.2.2 B2W	68
3.2.2.3 MELI	70
3.2.2.4 Comparação das Companhias	73
3.3 Mudanças atreladas a transformação digital	74
4 COMPANHIA	76
4.1 Histórico	76
4.2 Aquisições Recentes	79
4.3 Transformação Digital	80
4.4 E-commerce	81
4.4.1 Caso “ME CHAMA NO ZAP”	82
4.5 Produtos Financeiros	83
4.6 Destaques Operacionais	84
4.7 Destaques Financeiros	86
4.7.1 Receita Bruta	86
4.7.2 Lucro Bruto	87
4.7.3 EBITDA	88
4.7.4 Endividamento Líquido	89
5 MODELAGEM FINANCEIRA	90
5.1 Método de Fluxo de Caixa Descontado	90
5.1.1 Detalhamento das Projeções	90
5.1.1.1 Premissas Macroeconômicas	91
5.1.1.2 Premissas de Receita	91
5.1.1.2.1 Receita de Lojas Físicas	92
5.1.1.2.2 Online	96
5.1.1.3 Custos e Despesas Operacionais	97
5.1.1.4 Capex	99
5.1.1.5 Capital de Giro	103
5.1.1.6 Endividamento	104
5.1.2 Avaliação Econômico-Financeira	106
5.1.2.1 Taxa de Desconto e Taxa de Crescimento na Perpetuidade	106

5.3.2.2 Fluxo de Caixa Descontado	107
5.3.2.2.1 Análise de Sensibilidade	110
5.2 Avaliação Relativa	113
5.2.1 Múltiplo de Companhias de Capital Aberto	114
5.2.1.1 EV / EBITDA	114
5.2.1.2 EV / Receita	115
5.2.1.3 Múltiplos Utilizados do Segmento	116
5.2.1.3.1 EV / GMV	116
5.2.1.3.2 EV / Área de Vendas Total	118
5.2.2 Múltiplos de Transações Precedentes	121
6 RESULTADOS OBTIDOS	122
7 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS	124
REFERÊNCIAS	126

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contexto do Problema

No decorrer dos anos, os setores passam por transformações ocasionadas por diversos fatores entre eles o cenário competitivo e a demanda dos clientes. As empresas, para se adaptar às novas realidades, alteram a forma de oferecer serviços e/ou produto, podendo modificar o modelo de negócios que atuavam por meio de diversos elementos, como, por exemplo, variação dos canais, dos clientes e oferta de novos produtos/serviços. O setor de varejo restrito, terminologia utilizada pelo IBGE que engloba todas as atividades do setor de varejo menos comércio varejista de veículos, motocicletas partes e peças, e material de construção, é um exemplo de setor que está passando por evidente transformação (IBGE – PMC, 2020). Esse setor, que será abordado ao longo deste estudo, é extremamente relevante para a economia do país correspondendo a cerca de 22% do PIB em 2019 (SBVC, 2020).

O mercado consumidor e a forma que as empresas operam nesse setor estão alterando, principalmente, devido à crescente implementação da transformação digital nas companhias, que pode ser observado pelo crescimento da participação do varejo online e a implementação do modelo de *marketplace* por parte das empresas. O cenário atual de COVID-19 acelerou o processo de transformação, fazendo com que a maneira habitual de realizar as atividades fosse alterada, pois diversas lojas foram obrigadas a fechar e o fluxo de pessoas diminuiu drasticamente. A situação gerou um aumento ainda maior na importância do varejo online, em que é possível realizar a compra de produtos de maneira segura, sem o contato físico.

Devido ao panorama apresentado, há mais elementos a serem avaliados quando se realiza a avaliação econômico-financeira das empresas, ocasionando maior complexidade. O varejo, segmento tradicional e presente na economia há tanto tempo, está em transformação, assim como as métricas e métodos utilizados para sua valoração. Ao se observar o preço das varejistas no mercado de ações (Bovespa), nota-se que há grande variação de valor dos ativos negociados e dos múltiplos de negociação nos últimos meses, o que demonstra a dificuldade de precificação pelo mercado.

1.2 Problema Abordado

A atividade de valoração de ativos é realizada, segundo Damodaran (2008), a partir de três abordagens: avaliação por fluxo de caixa descontado, avaliação relativa e avaliação de direitos contingentes. Neste estudo, pelo foco na avaliação de empresas, serão abordadas as duas primeiras.

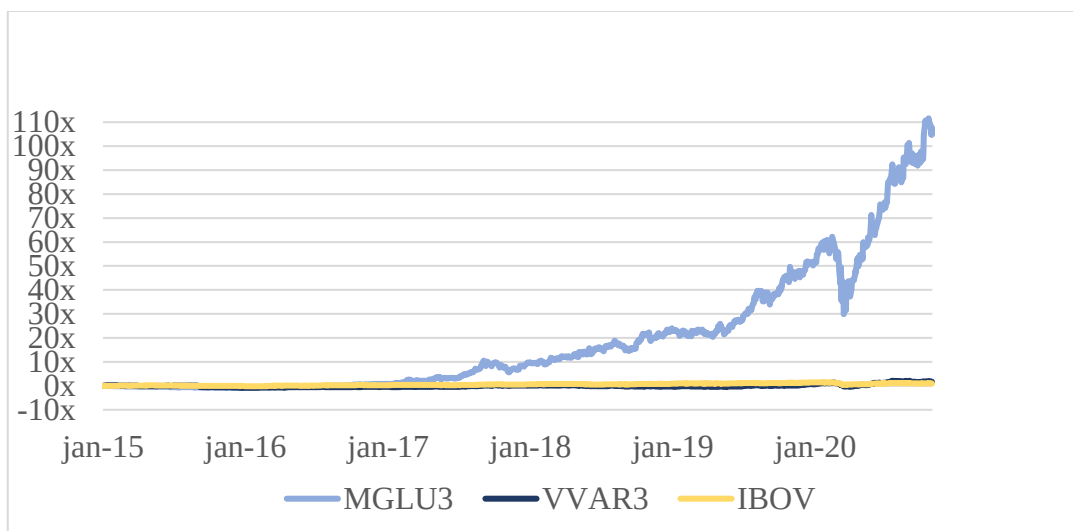
Devido às mudanças no setor, as métricas tradicionais utilizadas na avaliação relativa de companhias podem ser menos precisas por não capturar elementos relevantes para a nova realidade. O método de avaliação por fluxo de caixa descontado também apresenta obstáculos devido às incertezas da taxa de sucesso e rapidez de implementação das estratégias de transformação digital das companhias e como será a resposta do mercado a esse crescimento.

O estudo a seguir tem como objetivo apresentar as métricas mais empregadas na avaliação de empresas e novas métricas que estão sendo utilizadas a fim de aprimorar a régua de avaliação relativa e evidenciar os impactos do novo cenário para essas métricas de avaliação. O método de fluxo de caixa descontado é realizado para fornecer o valor intrínseco da empresa a partir da projeção dos próximos anos da empresa em questão, valor que será sensibilizado frente às premissas relacionadas à transformação digital.

1.3 Empresa a ser realizado o estudo

A empresa alvo do estudo é a varejista de eletrodomésticos Via Varejo, empresa brasileira líder no segmento de eletrodomésticos e uma das mais tradicionais empresas nacionais com as marcas Ponto Frio e Casas Bahia (SBVC, 2020). Nos últimos anos, a Companhia está realizando diversas ações que estão transformando a forma de realização das suas operações, sendo apontada pelo mercado como a possível “Nova Magazine Luiza” (CNN BRASIL, 2020). A comparação com a Magazine Luiza ocorre devido ao fato de a empresa ser enxergada pelo mercado como um caso de sucesso de transformação digital e que obteve alto crescimento no seu valor nos últimos anos como é possível observar no gráfico 1. Os símbolos MGLU3 e VVAR3 referem-se às empresas Magazine Luiza e Via Varejo, respectivamente, o IBOV é o índice da bolsa de valores B3.

Gráfico 1 – Evolução de Preço das Ações



Fonte: Capital IQ (2020), elaboração própria

Os critérios que levaram a escolha da Via Varejo foram:

- Eventos transformacionais recentes:** Durante o ano de 2019, a Companhia passou por eventos marcantes sendo o principal a alteração de seu controle, passando novamente para as mãos de Michael Klein, antigo acionista que havia vendido o controle em 2009. Além desse evento, a empresa está adquirindo diversas empresas que operam em diferentes frentes, ampliando, assim, a gama de conhecimento, produtos e serviços presentes na empresa. A última aquisição realizada pela companhia foi a I9XP, empresa do setor de tecnologia voltada a soluções para o e-commerce, em outubro de 2020. (Via Varejo, 2020)
- Possuir informações financeiras disponíveis:** A Via Varejo é listada na bolsa de valores sob o código VVAR3 e devido às regras de listagem, diversas informações sobre o modelo de negócio, estratégia e principalmente financeiras necessitam ser disponibilizadas ao público.
- Marketplace na operação:** Um dos modelos de negócio mais utilizados pelas varejistas na tentativa de replicar o sucesso obtido pela Amazon, empresa americana com atuação no setor varejista, é a introdução do *marketplace* que representa uma grande oportunidade de negócio. Devido a isso, foi escolhida uma empresa que apresentasse essa operação a fim de entender as vantagens do modelo e como é o crescimento nos períodos iniciais de implementação.
- Cenário de destaque dentro do mercado:** As marcas Ponto Frio e Casas Bahia são renomadas no mercado nacional com presença em grande parte do território e estão de

forma frequente na mídia. No mercado internacional, a empresa foi a varejista brasileira que obteve a melhor posição no ranking de maiores varejistas do mundo segundo o ranking “Poderosos do Varejo Global 2020” (DELOITTE, 2020).

1.4 Motivações e objetivos do estudo

As motivações para realização do presente trabalho são: i) cenário transformador do setor e da empresa; ii) cenário gerado pela pandemia com grande necessidade da aceleração das transformações; iii) complexidade na análise do valor dos novos modelos de negócios do setor varejista; iv) setor de extrema importância da economia brasileira e empresa renomada que está em processo de transformação.

O principal objetivo do estudo é a valoração da Via Varejo a partir de diferentes métodos com a intenção de apresentar as principais diferenças captadas com cada métrica e análise. A fim de facilitar o entendimento do estudo é realizada uma análise do setor do varejo de eletrodomésticos com foco nas principais empresas e transformações tecnológicas e estratégicas que estão ocorrendo. Além disso, para a empresa avaliada, será apresentada a história da empresa, o modelo de negócios e as motivações para a estratégia de transformação.

1.5 Relação do Tema Proposto com o Estágio

O estágio que o autor do texto realiza é no mercado financeiro na Olimpia Partners Assessoria Financeira Ltda., boutique do setor financeiro fundada em 2009. A Olimpia Partners tem atuação em 3 principais frentes: assessoria estratégica e financeira, reestruturação de capital, e assessoria independente para conselhos e/ou executivos. A empresa possui escritórios em Los Angeles (EUA), no Rio de Janeiro (RJ) e em São Paulo (SP), sendo o último o escritório principal e onde o estágio é realizado. Desde sua fundação, a Olimpia Partners já esteve envolvida em operações nacionais e transfronteiriças que totalizam mais de R\$10 bilhões transacionados.

Durante o estágio iniciado em 2019, as principais atribuições realizadas foram análises setoriais; preparação de material para apresentações internas e externas; análise de companhias com olhar estratégico e a avaliação financeira das companhias a fim de encontrar o valor esperado em uma operação de aquisição, ou o percentual que cada empresa terá direito na empresa combinada em uma fusão. Durante o período, foram desenvolvidos diversos

conhecimentos envolvendo contabilidade, finanças corporativas e análises econômico-financeiras.

Devido à dinâmica do estágio, há o contato com diversas indústrias, a Olimpia Partners já realizou trabalhos com mais de 50 indústrias diferentes.

1.6 Estrutura do Trabalho

Visando um melhor entendimento do estudo, o trabalho foi dividido de uma maneira que inicia-se com a realização da revisão bibliográfica; análise sobre o setor que a empresa está inserida e principais companhias do segmento; a Via Varejo e posteriormente a apresentação de métodos e métricas utilizadas para valoração da empresa, sendo as divisões:

- **Introdução:** Apresentação das relações e motivações que levaram o autor a realizar o presente estudo com explicação sobre o que se pretende encontrar no decorrer do trabalho tanto como seu objetivo;
- **Fundamentação Teórica:** Conhecimentos técnicos e métodos levantados a partir de revisões bibliográficas de diversos materiais sobre o tema e que serão utilizados para a realização do trabalho. Os principais temas que serão abordados envolvem finanças e a definição de transformação digital;
- **Análise do setor varejista:** Exposição sobre a importância do setor na economia, as principais empresas do segmento e as mudanças tanto tecnológicas como de modelos de negócios que estão sendo observadas. Utilização de exemplo internacional para melhor entendimento da implementação dessas mudanças;
- **Via Varejo:** Descrição mais detalhada da empresa com apresentação dos diferentes modelos de negócio que possui, análise de eventos recentes, e apresentação e análise das principais informações financeiras da companhia;
- **Modelagem Financeira e Avaliação do Valor da Companhia:** Apresentação de métricas utilizadas na avaliação relativa sendo evidenciados elementos de cada uma. Abordagem de avaliação por fluxo de caixa descontado com a explicação das principais premissas utilizadas. Após a exibição, é realizada análise crítica dos resultados obtidos;
- **Conclusão e Considerações Finais:** principais pontos que foram abordados no trabalho.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O capítulo será dividido em 3 partes: a primeira parte irá introduzir a contabilidade com as explicações sobre termos, breve apresentação dos principais demonstrativos financeiros e indicadores; a segunda parte irá trazer as principais formas para análise de valor das companhias (*valuation*); após as duas partes com foco na área de finanças, é apresentado o termo “transformação digital”.

2.1 Contabilidade

A contabilidade é utilizada, segundo Málaga (2012), para auxiliar e mensurar as decisões tomadas pelos administradores / gestores da empresa. A partir de regras comuns para análise de dados, a contabilidade permite a comparação entre companhias de diferentes setores, tamanhos e países evidenciando os resultados, desempenho nos negócios e a rentabilidade sobre o capital dos sócios, o último que, por Málaga (2012), é o “objetivo primordial das empresas”. Dessa maneira, investidores conseguem através da contabilidade, comparar oportunidades de investimentos de diferentes naturezas.

Na mesma linha, Marion (2015) aponta que o objetivo da contabilidade é permitir que usuários consigam avaliar a situação econômica e financeira da empresa e que possibilite a indução de predisposições para o futuro e define contabilidade como uma ciência social que estuda o comportamento das riquezas que se integram no patrimônio, em face das ações humanas.

A divulgação dos dados contábeis das companhias é realizada por meio de relatórios contábeis que apresentam as informações de forma ordenada e resumida. Existem diversos relatórios que podem ser elaborados pelas companhias que de maneira individual ou combinada, fornecem informações para os leitores. Segundo Marion (2015), os relatórios mais importantes são as demonstrações financeiras que serão abordados individualmente a seguir.

2.1.1 Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial, segundo Málaga (2012), apresenta a posição financeira e patrimonial da empresa de maneira estática, por mostrar a figura em uma determinada data. Marion (2015) posiciona o balanço como a principal demonstração financeira, e segundo

Málaga (2012), o balanço é uma foto das decisões de investimento e financiamento da empresa na data.

A estrutura do balanço é constituída por duas colunas, a coluna do lado direito que contém os grupos de contas Passivo e o Patrimônio Líquido, e a coluna do lado esquerdo com o Ativo. A estrutura resumida do balanço com as principais contas pode ser vista na tabela 1 a seguir.

Tabela 1 – Balanço Patrimonial Padrão

Balanço Patrimonial	
Ativo	Passivo
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Disponibilidades	Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo
Clientes	Fornecedores
Estoques	Contas a Pagar
Valores a Receber	Passivo Não Circulante
Ativo Não Circulante	Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo
Realizável a longo prazo	Provisões
Investimentos	Patrimônio Líquido
Imobilizado	Capital Social
Intangível	Reservas de Capital
	Ajustes de Avaliação Patrimonial
	Reserva de Lucros
	Ações em Tesouraria
	Prejuízos Acumulados

Fonte: Elaboração própria.

Ativo: o grupo de contas Ativo é definido por Marion (2015) como: “são todos os bens e direitos de propriedade da empresa, mensuráveis monetariamente, que representam benefícios presentes ou benefícios futuros para a empresa”. Os bens são recursos como máquinas, estoques, dinheiro etc. Os direitos são contas a receber, duplicatas a receber, títulos de créditos dentre outros. Málaga (2012) situa que o ativo mostra as decisões ou estratégias de investimentos que ainda influenciam a empresa. Em relação a disposição no balanço, no ativo os itens são colocados em ordem decrescente de liquidez.

Passivo: grupo de contas denominado como Capital de Terceiros por abranger as obrigações que a companhia possui com terceiros que serão cobradas após os prazos de vencimentos. A conta do passivo representa os financiamentos da empresa para a operação. Os elementos no passivo são dispostos conforme o prazo de exigibilidade sendo os mais próximos posicionados primeiro.

Patrimônio Líquido: representa o Capital Próprio da empresa que são os recursos aportados pelos sócios da empresa, também denominado de passivo não exigível pois apesar de existir a dívida, essa não será exigida pela outra parte.

Há uma relação algébrica entre o lado esquerdo e direito do Balanço Patrimonial expressa na equação fundamental da contabilidade:

$$Ativo = Passivo + Patrimônio Líquido \quad (1)$$

2.1.2 Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)

O segundo demonstrativo que será abordado é a Demonstração de Resultados do Exercício (DRE) que apresenta, segundo Marion (2015), o grande indicador global de eficiência: o resultado do exercício. A apuração dessa demonstração é feita por exercício social que possui duração de um ano, no final do período são contabilizadas todas as receitas e despesas incorridas no exercício e é incorrido o resultado do exercício.

Os valores da DRE são calculados do zero em cada período, não ocorrendo acumulação de receitas ou despesas entre exercícios. Além disso, os valores são apurados pelo regime de competência, dessa forma as receitas e despesas são apropriadas conforme a ocorrência independente dos reflexos no caixa.

Málaga (2012) realiza a comparação entre Balanço Patrimonial e DRE: “enquanto o balanço representa uma “foto” das decisões de investimento e de financiamento em uma determinada data, a DRE representa um “filme” dos resultados gerados pelas decisões durante um determinado período”.

O formato padrão da DRE é exemplificado na tabela 2 a seguir:

Tabela 2 – Demonstração de Resultados do Exercício

Demonstração de Resultado do Exercício
Receita Bruta de Vendas
(-) Deduções de Vendas
Vendas Canceladas
Descontos Incondicionais
Devoluções de Vendas
(-) Impostos Sobre Vendas
ICMS sobre Faturamento
Receita Líquida de Vendas
(-) Custos dos Produtos e Serviços Vendidos
Lucro Bruto
(+/-) Despesas e Receitas Operacionais
Despesas Comerciais
Despesas Gerais e Administrativas
Outras Receitas Operacionais
Outras Despesas Operacionais
Lucro Operacional (LAJIR ou EBIT)
(+/-) Resultado Financeiro Líquido
Despesas Financeiras
Receitas Financeiras
(+/-) Receitas/Despesas Não Operacionais
Lucro Antes do Imposto de Renda (LAIR ou EBT)
(-) Provisão para CSLL
(-) Provisão para IRPJ
Resultado Líquido das Operações Continuadas
Resultado líquido após os tributos das operações descontinuadas
Resultado líquido de baixas de ativos e mensuração do valor justo
Resultado Líquido do Exercício

Fonte: Marion (2015).

Dessa forma serão abordadas as principais contas que compõe o demonstrativo a partir da abordagem utilizada por Marion (2015):

- **Receita Bruta:** composta pelas vendas de produtos e subprodutos, de mercadorias e prestação de serviços, sem descontar os impostos incidentes na venda e as devoluções.
- **Receita Líquida:** resultado da subtração de deduções e impostos da receita bruta, essa receita é utilizada como denominador nos cálculos de margens.
- **Lucro Bruto:** obtido pela diferença entre a receita líquida e o custo dos produtos e serviços vendidos, considera somente despesas diretas, não incluídas despesas administrativas e financeiras.

- **Despesas e Receitas Operacionais:** essa conta representa as despesas que são necessárias para manter a atividade operacional da empresa, porém, não são ligadas diretamente ao produto e serviço. Essas despesas podem ser de vendas: atreladas a comercialização do produto como, por exemplo, a comissão que o vendedor recebe; gerais e administrativas: despesas necessárias para administrar a empresa que não tenham relação direta ao negócio, por exemplo, material de escritório; e outras receitas/despesas que são atividades que ocorrem e que não estão incluídas nas atividades principais da companhia.
- **Lucro Operacional (LAJIR ou EBIT):** mede o lucro operacional da empresa já sendo subtraídas as despesas diretas e as indiretas.
- **LAJIRDA ou EBITDA:** medida que representa o lucro antes dos juros, do imposto sobre a renda, da depreciação e da amortização. Esse valor é bastante utilizado no mercado por ser um indicador que mostra a capacidade de geração de caixa operacional da empresa. A construção do valor é realizada a partir do Lucro Operacional sendo realizadas adições e subtrações. Um problema desse indicador, como apontado por Málaga (2012), é que não há uma regra única para a formação desse indicador o que pode vir a ocasionar erros de interpretação e diferentes formas de calcular o valor.
- **Resultado financeiro:** resultado das receitas e despesas financeiras ocorridas no exercício social. As despesas financeiras são resultado de remunerações relacionadas ao capital de terceiros, podendo ser juros incorridos, comissões bancárias dentre outros. As receitas financeiras ocorrem como resultado das aplicações financeiras, descontos obtidos, dentre outros.
- **Lucro antes do imposto de renda (LAIR):** calculado a partir da soma do lucro operacional com os resultados financeiros e de outras operações não atreladas às atividades principais da companhia. Diferente do LAJIR, o lucro obtido nessa conta não reflete somente o resultado do negócio da empresa.
- **Resultado do exercício:** obtido pela soma do LAIR com as provisões de Imposto de Renda e Contribuição Social. Ambas as provisões são calculadas em relação ao LAIR. Após o cálculo é possível observar se a empresa obteve lucro ou prejuízo no exercício, importante indicador operacional.

2.1.3 Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC)

A última demonstração contábil que será abordada é o Demonstrativo de Fluxo de Caixa que tem como objetivo, segundo Málaga (2012), informar sobre a movimentação de entradas e saídas de caixa da empresa em um período. O método que será abordado do DFC é o direto, em que são evidenciados somente as movimentações que geram impacto no caixa, diferente da DRE que contabiliza no método de competência. A partir da análise do DFC é possível entender as atividades que geraram variação do caixa que é observado no Balanço, as atividades são divididas em três frentes:

- **Fluxo de caixa operacional (FCO):** representa a geração ou consumo de caixa efetivo da operação principal da empresa sem considerar atividades de investimento e financiamento. A partir do FCO, a empresa consegue ver atividades que conseguem gerar mais caixa e é um bom indicador financeiro que mostra a quantidade de capital que a empresa consegue gerar para pagar investimentos e obrigações.
- **Fluxo de caixa de investimentos (FCI):** evidencia o capital que está sendo desembolsado para manutenção das atividades atuais e futuras. Segundo Málaga (2012), o FCI deve ser compreendido junto com as notas explicativas para analisar os investimentos / desinvestimentos que foram realizados. Uma empresa que pretende manter a capacidade atual deve investir pelo menos o valor que está sendo depreciado e amortizado.
- **Fluxo de caixa de financiamento (FCF):** apresenta as movimentações relacionadas a captação ou pagamento junto a terceiros e sócios no período. A captação gera um fluxo positivo, entrada de capital, enquanto o pagamento decorre da saída de caixa da empresa.

A análise dos três fluxos permite identificar a posição da empresa quanto a necessidade de receber investimentos e a capacidade de geração com os investimentos atuais. Essa análise deve ser feita de maneira diferente conforme a situação que a empresa se posiciona no mercado, por exemplo, empresas que estão em fase de expansão devem consumir caixa de investimento devido a aquisição de imobilizado que permita a expansão. Empresas mais consolidadas no mercado, devem conseguir gerar caixa e não ter a necessidade de realizar grandes captações e passar a gerar retorno para seus acionistas. Os diferentes fluxos e as principais contas podem ser visualizados na figura 1.

Figura 1 – Demonstração de Fluxo de Caixa

Demonstração de Fluxo de Caixa
Fluxo de Caixa Operacional
(+) Lucro Líquido
(+) Depreciação, exaustão e amortização
(+/-)Variação no capital de giro
Fluxo de Caixa de Investimentos
(-) Compra de ativos
(+) Venda de ativos
Fluxo de Caixa de Financiamento
(+) Empréstimos e Financiamentos
(+) Aporte de Capital
(-) Amortização de Empréstimos e Financiamentos
(-) Dividendos

$$\text{Caixa Final} = \text{Caixa Inicial} + \text{FCO} + \text{FCI} + \text{FCF}$$

Fonte: Elaboração própria

2.2 Avaliação de Empresas

“Todo ativo, seja financeiro ou real, tem valor”. – Damodaran (2008)

A análise de avaliação de ativos, conhecida como *valuation*, consiste na determinação do valor do ativo utilizando diferentes metodologias. Segundo Damodaran (2008), apesar da existência de diferentes tipos de ativos que exigem informações e complexidades diferentes de avaliação, todas são suportadas por princípios básicos. Vale ressaltar que há incerteza na avaliação dos ativos, que decorre, principalmente, do ativo que está sendo avaliado, mas também do modelo escolhido de avaliação. As técnicas de *valuation* são importantes em diversas atividades como avaliação de portfólio e fusões e aquisições em que o vendedor deve estipular o valor para seu ativo e o comprador a avaliação para realizar a proposta.

Segundo Damodaran (2008), existem três abordagens para realizar a avaliação dos ativos: i) fluxo de caixa descontado, que, de forma sucinta, realiza o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa futuros do ativo; ii) avaliação relativa, avaliação com base em ativos comparáveis selecionados utilizando métricas comuns como vendas, EBITDA, lucro líquido; e iii) avaliação de direitos contingentes para ativos que detenham característica de opções. Neste trabalho, por ser voltado a avaliação de companhias, serão utilizadas as duas primeiras

abordagens com a quebra da segunda abordagem em avaliação por múltiplos de negociação de empresas comparáveis e múltiplos de transações precedentes.

A partir dos métodos utilizados para determinação de valor de uma empresa pode-se obter dois resultados: o *Enterprise Value* (“Valor da Empresa”) ou o *Equity Value* (“Valor para o Acionista”). O primeiro termo corresponde ao valor total da empresa pois leva em consideração mais elementos de valor do que o segundo que se limita ao valor para os acionistas. Dessa forma, o *Enterprise Value* engloba o *Equity Value* como é possível ver na fórmula abaixo retirada de Joshua & Rosenbaum (2013):

$$\begin{aligned} \text{Enterprise Value} & \quad (2) \\ & = \\ & \text{Equity Value} + \text{Dívida Líquida} - \text{Ações Preferenciais} \\ & \quad + \text{Participação de Acionistas Não Controladores} \end{aligned}$$

A dívida líquida apresentada na fórmula 2 corresponde à diferença entre as obrigações da empresa como empréstimos e financiamentos e os valores de caixa e equivalentes. Os termos dessa equação são retirados do balanço patrimonial do período em que se está realizando a avaliação. Em termos práticos, a dívida líquida corresponde ao saldo devedor que a empresa possuiria caso utilizasse todo dinheiro que possui para quitação das obrigações.

2.2.1 Avaliação Relativa

O método de avaliação relativa consiste na valoração do ativo com base na precificação de outros ativos considerados comparáveis com a utilização de variáveis comuns para as empresas como receita, lucro líquido e EBITDA. Segundo Joshua & Rosenbaum (2013), a análise de comparáveis se baseia no fato que os ativos similares compartilham as principais características financeiras e de negócio, direcionadores de resultados e riscos. A utilização da avaliação por múltiplos se deve, segundo McKinsey & Company (2005), a facilidade de comunicação e por não ter a necessidade de projetar o fluxo de caixa de uma empresa em que é necessário prever um futuro próximo, trazendo, assim, maior incerteza. Além disso, o *valuation* por múltiplos pode ser realizado de maneira mais rápida que o método de fluxo de caixa descontado, que será explicado mais adiante, e devido a praticidade, esse *valuation* deve ser utilizado como um parâmetro do valor encontrado por outros métodos.

O setor imobiliário é um exemplo da precificação feita a partir de avaliação relativa, na grande maioria dos casos o preço dos imóveis é encontrado com base no valor pago por imóveis similares sendo as principais variáveis consideradas localização, número de quartos, dentre outros. A partir do preço dos imóveis similares, é realizado uma precificação com base na métrica de preço por metro quadrado que é comum para todos os imóveis e a partir desse valor é encontrado o preço de qualquer outro imóvel similar.

Conforme explicado, a avaliação relativa depende dos valores encontrados em ativos comparáveis, devido a isso, a tarefa inicial e uma das mais importantes nessa análise é a seleção do universo de companhias comparáveis. Conforme Joshua & Rosenbaum (2013), a seleção pode ser um processo simples para alguns setores e uma tarefa complexa em outros. Na etapa de seleção devem ser considerados diversos fatores, entre os principais estão: i) setor de atuação da empresa; ii) tamanho; iii) geografia; iv) potencial de crescimento; e v) nível de alavancagem. Segundo Joshua & Rosenbaum (2013) e Damodaran (2008), o múltiplo mais comum para a avaliação relativa é o preço da ação dividido pelo lucro por ação, sigla P/E utilizando os termos em inglês, conforme fórmula 3. A explicação para a ampla utilização é o fato de ser um indicador fácil de ser calculado e abordar diversas características das empresas. Além disso, se trata de uma relação intuitiva, o valor da ação dividido pelo lucro para o acionista representa quantos períodos são necessários para a ação retornar o valor pago por ela.

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Valor da Ação}}{\text{Lucro por Ação}} \quad (3)$$

Outro múltiplo bastante utilizado é o EV/EBITDA, fórmula que mede o valor da empresa dividido pelo indicador de geração de caixa operacional. Esse múltiplo, por considerar somente as contas até EBITDA, se torna independente da estrutura de capital da empresa e de outros fatores como os impostos que são pagos e resultados não atrelados a operação como receita e despesas financeiras. O imposto ainda é mais relevante pois o percentual pago pode variar entre regiões. Porém, como relatado anteriormente, o EBITDA é um indicador e não uma conta contábil, e por não existir uma regra universal para o cálculo, há chances de distorções quando é realizada a análise de diversas empresas.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Valor da Empresa}}{\text{Indicador de Geração de Caixa Operacional}} \quad (4)$$

Existem situações em que as companhias comparáveis não possuem valores positivos ou relevantes de lucro líquido e EBITDA, o que acarreta a distorção e não validação dos múltiplos. Esse cenário é comum em diversos casos em que as empresas estão em fase de crescimento e ainda não conseguem gerar resultado. Devido a isso, outro múltiplo bastante utilizado é o EV / Receita que representa o valor da empresa dividido pelas vendas, conforme fórmula seguinte.

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{Valor\ da\ Empresa}{Vendas} \quad (5)$$

Após a apresentação dos três múltiplos mais comuns e que podem ser utilizados em companhias de diversos setores, vale ressaltar que há múltiplos específicos para alguns setores devido às características dos modelos de negócio. Por exemplo, o indicador EV / EBITDA não é comum em empresas financeiras pois parcela relevante da operação é identificado no resultado financeiro, que não está contido no cálculo. Porém, apesar da existência de diversos múltiplos para avaliação, o avaliador deve se atentar ao múltiplo que será utilizado, pois devido a introdução de novos modelos de negócio nos setores, os múltiplos podem não conseguir englobar os aspectos novos e relevantes.

Conforme comentado no primeiro capítulo, o objetivo deste trabalho é mostrar as métricas utilizadas para avaliação de varejistas por meio da utilização de dados financeiros ou operacionais e apontar elementos que devem ser considerados na análise devido a evolução do setor varejista, mais especificamente, no setor de eletrodomésticos. Os capítulos a seguir de análise de setor e Companhia fornecem um panorama para o leitor obter informações sobre as mudanças que estão ocorrendo e como as companhias estão se posicionando.

2.2.1.1 Múltiplos de empresas de capital aberto

A primeira avaliação relativa que será abordada é o múltiplo de empresas de capital aberto, essa avaliação é realizada devido à facilidade de encontrar os valores financeiros de empresas listadas, pois há a obrigação de divulgar informações ao público. Por serem listadas em bolsas de valores, o valor da ação, consequentemente da empresa, possui variação diária. Como exemplo, nas tabelas 3 e 4 a seguir são apresentados os múltiplos EV/Receita e EV/EBITDA de empresas do setor de drogarias e do setor de educação.

Tabela 3 – Múltiplos de Drogarias de Capital Aberto

Companhia	País	EV / Receita			EV / EBITDA		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Raia Drogasil	Brasil	2,2x	1,9x	1,6x	21,0x	17,4x	14,6x
d1000	Brasil	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Pague Menos	Brasil	0,8x	0,7x	0,7x	9,7x	8,8x	7,4x
CVS Health Corporation	EUA	0,6x	0,5x	0,5x	8,3x	8,1x	7,7x
Rite Aid Corporation	EUA	0,3x	0,3x	0,3x	13,3x	14,3x	13,9x
Walgreens Boots Alliance	EUA	0,5x	0,5x	0,5x	10,5x	10,4x	9,9x
Sundrug Co.	Japão	0,6x	0,6x	0,6x	8,2x	8,3x	7,9x
Matsumotokiyoshi	Japão	0,7x	0,7x	0,6x	8,7x	10,2x	8,6x
Ain Holdings	Japão	0,8x	0,7x	0,7x	8,8x	9,1x	7,6x
Welcia Holdings Co.	Japão	1,0x	0,9x	0,8x	17,0x	14,0x	13,2x
Dis-Chem Pharmacies	África do Sul	0,8x	0,7x	0,7x	10,2x	10,6x	9,0x
Clicks Group	África do Sul	1,7x	1,6x	1,5x	15,7x	13,8x	12,7x
Média		0,9x	0,8x	0,8x	12,0x	11,4x	10,2x
Mediana		0,8x	0,7x	0,7x	10,2x	10,4x	9,0x

Fonte: Capital IQ 2020; elaboração própria

Tabela 4 – Múltiplos de Empresas do Setor de Educação

Companhia	País	EV / Receita			EV / EBITDA		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Cogna Educação S.A.	Brasil	2,8x	2,8x	2,6x	13,8x	10,1x	8,6x
Yduqs Participações S.A.	Brasil	2,5x	2,3x	2,1x	7,8x	6,7x	5,7x
Ser Educacional S.A.	Brasil	1,9x	1,9x	1,7x	7,6x	7,3x	6,6x
Anima Holding S.A.	Brasil	2,6x	2,2x	2,0x	9,9x	8,3x	7,3x
Afya Limited	Brasil	10,6x	7,7x	6,4x	23,8x	17,3x	14,1x
Arco Platform Limited	Brasil	9,9x	7,9x	6,4x	31,6x	22,4x	17,0x
Média		5,0x	4,1x	3,5x	15,7x	12,0x	9,9x
Mediana		2,7x	2,6x	2,4x	11,8x	9,2x	7,9x

Fonte: Capital IQ 2020; elaboração própria

2.2.1.2 Múltiplos de transações precedentes

A segunda avaliação relativa utiliza os múltiplos de transações precedentes, a coleta de informações para essa análise é mais difícil devido ao fato de que não são sempre divulgados valores da transação e / ou valores financeiros das companhias que foram adquiridas. Essa diferença está atrelada ao fato de diversas transações serem realizadas envolvendo companhias de capital fechado que não são obrigadas a divulgar as informações. Porém, diversas transações possuem os valores divulgados em fatos relevantes ou comunicados ao mercado das empresas envolvidas e em outros casos os valores podem ser obtidos em notícias. Na tabela 5 a seguir são mostrados os múltiplos de transação do setor varejista que serão utilizados no final do trabalho para a avaliação relativa da Via Varejo.

Tabela 5 – Múltiplos de Transações Precedentes do Setor Varejista

Data	Empresa Adquirida	Comprador	País (Empresa Adquirida)	% Vendido	Enterprise Value / Receita EBITDA	
set-20	Mizuno (Operado pela Alpargatas)	Vulcabras Azaleia	Brasil	100%	0,1x	ND
jun-19	XXL ASA	Altor Equity Partners	Noruega	5%	0,9x	8,4x
mai-19	Avon Products	Natura Cosméticos	Reino Unido	100%	0,7x	7,1x
abr-19	Netshoes	Magazine Luiza	Brasil	100%	0,4x	NA
jan-18	SRP Groupe	Carrefour	França	17%	0,7x	NR
nov-17	Accent Group	BBRC International	Austrália	12%	0,9x	7,0x
jul-17	Alpargatas	Itaúsa	Brasil	55%	1,8x	14,8x
jul-17	Holdsport	Long4life Limited	África do Sul	98%	2,2x	11,6x
jul-16	Alpargatas	J&F Investimentos	Brasil	10%	1,3x	10,6x
mai-16	CNova Comércio Eletrônico	Via Varejo	Brasil	100%	0,3x	NA
nov-15	Alpargatas	J&F Investimentos	Brasil	45%	1,5x	13,4x
jul-15	Libertad	Almacenes Éxito	Argentina	100%	0,5x	11,3x
jun-15	Kanui	Dafiti	Brasil	100%	2,2x	ND
out-14	Dudalina	Restoque	Brasil	100%	3,0x	12,4x
set-14	Bluestem Brands	Capmark Financial Group	Estados Unidos	100%	0,7x	8,6x
jul-14	Provide Commerce	FTD Companies	USA	100%	0,7x	7,5x
nov-12	Centauro	GP Investimentos	Brasil	30%	1,8x	17,1x
jun-11	Lojas do Bau da Felicidade	Magazine Luiza	Brasil	100%	0,2x	NA
abr-11	Maxmix Comercial Ltda.	Lojas Renner	Brasil	100%	1,2x	NA
dez-09	Walmart Centroamerica	Wal-Mart de Mexico	México	100%	0,8x	ND
jun-09	Via Varejo	GPA	Brasil	70%	0,4x	13,1x
dez-08	Walmart (Chile)	Inversiones Australes Tres	Chile	58%	1,1x	14,1x
Média					1,1x	11,2x
Mediana					0,8x	11,5x

Fonte: Capital IQ; elaboração própria

As operações de transações precedentes podem envolver a venda do controle da empresa-alvo para o comprador, o que raramente ocorre nas operações negociadas na bolsa de valores. A troca de comando pode ser avaliada como um acréscimo ao valor das companhias como um *premium* a ser pago, por isso, em alguns casos os múltiplos encontrados nessa avaliação são maiores do que os indicadores de empresas de capital aberto.

2.2.2 Avaliação por fluxo de caixa descontado

O segundo método que será abordado é a avaliação por fluxo de caixa descontado, DCF, na sigla em inglês. O método se baseia, segundo Damodaran (2008), na “regra de valor presente”, pois os fluxos de caixas futuros esperados do ativo são trazidos a valor presente, ver fórmula 6. No caso da avaliação de companhias, foco deste trabalho, a projeção do fluxo de caixa é realizada com base em expectativas e premissas de resultado futuro da empresa como

crescimento das vendas, custos, necessidade de capital de giro, investimentos futuros dentre outros. Segundo Joshua & Rosenbaum (2013), a metodologia de fluxo de caixa descontado fornece o valor intrínseco da companhia, ao contrário da avaliação relativa, apresentada anteriormente, que se baseia nos valores de mercado em um determinado momento.

$$Valor\ Presente = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (6)$$

Em que:

- r = taxa de desconto
- CF_t = fluxo de caixa no período t
- n = vida útil do ativo

A fórmula 6 acima fornece o cálculo de valor presente para qualquer ativo, no caso de companhias há dois valores que podem ser encontrados pelo método: o Valor para o Acionista e o Valor da Empresa. As duas formas, apesar de utilizarem as mesmas fundamentações, possuem diferenças como, por exemplo, a forma de calcular o fluxo de caixa e a taxa utilizada. Além disso, há o incremento do termo de valor terminal na fórmula 6, valor que deve ser acrescentado no caso de avaliação de companhias pois a vida útil do ativo não possui uma duração definida. Conforme Joshua & Rosenbaum (2013), as projeções são realizadas normalmente para um período de 5 anos devido à dificuldade de realizar projeções de longo prazo para empresas. Porém, o prazo de projeção depende de alguns elementos como o setor da empresa, estágio de crescimento e previsibilidade das companhias. Nesse estudo é realizado o método para o período de 2020 a 2029, totalizando 10 anos de projeção.

2.2.2.1 Fluxo de Caixa para o Acionista

A primeira forma de DCF apresentada é o fluxo de caixa para o acionista (*free cash flow to equity – FCFE*) em que se obtém o valor que será destinado somente para os acionistas da companhia. Segundo Damodaran (2008), os acionistas devem receber o fluxo de caixa após o pagamento de todas as obrigações e necessidades de reinvestimento. Dessa maneira, como demonstrado na figura 2, o cálculo do fluxo inicia-se pelo Lucro Líquido do período, acrescentado o valor de depreciação e amortização por serem contas que não afetam o caixa da

empresa, somada a variação do capital de giro da empresa e descontado os desembolsos de capital.

Figura 2 – Fluxo de Caixa para o Acionista

Fluxo de Caixa para o Acionista
(+) Lucro Líquido
(+) Depreciação, exaustão e amortização
(+/-)Variação no capital de giro
(-) Desembolsos de Capital
(+) Empréstimos e Financiamentos
(-) Amortização de Empréstimos e Financiamentos
(=) Fluxo de Caixa para o Acionista

Fonte: adaptado de Damodaran (2008)

A partir do cálculo dos fluxos de caixa para o acionista projetados, deve ser utilizada a fórmula 7 de valor presente. O valor encontrado é o Valor para o Acionista (*Equity Value*) e nesse caso a taxa de desconto utilizada é o custo de capital (K_e) que será melhor explicado a frente.

$$Valor\ para\ o\ Acionista = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + Valor\ Terminal \quad (7)$$

Em que:

- K_e = custo de capital
- FCFE = fluxo de caixa para o acionista no período t
- n = número de períodos projetados

2.2.2.2 Fluxo de Caixa para a empresa

A segunda maneira de realizar o fluxo é na visão da empresa como um todo (*free cash flow to firm - FCFF*), que ao contrário da primeira, calcula o fluxo para todos relacionados a empresa, o que inclui, além dos acionistas, os credores e acionistas preferenciais. O fluxo de caixa dos acionistas é o valor de geração de caixa da atividade da empresa após o pagamento das despesas operacionais e impostos. Dessa forma, o fluxo é realizado a partir do LAJIR subtraído os impostos. O cálculo pode ser visto na figura 3.

Figura 3 – Fluxo de Caixa para a Firma

Fluxo de Caixa para a Firma
(+) LAJIR x (1 - alíquota de imposto)
(+) Depreciação, exaustão e amortização
(+/-) Variação no capital de giro
<u>(-) Desembolsos de Capital</u>
(=) Fluxo de Caixa para a Firma

Fonte: adaptado de Damodaran (2008)

Além da forma de realização do cálculo do fluxo de caixa, outra diferença das duas formas é a taxa de desconto que é utilizada, conforme apontado na fórmula 8, a taxa utilizada para encontrar o Valor da Empresa é o “*weighted average cost of capital*” (WACC) que é o custo médio ponderado do capital.

$$Valor da Empresa = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + Valor Terminal \quad (8)$$

Em que:

- WACC = custo ponderado de capital
- FCFF = fluxo de caixa para a firma no período t
- n = número de períodos projetados

2.2.2.3 Valor Terminal

Na avaliação de fluxo de caixa descontado deve ser calculado o valor presente dos fluxos de caixa futuro da companhia, porém, conforme Joshua & Rosenbaum (2013), não é viável a projeção de “n” anos. Devido a esse fator, o valor da companhia que está além dos fluxos de caixa dos anos que são projetados é capturado pelo cálculo do valor terminal. Joshua & Rosenbaum (2013) apresentam dois métodos de cálculo:

- Múltiplo de saída: valor terminal é encontrado utilizando-se os dados financeiros do último ano projetado e os valores de múltiplos atuais, conforme fórmula 9. O múltiplo apresentado na fórmula foi o EV / EBITDA, porém a avaliação pode ser realizada por qualquer múltiplo escolhido pelo avaliador. A fim de entender a relevância do múltiplo para o valor total é realizada uma análise de sensibilidade com variação do múltiplo escolhido.

$$Valor\ Terminal = EBITDA_n \times \frac{EV}{EBITDA} \quad (9)$$

- Crescimento na perpetuidade: a segunda forma de cálculo do valor terminal é realizada a partir da multiplicação entre o último período de fluxo de caixa calculado e a taxa de crescimento na perpetuidade da companhia. O valor encontrado é descontado pela diferença entre a taxa de desconto e a taxa de crescimento na perpetuidade. Assim como no método de múltiplo de saída, a análise de sensibilidade é utilizada e nesse caso é com base na taxa de crescimento na perpetuidade.

$$Valor\ Terminal = \frac{FC_n \times (1+g)}{(r-g)} \quad (10)$$

Em que:

- FC_n = fluxo de caixa no período n
- g = taxa de crescimento na perpetuidade
- r = taxa de desconto

2.2.2.4 Taxas de Desconto

Nas seções anteriores foi mencionado o termo de taxa de desconto, esse valor é utilizado para trazer a valor presente os fluxos projetados e representa, segundo Damodaran (2008), o grau de risco inerente aos fluxos. Como indicado pelas fórmulas, a taxa de desconto tem uma relação inversa com o valor presente dos fluxos, ou seja, ativos com uma maior taxa apresentam valor presente menor. Nas seções seguintes serão apresentados os métodos de cálculo das taxas de desconto.

O custo de capital próprio (k_e) representa o retorno esperado pelos acionistas da companhia e para encontrar o valor deve-se, segundo McKinsey & Company (2005) utilizar modelos de precificação que equacionam o risco em forma de retorno esperado. O modelo que é discutido é o “*Capital Asset Price Model*” (CAPM) por ser o modelo tipicamente utilizado segundo McKinsey & Company (2005) e Joshua & Rosenbaum (2013). Damodaran (2008) também posiciona o modelo CAPM como padrão para medição dos outros modelos de risco e retorno. A premissa adotada pelo modelo é que os acionistas devem ser premiados pelo risco sistemático que estão submetidos acima dos retornos dos ativos considerados como livres de

risco. A fórmula 11 do cálculo do CAPM possibilita um melhor entendimento de cada um dos termos que compõe o custo do capital próprio.

$$E(R_i) = \text{Taxa Livre de Riscos} + \text{Beta Alavancado} \times \text{Prêmio de Risco de Mercado}$$

$$(11)$$

$$E(R_i) = r_f + \beta_i \times (E(R_m) - r_f)$$

Em que:

- $E(R_i)$ = retorno esperado do ativo
- r_f = taxa livre de risco
- β_i = sensibilidade do ativo em relação ao mercado
- $E(R_m)$ = risco esperado de mercado

Damodaran (2008) apresenta elementos que afetam a variável de prêmio de risco: i) variância na economia: mercados emergentes apresentam maior crescimento e maior risco, como consequência o prêmio atrelado deve ser maior; ii) risco político: a instabilidade política gera incertezas que aumentam o risco do país; iii) estrutura de mercado: países que apresentam grandes empresas, diversificadas e estáveis apresentam menor incerteza, o que gera menores riscos. Os elementos que compõe a fórmula do CAPM serão discutidos a seguir.

O parâmetro encontrado como taxa livre de risco é obtido a partir do retorno de ativos considerados sem risco, em outras palavras, que não possuem variância. Pelo conceito de risco e retorno, esses ativos costumam apresentar retornos baixos, porém trazem certeza ao investidor. Os ativos que geralmente são escolhidos para representar essa classificação de risco são títulos públicos de longa duração emitidos pelo governo, devido a consideração que a chance de inadimplência do governo ser baixa. Porém, devido ao fato de alguns países serem classificados como possuindo risco, a utilização de títulos públicos americanos (T-bills, T-notes e T-bonds) acabou por se tornar a mais adequada para se obter a taxa livre de risco.

O beta (β_i) expresso na fórmula 12 é determinado, segundo Joshua & Rosenbaum (2013), como a covariância entre a taxa de retorno do preço da ação da empresa listada e o mercado, que representa o risco sistemático. Conforme Damodaran (2008), o beta do mercado é igual a 1, ativos que apresentam maior risco possuem betas maiores que 1 e o inverso também é verdadeiro. Os ativos livres de risco da seção anterior possuem beta igual a zero. Uma maneira de olhar para o beta é como um multiplicador do resultado da ação, por exemplo, caso o

mercado tenha variação de 10% no ano, ativos com beta 1,5 teriam variação de 15%. Ativos livre de risco teoricamente irão manter o seu retorno independente da variação do mercado.

$$\beta_i = \frac{Cov_{im}}{\sigma_m^2} \quad (12)$$

Em que:

- β_i = beta do ativo i
- Cov_{im} = covariância entre o ativo i e o mercado m
- σ_m = variância do mercado

McKinsey & Company (2005) aponta que o beta é o único termo da fórmula do CAPM que varia entre companhias, pois a taxa livre de risco e o risco esperado de mercado são comuns para todas as companhias (considerando o mesmo país de atuação). Segundo Damodaran (2008), o beta é constituído com base em três elementos:

- Tipos de negócio: o cálculo do beta é pautado na variação de resultado da empresa comparado ao mercado, setores e atividades que possuem maior sensibilidade a condições de mercado, maior será o beta;
- Alavancagem operacional: métrica que avalia a estrutura de custos da empresa e geralmente apresentada como o percentual representado pelos custos fixos em relação aos custos totais. A alavancagem operacional tem relação direta com o beta, quanto mais alta alavancagem maior será o beta devido a maior exposição à volatilidade;
- Alavancagem financeira: o último elemento é a estrutura de capital da empresa, uma estrutura com maior percentual de dívida gera uma variação maior de resultado, o que significa um beta maior, a relação da estrutura de capital com o beta pode ser observada na fórmula 13:

$$\beta_l = \beta_u \times (1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}) \quad (13)$$

Em que:

- β_l = beta alavancado

- β_u = beta não-alavancado
- t = alíquota de imposto
- $\frac{D}{E}$ = percentual da dívida em relação ao patrimônio líquido

O cálculo do beta pela fórmula 13 acima fornece uma maneira de encontrar o beta de empresas listadas na bolsa de valores. No caso da avaliação de sociedades que não são listadas, o método a ser realizado é com base em empresas listadas comparáveis. Para esse método devem ser selecionados companhias comparáveis utilizando os mesmos critérios de seleção da avaliação relativa de múltiplos de empresas de capital aberto, apresentado anteriormente. Após a seleção, deve ser calculado o beta de cada empresa em relação ao mercado de atuação que pode variar dependendo da geografia. Como a estrutura de capital é um elemento que impacta o valor do beta, deve ser utilizada a fórmula 13 para alcançar o beta não-alavancado de cada empresa. A partir dos betas não-alavancados das empresas, é realizada a alavancagem considerando a estrutura de capital da empresa que está sendo avaliada.

Definido como a diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa livre de risco por Joshua & Rosenbaum (2013), o prêmio de mercado que será utilizado é obtido na tabela de Damodaran (2020). A tabela apresenta a lista de prêmio de mercado para diferentes países, no caso brasileiro o valor apresentado é de 9,64%, para comparação, os valores dos Estados Unidos e Argentina são 5,23% e 22,86%, respectivamente. O valor utilizado no trabalho é do mercado americano para manter a consistência com a taxa livre de risco considerada.

A fórmula de cálculo do custo de capital (Ke) acaba por utilizar diversos valores em moeda americana, como, por exemplo, os títulos do governo americano como taxa livre de risco. Devido a isso, há a necessidade de transformar o valor final do Ke para a moeda do país que a companhia atua, no caso deste estudo é a transformação para a moeda brasileira. A fórmula 14 realiza a conversão por meio da diferença da inflação entre os países. Além disso, é necessário o acréscimo do risco do país na fórmula do CAPM devido aos diferentes níveis de incertezas. No caso brasileiro, será utilizado o índice EMBI+ calculado pelo JP Morgan e disponibilizado pelo IPEA Data, na última data de atualização do modelo financeiro, o valor disponível era de 3,15%, em 08/10/2020 (IPEADATA – EMBI+, 2020).

$$Custo\ de\ Capital\ (Ke)_{BRL\ Nominal} = (1 + Ke_{US}) \times \left(\frac{1 + Inflação_{BR}}{1 + Inflação_{USD}} \right) - 1 \quad (14)$$

Em que:

- $Ke_{BRL\ Nominal}$ = custo de capital real
- Ke_{US} = custo de capital em dólar
- $Inflação_{BR}$ = inflação brasileira esperada
- $Inflação_{US}$ = inflação americana esperada

O custo de capital de terceiros ou custo da dívida representa o perfil de crédito da empresa frente ao mercado. Segundo Joshua & Rosenbaum (2013), o custo de capital de terceiros leva em consideração diversos fatores como tamanho da empresa, setor de atuação, geração de caixa, estratégia de aquisição dentre outros. O cálculo deste elemento pode ser realizado de maneira simples a partir das taxas cobradas nos atuais instrumentos financeiros que a companhia detém. No caso deste estudo será utilizado a taxa da debênture emitida pela Via Varejo.

O Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) é definido por Damodaran (2008) como a média ponderada dos custos das diversas fontes de recursos para a empresa. O WACC é calculado a partir da fórmula 15 que demonstra de maneira clara que o valor é uma média do custo de capital próprio (Ke) e o custo de capital de terceiros (Kd) da empresa que está sendo avaliada, a conta é ponderada pois é levado em consideração a estrutura de capital. Vale ressaltar que o custo de capital de terceiros deve ser menor que o custo de capital próprio, pois os credores são os primeiros a receber os pagamentos da empresa, possuindo, assim, menor risco. Deve ser retirado o imposto da parcela atrelada ao custo de terceiros por ser um valor tributável.

$$WACC = k_e \times \frac{E}{E+D} + k_d \times \frac{D}{E+D} \times (1 - t) \quad (15)$$

Em que:

- k_e = custo de capital próprio
- k_d = custo de capital de terceiros
- $\frac{E}{E+D}$ = percentual do patrimônio líquido a na estrutura de capital
- $\frac{D}{E+D}$ = percentual da dívida na estrutura de capital
- t = alíquota de imposto de renda

2.3 Estratégia de Transformação Digital

“Aprofundar o processo de transformação digital, para aproveitar as oportunidades de crescimento baseadas em tecnologia, que possam ampliar nossa oferta de produtos e serviços complementares para além do varejo.” – (Via Varejo, 2020)

“A principal estratégia da Companhia para os próximos cinco anos é a transformação digital.” – (Magazine Luiza)

O termo “transformação digital” é tratado como estratégia obrigatória no mercado atual sendo colocado como objetivo ou razão do crescimento de diversas empresas como observado nos dois trechos da Magazine Luiza e Via Varejo mostrados acima. A própria Sociedade Brasileira de Consumo (SBVC, 2020) utiliza o termo diversas vezes e coloca que o novo ciclo do varejo vai ser representado pela transformação digital. Apesar de ser citado diversas vezes, não é apresentado de maneira única e clara o que significa o termo que possui certa abrangência e complexidade.

A Gartner (2020), empresa líder em pesquisa e assessoria, aborda transformação digital como podendo se referir desde a modernização de TI até a invenção de novos modelos de negócios digitais, sendo o termo mais em linha com a digitalização do que a transformação digital do negócio. A Deloitte (2018) trata a transformação digital como a utilização da tecnologia para melhorar os resultados ou o alcance de uma organização, e dessa forma o uso das tecnologias digitais permitem a melhora de processos, novos modelos de negócio, dentre outros. Na visão da KPMG (2018), a transformação digital é a representação das mudanças nos modelos de negócios, processos e operações com as novas informações e tecnologias de comunicações.

Ao analisar definições fornecidas por empresas encontra-se a explicação da RedHat, empresa do setor de tecnologia, que analisa o processo como o resultado da adoção de novas e inovadoras maneiras de realizar negócios com base nos avanços tecnológicos por parte das organizações. Dessa maneira, a transformação digital é o processo de mudança utilizando ferramentas digitais, adoção de tecnologia e mudanças culturais para aprimorar ou substituir o que existia antes.

A Oracle aponta que a transformação digital pode ser confundida com outros dois processos que ocorrem em empresas, que são, em inglês, *digitization* e *digitalization*. O primeiro deles se refere ao processo de tornar algo analógico / manual em digital. O segundo termo, que seria a origem da transformação digital, é a aplicação de tecnologias para realizar atividades regulares, mas de maneira inovadora e que geram melhores resultados. Ou seja,

segundo a Oracle, a transformação digital auxilia negócios na criação de resultados melhores ao conectar pessoas, lugares e outra coisas.

A partir da análise das definições oferecidas por diversas fontes, o termo “transformação digital” será utilizado no trabalho como a maneira que as companhias estão encontrando para mudar a maneira que realizam negócios com o auxílio da tecnologia que pode ser inteligência artificial, internet das coisas, dentre outras tecnologias. A figura 4 a seguir mostra as principais modificações que estão sendo buscadas pelas empresas varejistas.

Figura 4 – Pilares Transformação Digital



Fonte: Magazine Luiza

3 ANÁLISE DO SETOR VAREJISTA BRASILEIRO

O varejo, segundo a SBVC (2020), é definido como “toda atividade econômica da venda de um bem ou um serviço para o consumidor final, ou seja, uma transação entre um CNPJ e um CPF”. O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE realiza a divisão dos dados do varejo em varejo restrito e varejo ampliado. Como o próprio nome sugere, o varejo ampliado engloba todas as atividades contidas no varejo restrito com a adição do comércio varejista de veículos, motocicletas partes e peças, e material de construção (IBGE – PMC).

Dessa forma, o IBGE através da Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) fornece informações sobre as atividades do setor varejista, ver tabela 6. O segmento do varejo que deve ser mais considerado na análise é o de móveis e eletrodomésticos por ser um dos ramos principais da Via Varejo.

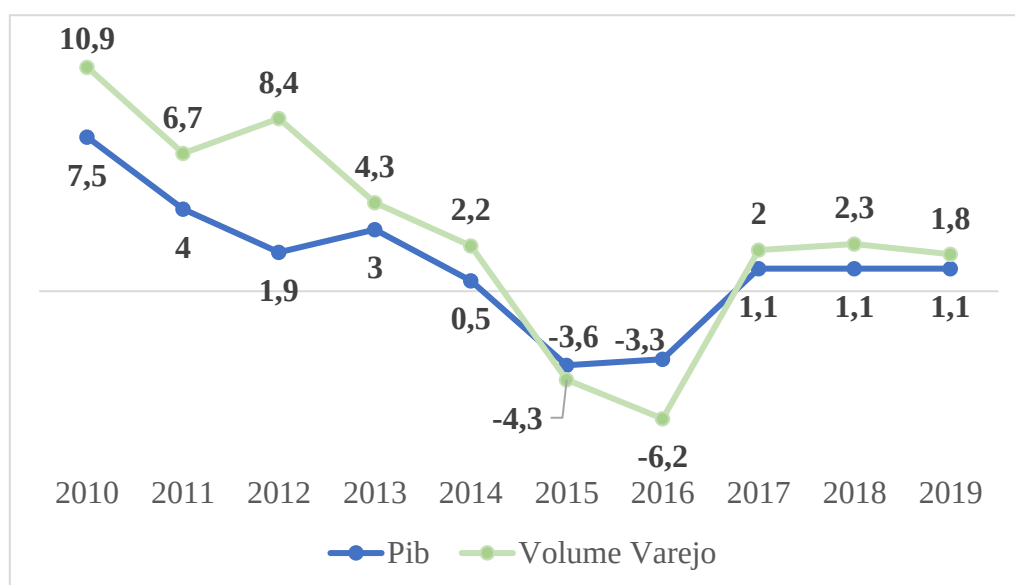
Tabela 6 – Variação do Volume no Varejo

Volume - Variação Anual (%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Até Ago/20
Varejo Restrito	4,3	2,2	-4,3	-6,2	2	2,3	1,8	-0,9
1. Combustíveis e lubrificantes	6,3	2,6	-6,2	-9,2	-3,3	-5	0,6	-11,7
2. Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios bebidas e func	1,9	1,3	-2,5	-3,1	1,4	3,8	0,4	5,6
2.1. Hipermercados e supermercados	1,9	1,3	-2,5	-3,1	1,8	4	0,6	6,7
3. Tecidos, vestuário e calçados	3,5	-1,1	-8,7	-10,9	7,6	-1,6	0,1	-33,4
4. Móveis e eletrodomésticos	5	0,6	-14	-12,6	9,5	-1,3	3,6	6,9
4.1. Móveis	-1,6	0,5	-16,2	-12,1	-2,2	-3,3	5,8	5,7
4.2. Eletrodomésticos	8,6	0,9	-12,9	-12,8	10,2	0,2	2,8	7,6
5. Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméti	10,1	9	3	-2,1	2,5	5,9	6,8	5,5
6. Livros, jornais, revistas e papelaria	7,2	-1,7	-10,9	-16,1	-4,2	-14,7	-20,7	-29,9
7. Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	2,6	-7,7	-1,7	-12,3	-3,1	0,1	0,8	-19,5
8. Outros artigos de uso pessoal e doméstico	10,3	7,9	-1,3	-9,5	2,1	7,6	6	-4,2
Varejo Ampliado	3,6	-1,7	-8,6	-8,7	4	5	3,9	-5
9. Veículos, motocicletas, partes e peças	1,4	-9,4	-17,8	-14	2,7	15,1	10	-20,1
10. Material de construção	6,9	0	-8,4	-10,7	9,2	3,5	4,3	4,9

Fonte: IBGE (2020)

A relevância do varejo restrito na economia é identificada pela participação do setor no PIB do país. Segundo dados da SBVC (2020), o comércio do Varejo Restrito foi de R\$1,7 trilhão no ano de 2019, o que representa 22,6% do PIB brasileiro do mesmo ano. No gráfico 2 a seguir é possível observar a alta relação entre o movimento do PIB e o setor varejista.

Gráfico 2 – Variação PIB x Volume Varejo Restrito (%)



Fonte: IBGE (2020)

Segundo a SBVC (2020), o varejo brasileiro pode ser representado por ciclos que são marcados por mudanças significativas no mercado:

- **1º Ciclo (até 1993):** o cenário brasileiro era composto por um campo econômico conturbado devido à alta inflação e mudanças constantes na política. A situação mudou a partir da abertura econômica e a instauração do Plano Real;
- **2º Ciclo (1994-2002):** nesse período apesar da inflação controlada, houve a instabilidade econômica devido às crises internacionais e à crise do Real. Nesse ciclo ocorreu a entrada do comércio eletrônico e o início da implantação de tecnologias para o setor varejista;
- **3º Ciclo (2003-2012):** após dois ciclos marcados por momentos adversos da economia, o terceiro ciclo representou um momento de expansão e amadurecimento do comércio varejista devido ao crescimento da economia brasileira que gerou um aumento da renda da população;
- **4º Ciclo (2013-2019):** após o período de expansão, o quarto ciclo é representado pela procura de produtividade para compensar a desaceleração econômica após uma década de amplo crescimento. Nesse ciclo ocorreram importantes avanços para o varejo como a maior integração dos canais de negócios (*omnichannel*) e a tentativa dos varejistas de se aproximarem dos clientes através de atendimentos mais customizados;

▪ **5º Ciclo (a partir de 2020):** segundo a SBVC (2020), o ano de 2020 é um marco para o comércio varejista devido a aceleração da transformação digital devido ao COVID-19. Esse novo cenário provocou a necessidade de mudança estratégica e nos modelos de negócios para se adaptar ao mundo digital. Um exemplo das mudanças desse novo cenário é a loja física que antes representava o local em que ocorria a venda de produtos e agora passa a ser um local de experiência para o cliente e em um mini hub logístico.

A seguir são apresentados o desempenho do comércio varejista ampliado e restrito nos últimos anos, ver gráfico 3 e a tabela 7 que realiza a comparação de diversos indicadores da economia brasileira e do varejo. Dessa forma, observa-se a relação do segmento varejista com o desempenho econômico do país.

Gráfico 3 – Varejo Restrito x Varejo Ampliado (%)



Fonte: IBGE (2020)

Tabela 7 – Panorama do Mercado Brasileiro

Ano	PIB (R\$ Tri)	Crescimento (%)	Posição na Economia Mundial	Evolução do Varejo Restrito (%)	Evolução do Varejo Ampliado (%)	Inflação (%)	Taxa de Desemprego (%)	Carga Tributária (%)
2010	3,7	7,5%	7º	10,9%	12,2%	5,9%	6,7%	32,4%
2011	4,1	4,0%	6º	6,7%	6,6%	6,5%	6,0%	33,4%
2012	4,4	1,9%	7º	8,4%	8,0%	5,8%	5,5%	32,7%
2013	4,8	3,0%	7º	4,3%	3,6%	5,9%	5,4%	32,7%
2014	5,1	0,5%	8º	2,2%	-3,7%	7,1%	4,8%	32,4%
2015	5,9	-3,6%	8º	-4,3%	-8,6%	10,7%	6,8%	33,7%
2016	6,3	-3,3%	7º	-6,2%	-8,7%	6,3%	11,5%	33,4%
2017	6,6	1,1%	9º	2,0%	4,0%	3,0%	12,7%	33,6%
2018	6,8	1,1%	9º	2,3%	5,0%	3,8%	12,3%	34,6%
2019	7,3	1,1%	9º	1,8%	3,9%	4,3%	11,9%	35,2%

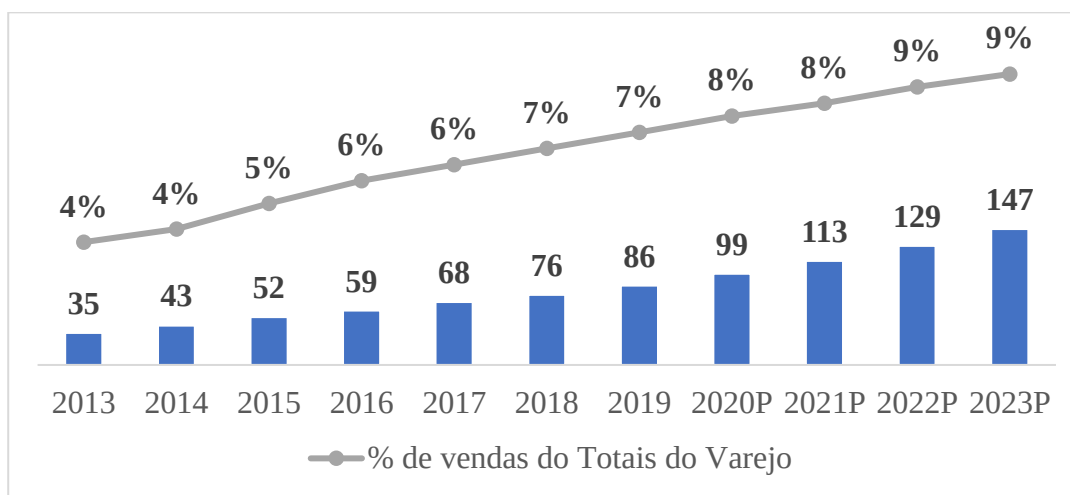
Fonte: SBVC (2020)

3.1 Modelo de Negócio

3.1.1 E-commerce

O mercado varejista passa por transformações ao longo do tempo como mostrado pelos ciclos do varejo, dessa forma o atual ciclo tem como foco a transformação digital que foi ainda mais impulsionada pelo COVID-19. Além desse evento não esperado, a mudança no mercado consumidor já vem ocorrendo há alguns anos com o crescimento das vendas online com o e-commerce crescendo 16% ao ano desde 2013, atingindo um total de R\$86 bilhões em 2019, ver gráfico 4.

Gráfico 4 – Evolução do Mercado de E-commerce (R\$ Bilhões)



Fonte: Magazine Luiza

As compras online estão ganhando espaço no mercado, segundos dados do E-bit, 62 milhões de consumidores brasileiros realizam pelo menos uma compra online em 2019. O valor representa um crescimento anual de 12,1% desde 2015 e de cerca de 6% comparado ao ano anterior (MAGAZINE LUIZA). Ainda não há dados de 2020, porém devido ao cenário de fechamento de lojas devido a pandemia e o isolamento social, é de se esperar que esse número aumente. Na tabela 8 a seguir, observa-se a diferença de penetração do e-commerce de diversos segmentos do varejo comparado ao mercado americano, por ser um país desenvolvido:

Tabela 8 – Potencial de diferentes segmentos no e-commerce

E-commerce	Tamanho do Mercado (R\$ bi)	Penetração BR (%)	Penetração EUA (%)	Diferença	Potencial Adicional (R\$ bi)
Fashion	8,6	5%	21%	17%	32,0
Beleza e Cuidados Pessoais	3,4	3%	16%	13%	15,0
Eleto-eletrônicos	35,1	25%	33%	8%	11,0
Móveis	5,3	9%	16%	8%	4,0
Alimentos e Bebidas	1,6	1%	2%	1%	4,0
Pet	0,8	4%	21%	17%	4,0
Farmácia	0,6	2%	12%	10%	3,0
Material de Construção	0,7	2%	9%	7%	3,0
Brinquedos	1,7	13%	29%	16%	2,0
Home Care	0,4	1%	4%	3%	1,0
Vídeo Games	0,3	19%	23%	4%	0,0

Fonte: Magazine Luiza

Existem alguns indicadores que auxiliam a explicar o atual crescimento do e-commerce e o racional por detrás das previsões de alto crescimento para os próximos anos. A seguir serão apresentados dois desses indicadores:

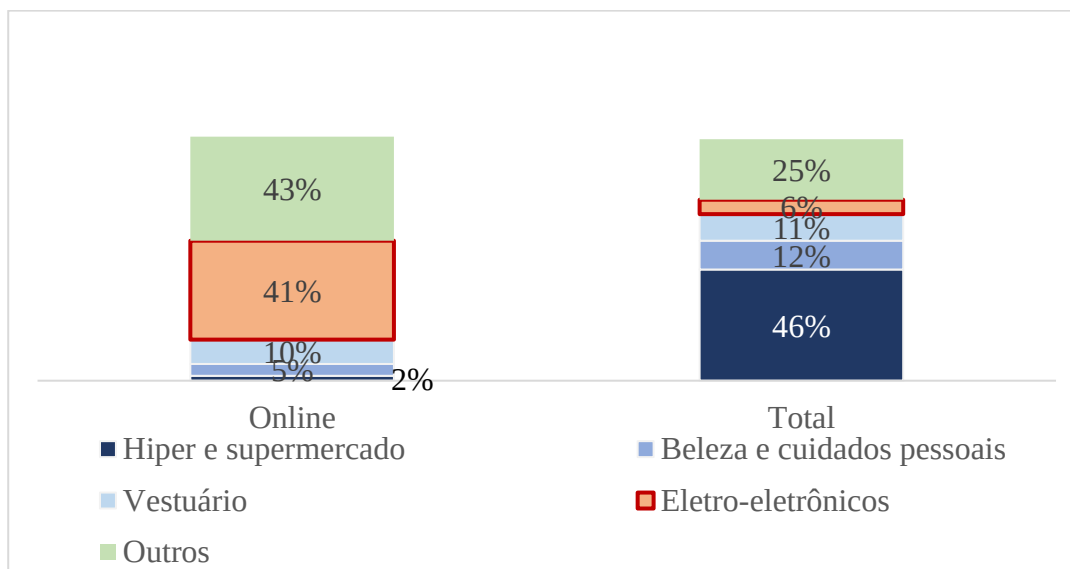
- **Maior acesso à Internet:** segundo dados da *We Are Social* (2020), agência de marketing especializada, 71% da população brasileira tinha acesso à internet em janeiro de 2020, percentual próximo aos encontrados para a América do Sul, 72%, e Oceania, 70%, porém abaixo de outros países como Reino Unido, 96%, e Estados Unidos, 87%. O acesso à internet permite que mais brasileiros consigam buscar os produtos e serviços que desejam online, aumentando, assim, a capacidade de busca, gerando uma maior facilidade de realizar comparações de preços em diferentes sites;

- **Utilização da Internet:** conforme dados da *We Are Social* (2020), o brasileiro possui uma média de 9:17 horas dedicadas a internet por dia, sendo um dos países com indicador mais alto, em comparação nos Estados Unidos a taxa é de 6:42 horas e na China é de 5:50 horas. Além do tempo dedicado, de acordo com dados da FGV (2020), no Brasil há mais de 1 aparelho de celular por habitante o que facilita o acesso. Para completar esse dado, a participação nas vendas online realizadas por dispositivos móveis que em 2018 representava, segundo o E-bit, 35,0% passou a representar 46,2% em 2019 (MAGAZINE LUIZA).

A partir da tabela 8 que mostra os principais segmentos do e-commerce, observa-se que o mercado varejista de eletrônicos é o maior com tamanho de mercado de R\$35,1 bilhões. Segundo dados do Euromonitor, esse segmento, em 2019, detinha penetração de 23% nas vendas, número baixo comparado com outros países como China (39%), Reino Unido (40%) e Estados Unidos (45%) (MAGAZINE LUIZA). Um dado que deve ser observado desse

segmento é a diferença ao comparar a participação nas vendas no varejo total e depois olhando especificamente as vendas online, ver gráfico 5.

Gráfico 5 – Vendas por linha de produto varejo total e e-commerce (%)



Fonte: Magazine Luiza

O varejo de eletrônicos é um dos que mais se destaca devido ao sucesso da Magazine Luiza que adotou estratégia de digitalizar suas operações com a oferta de diversos novos serviços como o clique e retire, mudança do papel das lojas físicas, utilização de big data para auxiliar a venda de produtos, dentre outras iniciativas que se tornaram cópias para outras empresas do segmento como a Via Varejo.

A frase de Eduardo Terra, Presidente da Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo, na sexta edição do Ranking “300 Maiores Empresas do Varejo Brasileiro” resume o atual momento da transformação setorial no setor: “[...] o País passou a enfrentar a pandemia do Covid-19. Era o que faltava para o varejo abraçar de vez a transformação digital de seus negócios. De uma hora para outra, foi preciso criar um mapa para percorrer caminhos desconhecidos.” (SBVC, 2020).

A mudança que está ocorrendo no varejo, claramente evidenciada pelo crescimento do e-commerce, abrange diversas atividades como a mudança das lojas físicas, a contestação das métricas tradicionais, além da forma de abordagem das companhias frente ao consumidor que passa a utilizar mais os aplicativos disponíveis nos canais *mobile* para realizar a compra de produtos. Esses eventos provocam mudança na maneira das companhias operarem, mudando estratégias.

3.1.2 Marketplace

Como visto anteriormente, a forma tradicional de realizar as vendas do varejo mudou nos últimos anos com a crescente evolução do e-commerce, porém, até o e-commerce está mudando a forma de oferecer produtos e isso se deve a introdução de novas formas de realizar a transação de produtos que agora podem ser feitas através de plataformas de *marketplace*, em que lojistas terceiros realizam a venda de produtos.

Assim como relatado no estudo do SBVC (2020), primeiro as companhias entram nas vendas online com a venda de produtos que podem ser encontrados em suas lojas físicas, portanto o serviço online seria um canal adicional de vendas das lojas físicas tradicionais. Porém, o próximo passo para essas lojas é a criação de uma plataforma dentro de seus sites para começarem a conseguir operar em mais de uma frente, estratégia que está sendo utilizada pelas grandes empresas do setor como Via Varejo, Magazine Luiza, B2W e o Mercado Livre, no caso da última empresa citada o *marketplace* é a atividade principal desde o início.

Os *marketplaces* podem funcionar de três formas principais: i) P2P (*peer-to-peer*): indivíduos realizam a venda de produtos para outros indivíduos; ii) B2C (*business-to-consumer*): empresas vendem produtos para indivíduos; e iii) B2B (*business-to-business*): negociações entre empresas. Dessa forma, empresas que possuem tráfego relevante em seus websites passam a ofertar para outras empresas realizarem a venda de produtos em seus sites a partir da cobrança de uma taxa por venda realizada, *take rate*.

O modelo de *marketplace* oferece vantagens para as empresas donas das plataformas pela maior capacidade de oferta de produtos para os clientes com a intenção de se tornar o local que o cliente realiza todas as compras, aumentando o tráfego; e criação de novas formas de obter receita além do *take rate* como oferecimento de serviços adicionais aos terceiros que realizam a venda no site como serviços de pagamentos e entregas. No ponto de vista das empresas que participam do *marketplace*, há a diminuição no custo de aquisição de clientes por aproveitarem do tráfego já existente nessas plataformas.

Segundo o estudo da McKinsey (2020), há três características obrigatórias nos *marketplaces*: i) facilidade na realização de transações entre diversos vendedores e clientes; ii) oferta de diversas marcas; iii) vendedores que pagam taxas para conseguirem acesso à plataforma. Além disso, o relatório mostra outros pontos que estão crescendo nos *marketplaces*: cobrança de serviços adicionais como armazenagem, processamento de pagamentos e entregas; ferramentas adicionais aos vendedores terceiros como marketing, dados e *analytics*.

3.1.3 Caso Best Buy (2017)

A varejista americana Best Buy é um exemplo da forma que o e-commerce é disruptivo com os varejistas que possuem somente lojas físicas e mostra como é possível competir com o novo cenário de mercado. A partir da entrada da Amazon no mercado americano, a companhia optou pela renovação estratégica pautada em três pilares principais: (i) melhorar a experiência do cliente, (ii) aprofundar o relacionamento com os fornecedores e (iii) aumentar o retorno sobre o investimento. A estratégia nomeada “*Renew Blue*” proporcionou uma retomada no crescimento (FORBES, 2018). O exemplo da Best Buy pode servir de referência para o varejo brasileiro em como atender os padrões de consumo em constante mudança.

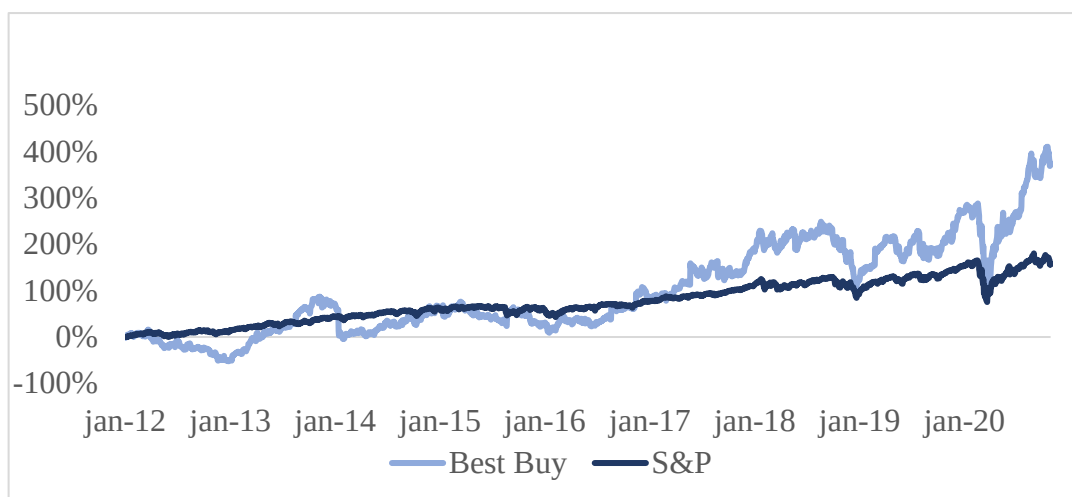
Contextualizando a empresa, a Best Buy é uma das maiores empresas dos Estados Unidos, especializada em varejo eletrônico, possuindo cerca de 1000 lojas no país. O setor varejista americano passou por grandes transformações com o crescimento do e-commerce, sendo a Amazon o principal nome dessa nova forma de realizar a venda de mercadorias. Os varejistas que detinham somente operações físicas se tornaram showrooms para seus concorrentes online. Os clientes frequentavam as lojas para ver os produtos, porém realizavam a compra online.

Nesse contexto, em 2012, o cenário não era favorável para o mercado varejista com duas concorrentes da Best Buy, a Circuit City e Radio Shack realizando o pedido de falência. As ações da Best Buy estavam desvalorizadas devido à diminuição das vendas e surgiam questionamentos sobre a governança da empresa. No entanto, em setembro de 2015, Hubert Joly assumiu como CEO da empresa e começou a mudar a forma como a Best Buy reagia ao cenário, o período de recuperação da empresa foi marcado pela criação da estratégia “*Renew Blue*”.

A estratégia foi composta por cinco pilares: (i) melhorar a experiência do cliente, (ii) atração de líderes transformacionais e motivação dos trabalhadores (iii) aprofundar as relações com os fornecedores e aumentar o retorno do investimento através (iv) da redução de custos e (v) do aumento das vendas. O maior foco da estratégia foi no primeiro pilar da experiência do cliente, promovendo a melhora tanto física como online. O novo CEO trabalhou, também, na questão de logística da empresa com foco no omnichannel. O resultado da ação foi que a Best Buy se tornou uma das primeiras empresas a implementar o serviço de “*Click & Collect*”, em que os clientes podem realizar a compra dos produtos online e realizar a retirada nas lojas físicas (FORBES, 2018).

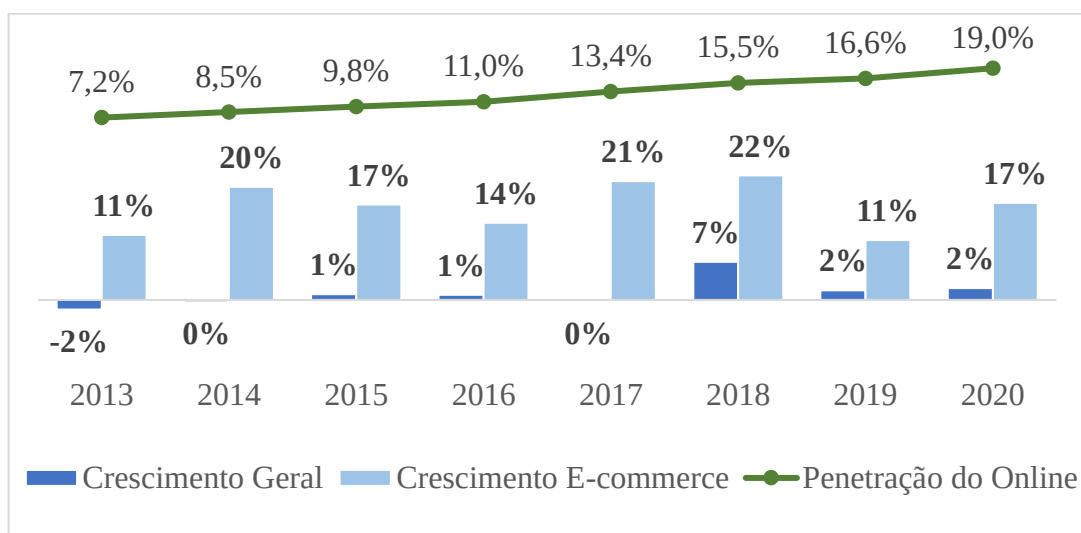
Após a estratégia adotada, as ações da companhia se valorizaram, ver gráfico 6, e as vendas online domésticas estão apresentando crescimento superior ao crescimento das vendas totais da empresa, gráfico 7. O segmento online que em 2013 era responsável somente por 7,2% das receitas domésticas, representaram 19% no ano fiscal de 2020.

Gráfico 6 – Evolução das Ações Best Buy



Fonte: Capital IQ 2020

Gráfico 7 – Evolução de Vendas Best Buy



Fonte: Best Buy

3.2 Análise das Empresas do Setor Varejista

O mercado brasileiro de varejo é composto por diversas companhias, nessa parte do estudo será apresentado os principais concorrentes da Via Varejo com a intenção de apresentar

como estão posicionadas as companhias frente às mudanças que vêm ocorrendo e para serem utilizados como *benchmarks* para a Via Varejo.

As companhias serão divididas em 3 grupos:

- **Empresas privadas:** Composto por empresas que não possuem informações detalhadas por não serem listadas na bolsa de valores. O grupo é composto pela Máquina de Vendas, Lojas Cem e Fast Shop.
- **Empresas Digitais:** formado pelo Mercado Livre e B2W, o grupo tem como característica o início online e continuação das operações por meio das vendas pelo e-commerce e *marketplace*.
- **Empresas Tradicionais:** o terceiro grupo é formado por empresas de capital aberto que não nasceram digitais, mas que estão em processo de transformação. É composto pela Magazine Luiza e Via Varejo. A Magazine Luiza já está adotando a estratégia de transformação digital por um tempo mais longo, devido a isso será abordada de maneira mais detalhada.

3.2.1 Empresas de Capital Fechado

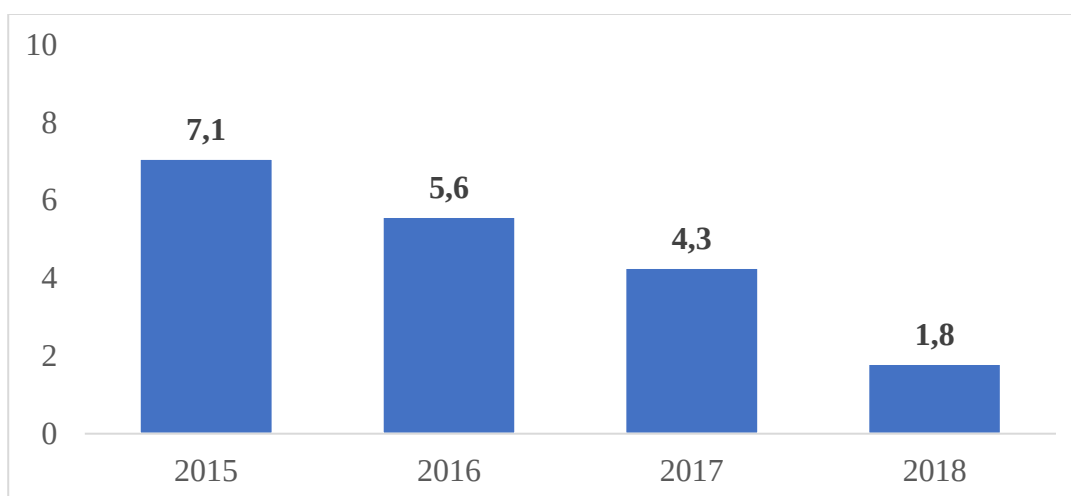
3.2.1.1 Máquina de Vendas

Criada em 2010 pela fusão da Insinuante e a Ricardo Eletro, a Máquina de Vendas é uma das maiores varejistas de eletrônicos e eletrodomésticos no Brasil com mais de 600 lojas em diversas regiões. Entre 2010 e 2012 a Máquina de Vendas realizou expansão por meio de aquisições sendo elas a City Lar (2010), Eletro Shopping (2011) e Salfer (2012).

Em agosto de 2020, o grupo realizou o pedido de recuperação judicial e determinou o fechamento de todas as lojas, mantendo somente operações online. O pedido de recuperação ocorreu dois anos depois do pedido de recuperação extrajudicial da empresa. Segundo reportagem do Valor Econômico (2020), o plano de recuperação judicial é o maior já registrado no varejo com dívida de R\$4 bilhões.

Ao observar a evolução da receita líquida da companhia no gráfico 8, desde 2016 a empresa está apresentando queda de faturamento o que deve ser ainda mais agravado devido ao cenário de pandemia e o processo de recuperação judicial que a companhia está enfrentando.

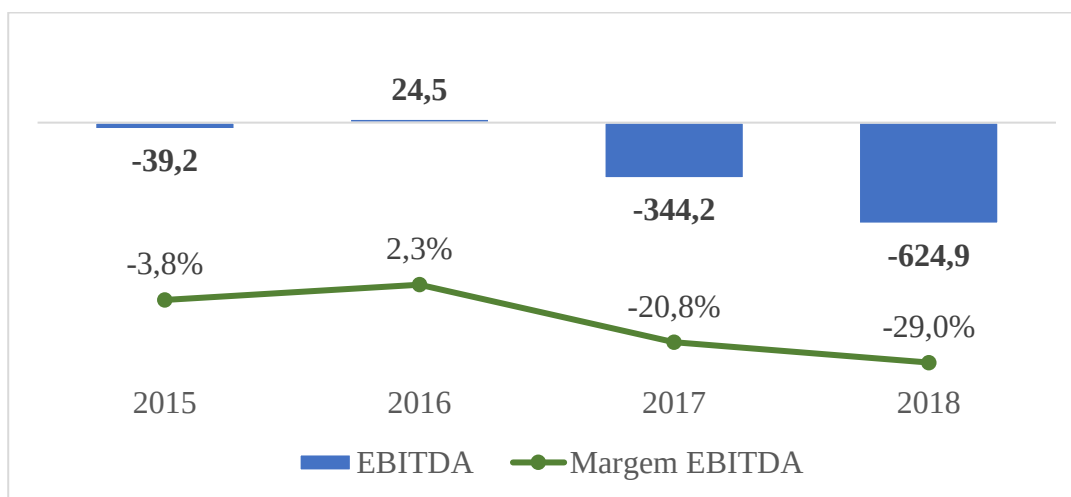
Gráfico 8 – Receita Líquida Máquina de Vendas (R\$ bilhões)



Fonte: Máquina de Vendas

Em relação ao EBITDA, como apresentado no gráfico 9, a companhia não apresenta resultados positivos, com exceção ao ano de 2016, o que demonstra a incapacidade da companhia em obter lucro operacional da sua operação.

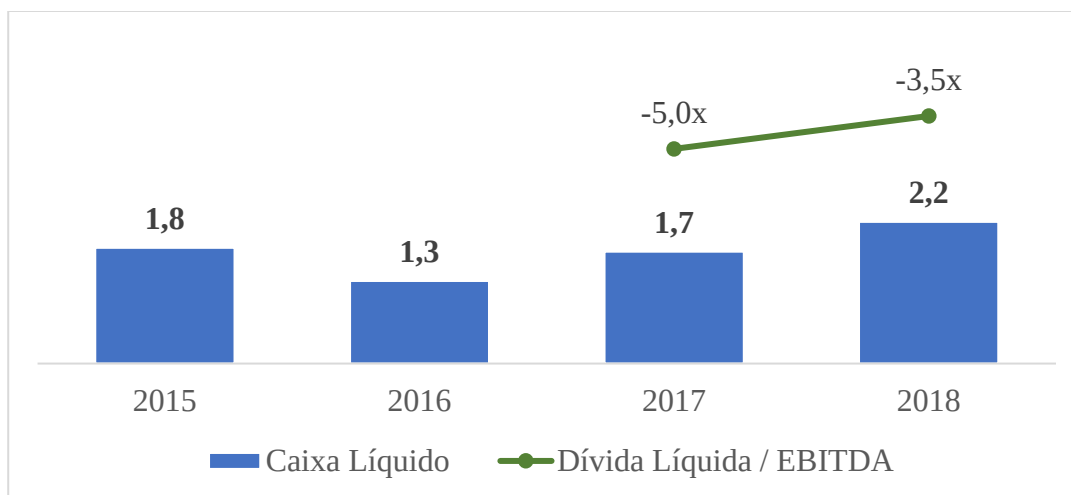
Gráfico 9 – LAJIRDA / EBITDA Máquina de Vendas (R\$ Milhões)



Fonte: Máquina de Vendas

O endividamento da empresa, conforme gráfico 10, está crescendo nos últimos anos, o que atrelado ao prejuízo operacional, apresenta uma situação financeira desfavorável da empresa que está no processo de negociação de dívidas junto aos credores desde 2018.

Gráfico 10 – Endividamento (caixa) líquido Máquina de Vendas (R\$ Bilhões)



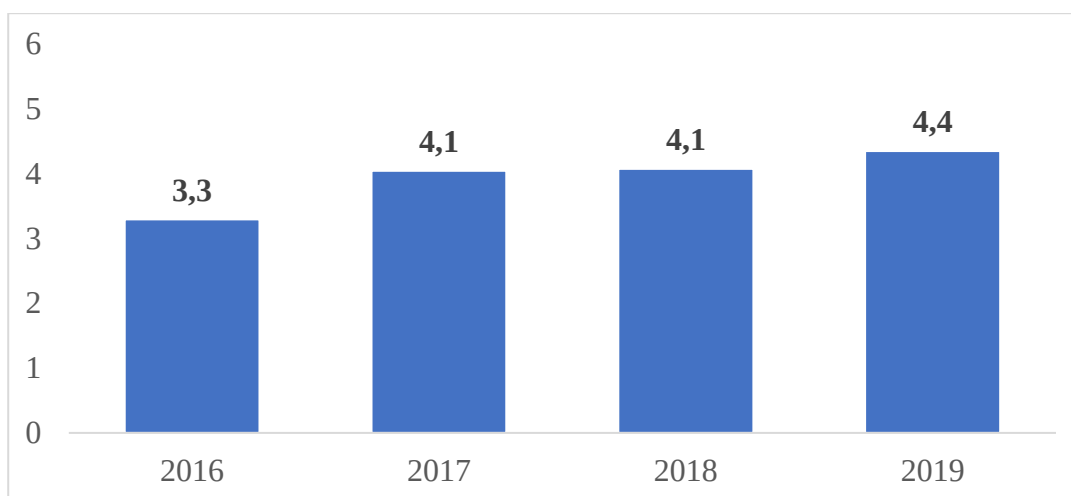
Fonte: Máquina de Vendas

3.2.1.2 Lojas Cem

Fundada em 1952 na cidade de Salto (SP) como uma loja de conserto e venda de bicicletas, peças e acessórios, as Lojas Cem é uma das maiores varejistas do setor de móveis e eletrodomésticos no Brasil. A empresa detinha, no final de 2019, 279 lojas e realizou a expansão da sua capacidade de armazenamento e logística em 2020 para suportar o crescimento esperado para os próximos anos.

As Lojas Cem apresentam crescimento anual da receita líquida de 9,7% desde 2016, alcançando receita líquida superior a R\$ 4,3 bilhões em 2019, gráfico 11.

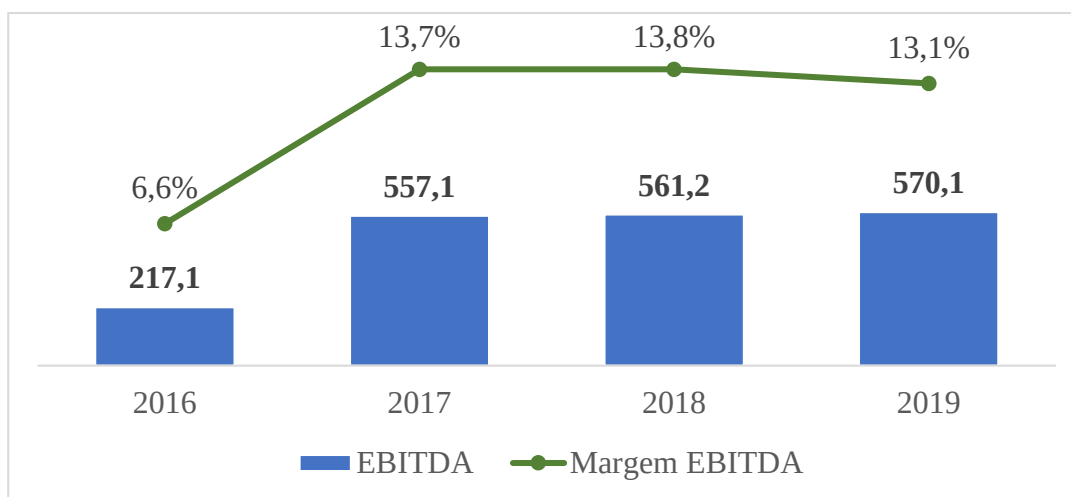
Gráfico 11 – Receita Líquida Lojas Cem (R\$ Bilhões)



Fonte: Diário Oficial do Estado de São Paulo

Ao observar a capacidade de geração de caixa da companhia por meio do indicador Ebitda, observa-se no gráfico 12 que a margem EBITDA saltou de 6,6% em 2016 para 13,7% em 2017, percentual que se mantém superior a 13% desde então, o que representa uma maior capacidade de geração de caixa da companhia.

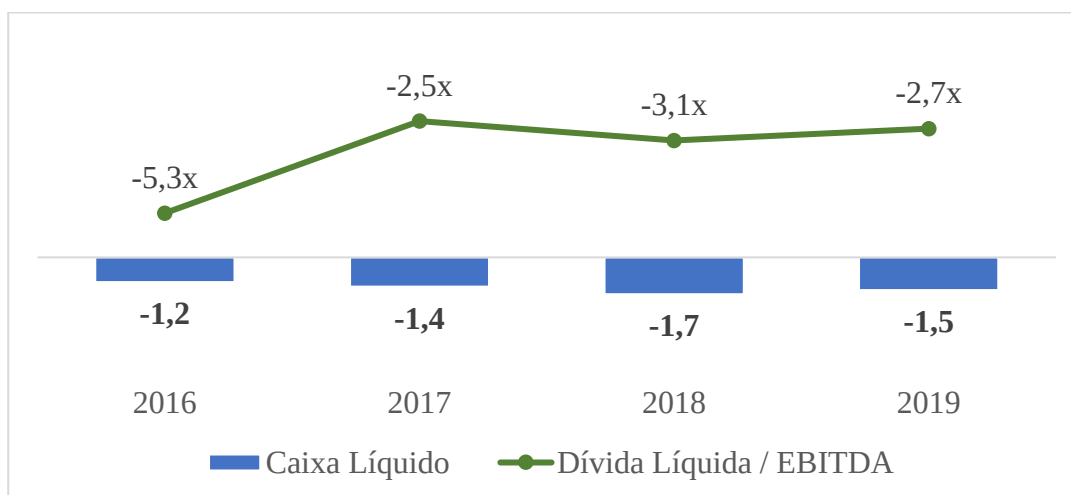
Gráfico 12 – LAJIRDA / EBITDA Lojas Cem (R\$ Milhões)



Fonte: Diário Oficial do Estado de São Paulo

Em relação ao endividamento, a empresa possui caixa líquido, ou seja, o somatório das obrigações de curto e médio prazo são menores que o ao caixa e equivalentes de caixa da empresa, ver gráfico 13. Uma das razões para essa posição de endividamento é a alta capacidade de geração de caixa.

Gráfico 13 – Endividamento (Caixa) Líquido Lojas Cem (R\$ Bilhões)



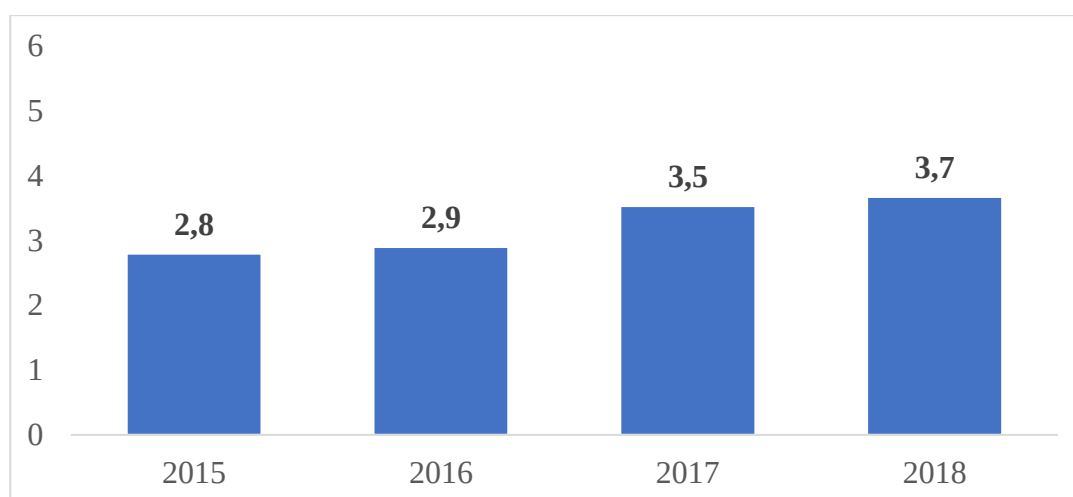
Fonte: Diário Oficial do Estado de São Paulo

3.2.1.3 Fast Shop

A Fast Shop iniciou as operações em 1986 como uma concessionária de veículos e começou a operar no que viria a se tornar o negócio principal em 1991. A empresa possui lojas em diversas cidades brasileiras atuando com sua marca principal assim como pela marca A2YOU, revendedora da americana Apple.

Em relação a evolução da receita líquida, gráfico 14, a Fast Shop está apresentando crescimento desde 2015, com destaque para o ano de 2017 em que apresentou crescimento de mais de 20% em relação ao ano anterior.

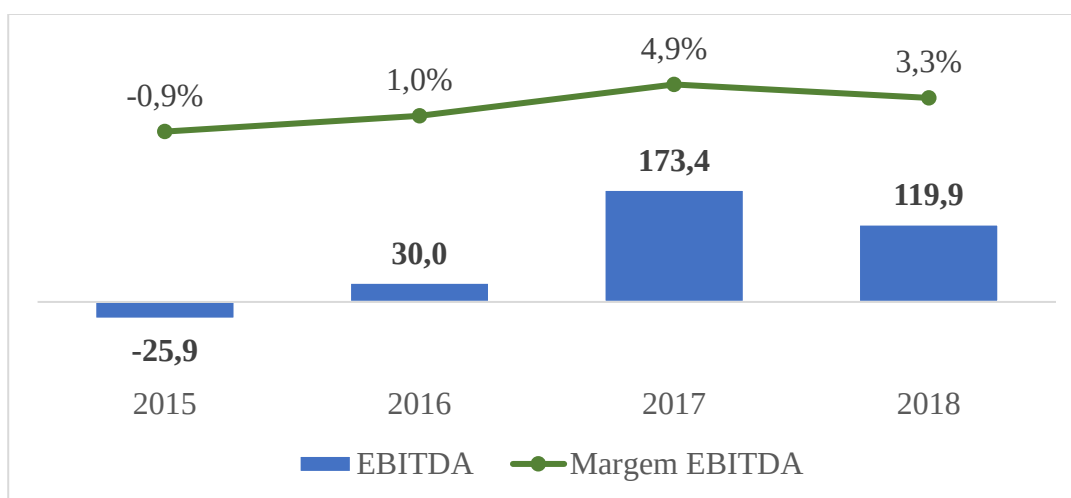
Gráfico 14 – Receita Líquida Fast Shop (R\$ Bilhões)



Fonte: Diário Oficial do Estado de São Paulo

A companhia vem apresentando aumento na capacidade de geração de caixa, após o resultado negativo em 2015, a empresa está se destacando com o crescimento de sua margem nos últimos períodos, ver gráfico 15.

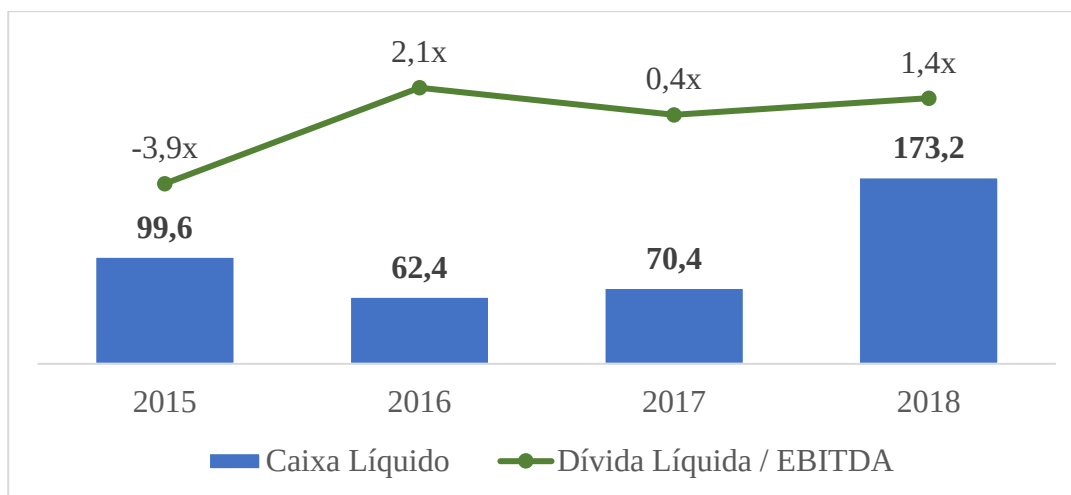
Gráfico 15 – LAJIRDA / EBITDA Fast Shop (R\$ Milhões)



Fonte: Diário Oficial do Estado de São Paulo

Em relação ao endividamento da empresa, a Fast Shop apresenta níveis de dívida líquida / EBITDA próximos de 2x, ou seja, a empresa é capaz de pagar suas dívidas com dois anos de operação, ver gráfico 16.

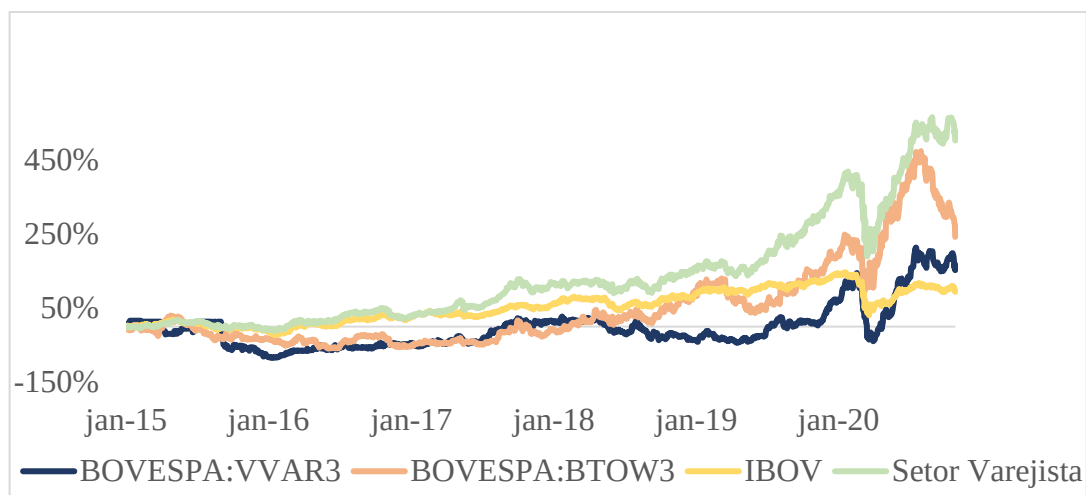
Gráfico 16 – Endividamento (Caixa) Líquido Fast Shop (R\$ Milhões)



Fonte: Diário Oficial do Estado de São Paulo

3.2.2 Empresas de Capital Aberto

Gráfico 17 – Evolução das Ações de Empresas de Capital Aberto



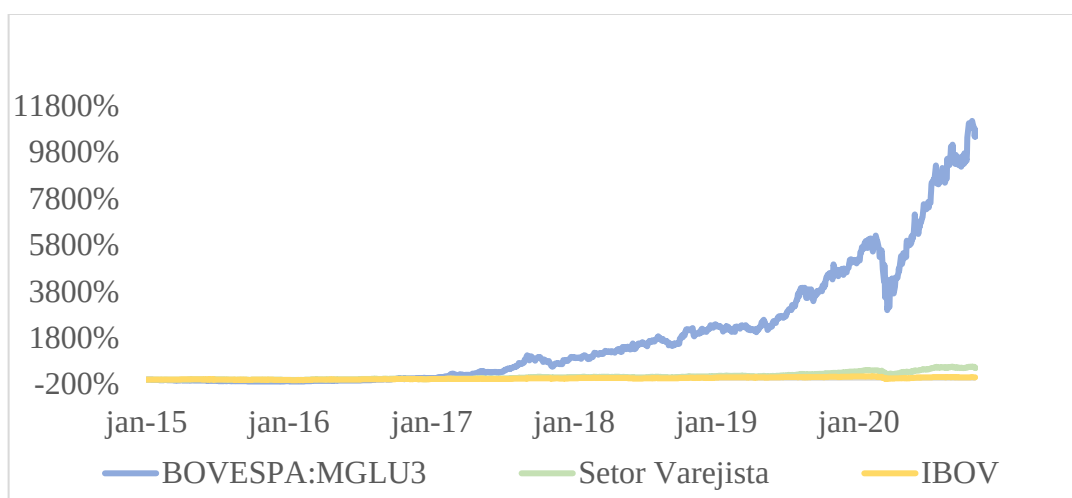
Nota: Ações da Magazine Luiza foram desconsideradas do gráfico para evitar distorções.

Fonte: Capital IQ

3.2.2.1 Magazine Luiza

Fundada em 1957 em Franca (SP), a Magazine Luiza é uma das maiores varejistas brasileiras com mais de 1100 lojas espalhadas em mais de 800 cidades em 21 estados. A estratégia da companhia é pautada na transformação digital sendo o objetivo “transformar o Magazine Luiza, passando de uma empresa de varejo tradicional com uma forte plataforma digital, para uma empresa digital, com pontos físicos e calor humano” (MAGAZINE LUIZA). O reflexo da transformação da empresa pode ser avaliado na variação do valor de mercado que aumentou mais de 10x desde 2015, muito acima da média do setor varejista e da bolsa de valores como é possível observar no gráfico 18.

Gráfico 18 – Evolução da Ação MGLU3



Fonte: Capital IQ (2020)

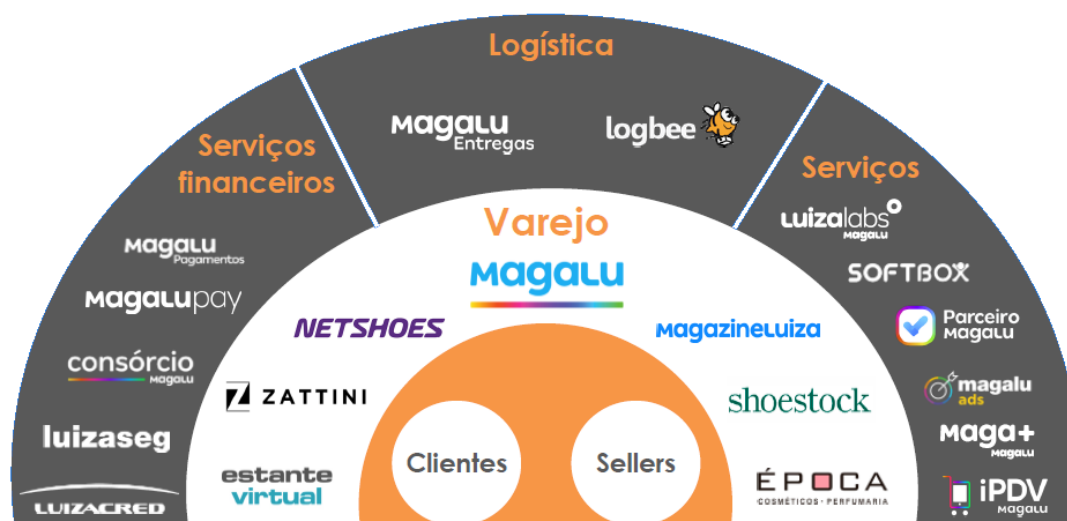
A estratégia da companhia é apoiada em cinco pilares sendo eles: i) inclusão digital; ii) digitalização das lojas físicas; iii) multicanalidade; iv) transformar o site em uma plataforma digital; e v) cultura digital. A adoção desse novo perfil foi auxiliada pela criação do Luizalabs em 2014, que é responsável pelo desenvolvimento de tecnologia sendo responsável pela criação de diversos serviços e aprimoramento da plataforma digital da empresa.

A companhia realiza as operações do seu *core business* por meio de 4 principais modelos de negócio:

- **Lojas convencionais:** maioria das lojas físicas da companhia, são lojas com área média de vendas de 700 m² que possuem mostruário e estoque próprio;
- **Lojas virtuais:** modelo implementado pela companhia em 1992, são lojas com área média de vendas de 150 m², nesse formato de loja não há mostruário e estoque nas próprias lojas, somente de produtos eletrônicos menores. A operação é realizada por meio de equipamentos eletrônicos pelos vendedores;
- **E-commerce (1P):** a Magazine Luiza por meio do seu site oferece diversos produtos que possui em estoque próprio. A empresa oferece aos seus clientes a possibilidade usufruir da operação *omnichannel* e realizar a compra online, mas realizar atividades pós venda nas lojas físicas da empresa;
- **Marketplace (3P):** inaugurado em 2016, a plataforma *marketplace* permite a oferta de um número maior de produtos aos clientes por disponibilizar produtos dos mais de 15 mil vendedores terceiros.

Além do varejo, a companhia atua com serviços financeiros, logística e serviços em geral com a estratégia de criação do ecossistema da empresa que passa a conseguir ofertar diversos serviços para os clientes e para os parceiros que utilizam a sua plataforma para realizar operações, na figura 5 são mostrados os serviços de cada segmento de operação da empresa.

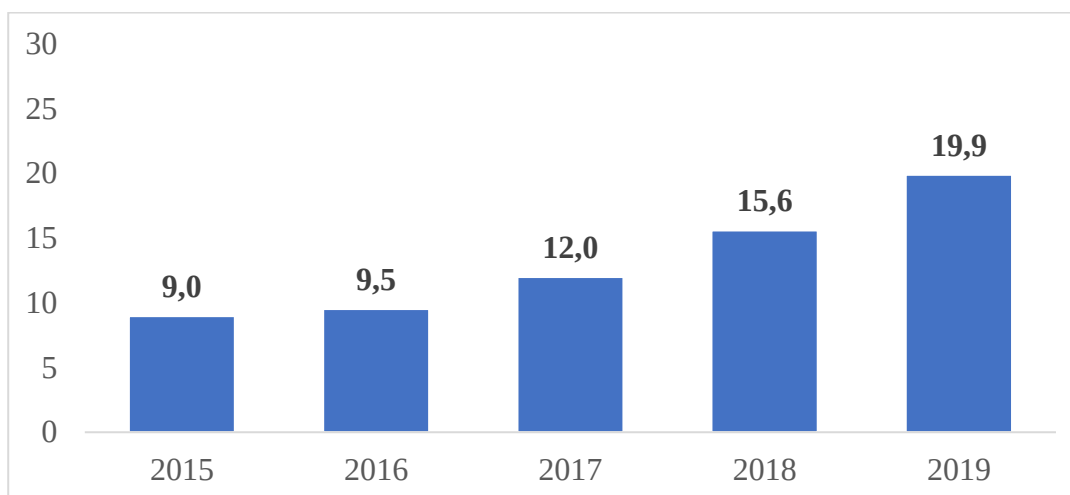
Figura 5 – Plataforma Magazine Luiza



Fonte: Magazine Luiza

A Magazine Luiza apresenta evolução de receita acelerada nos últimos anos apesar da instabilidade econômica e política que o país vem enfrentando. O crescimento anual da empresa é de 27,8% ao ano desde 2016, sendo impulsionado principalmente pelo alto crescimento das vendas no e-commerce que representavam 24,0% da receita total de vendas em 2016 e passaram a representar 38,5% em 2019. Ver gráfico 19.

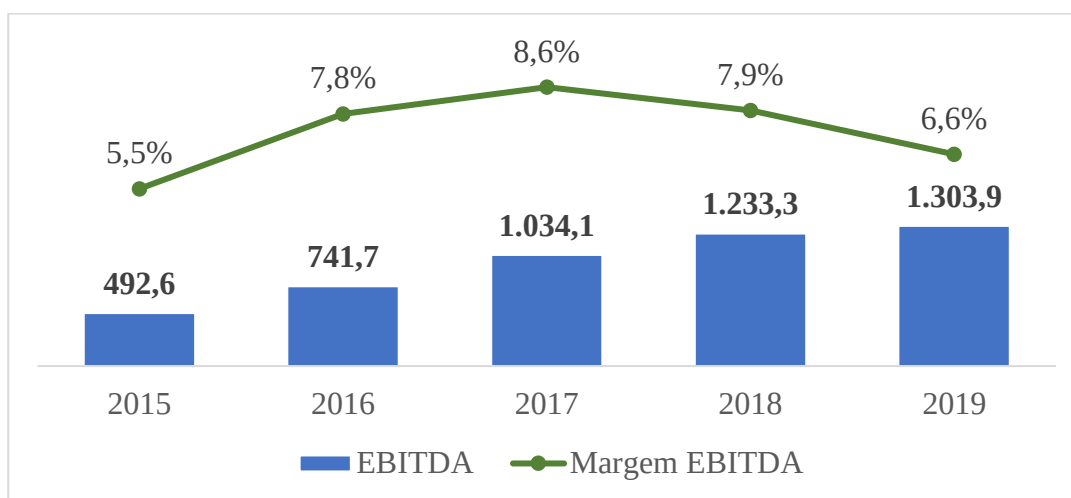
Gráfico 19 – Receita Líquida Magazine Luiza (R\$ Bilhões)



Fonte: Magazine Luiza

Em relação a capacidade de geração de caixa a partir da atividade operacional representado pelo EBITDA, a empresa apresenta evolução do valor absoluto. Porém, observa-se no gráfico 20 a queda da margem ao longo dos anos indicando queda de eficiência operacional da empresa que pode ser explicado pela estratégia de crescimento e entrada no segmento online.

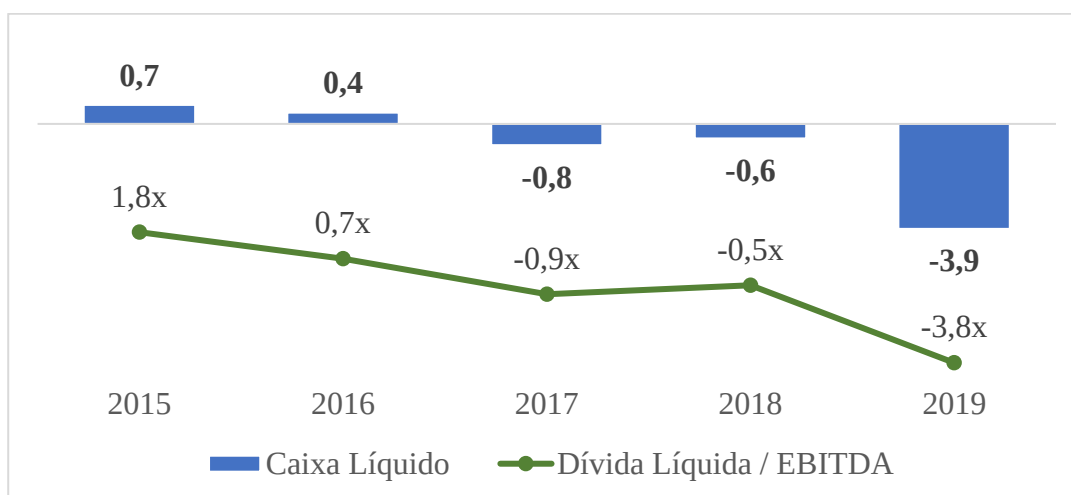
Gráfico 20 – LAJIRDA / EBITDA Magazine Luiza (R\$ Milhões)



Fonte: Magazine Luiza

Ao observar os índices de endividamento da Magazine Luiza, observa-se no gráfico 21 que a empresa possui caixa líquido desde 2017, o que representa que a empresa consegue honrar suas obrigações de curto e longo prazo com os recursos em caixa e aplicações financeiras.

Gráfico 21 – Endividamento (caixa) líquido Magazine Luiza (R\$ Bilhões)

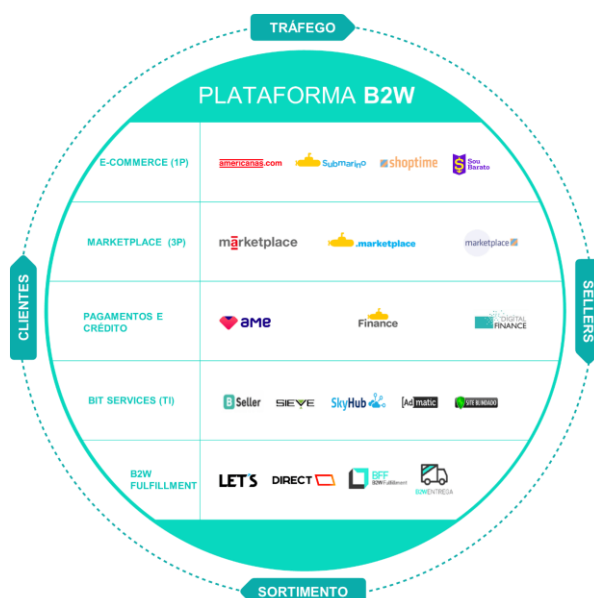


Fonte: Magazine Luiza

3.2.2.2 B2W

Criada em 2006 a partir da fusão da Americanas.com e Submarino, a B2W é uma das líderes do e-commerce brasileiro atuando por meio do e-commerce (1P) e o marketplace (3P) através de suas marcas Americanas.com, Submarino, Shoptime e Sou Barato. A B2W é uma empresa controlada pela varejista Lojas Americanas. Assim como a Magazine Luiza, a B2W promove a plataforma própria que fornece uma gama de serviços para os clientes e para os *sellers* da plataforma conforme figura 6.

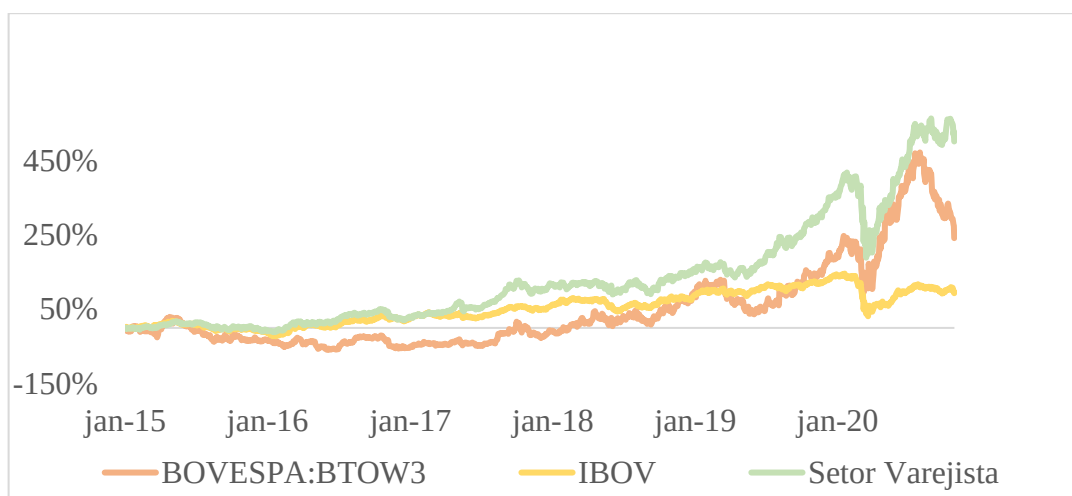
Figura 6 – Plataforma B2W



Fonte: B2W

Em relação às operações, a B2W utiliza a infraestrutura da Lojas Americanas, controladora da B2W, para oferecer aos usuários facilidades como o *retira loja* que o cliente realiza compras em um site da B2W e pode fazer a retirada do produto em algum estabelecimento físico das Lojas Americanas. Em relação a evolução das ações, a empresa apresenta crescimento de mais de 2,4x desde 2015, acima do desempenho do índice IBOV da bolsa de valores, mas abaixo da média do setor varejista.

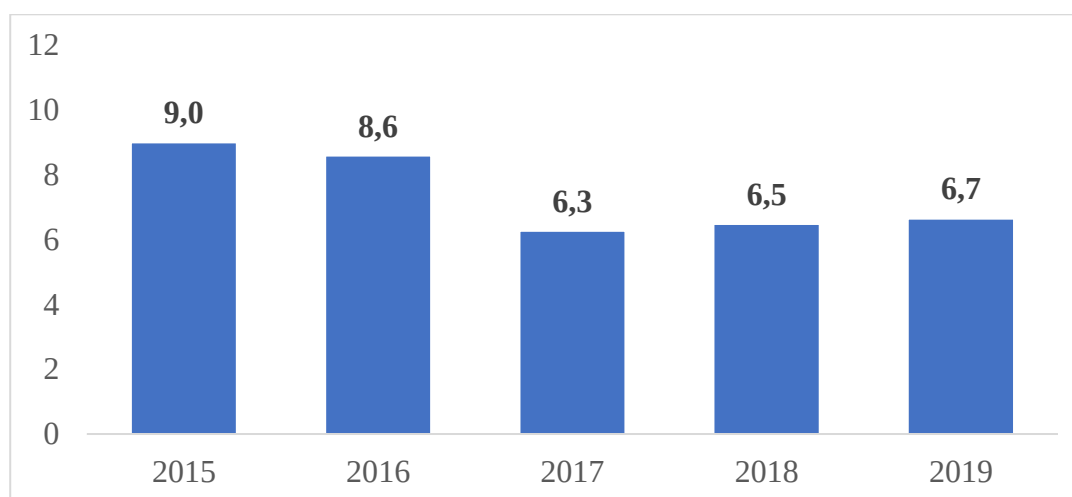
Gráfico 22 – Evolução da Ação BTOW3



Fonte: Capital IQ (2020)

Em relação a receita líquida, a B2W está apresentando crescimento anual de 3% desde 2017 após apresentar uma baixa de receita de R\$8,6 bilhões para R\$6,3 entre 2016 e 2017, conforme gráfico 23. Isso pode ser o resultado do ambiente mais competitivo online com o surgimento de novos competidores.

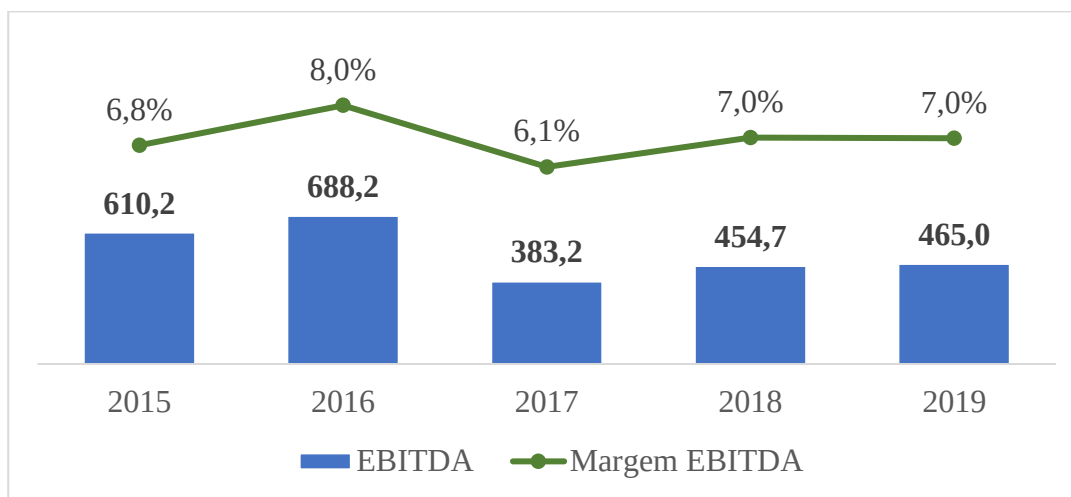
Gráfico 23 – Receita Líquida B2W (R\$ Bilhões)



Fonte: B2W

A partir da evolução do indicador de EBITDA da B2W, observa-se no gráfico 24 que a companhia está apresentando dificuldade na geração de caixa desde a queda de resultado entre 2016 e 2017.

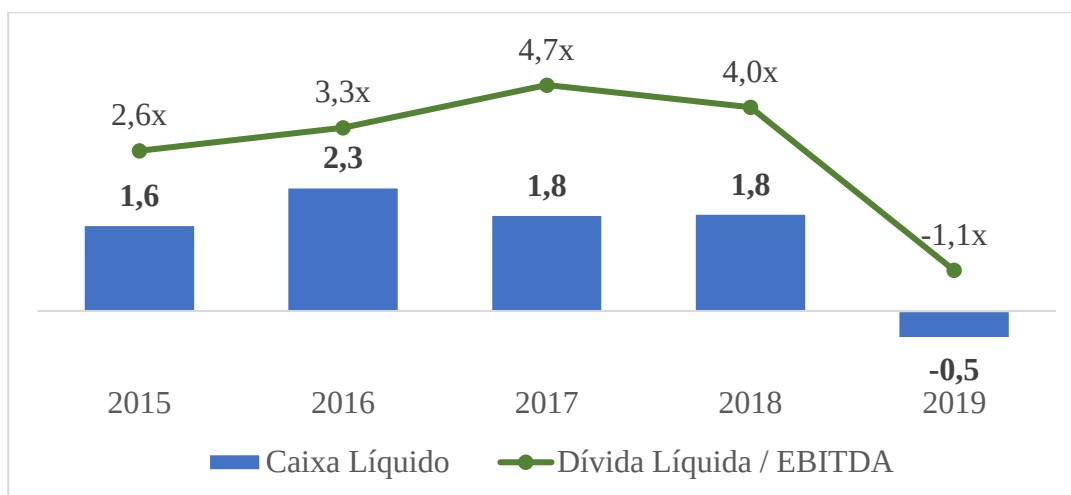
Gráfico 24 – LAJIRDA / EBITDA B2W (R\$ Milhões)



Fonte: B2W

Em relação ao endividamento, no ano de 2019 a empresa apresentou caixa líquido após anos de alavancagem superior a 3x, conforme gráfico 25. A queda do nível de alavancagem é explicada pelo aumento de capital realizado em agosto de 2019 no valor de R\$2,5 bilhões.

Gráfico 25 – Endividamento (Caixa) Líquido B2W (R\$ Bilhões)



Fonte: B2W

3.2.2.3 MELI

Fundado em 1999, o Mercado Libre é um dos maiores e-commerce e ecossistema de pagamentos com operações em 18 países. Segundo informações da empresa, ela é a líder em

acessos por visitantes únicos. Assim como o B2W e a Magazine Luiza, o Mercado Libre funciona por meio de uma plataforma para os seus usuários como pode ser visto na figura 7 a seguir.

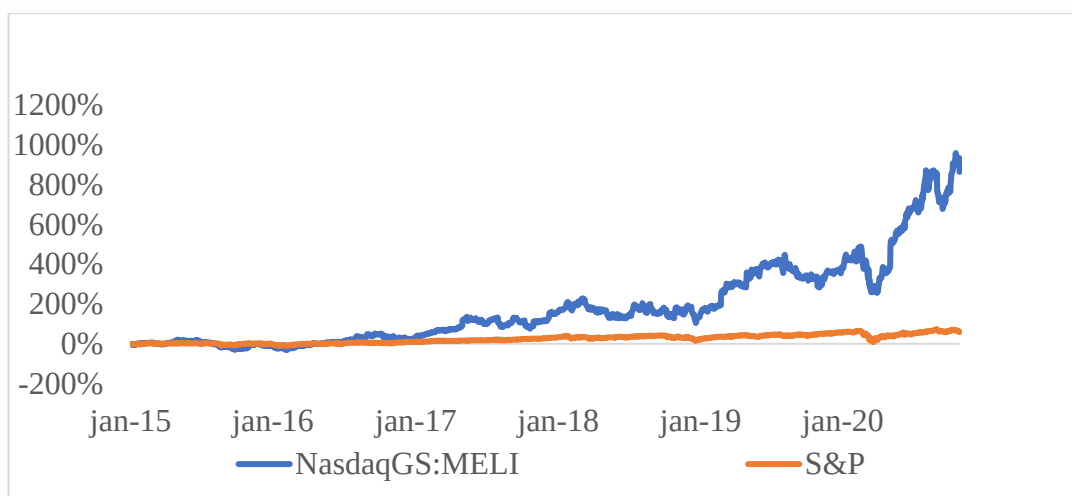
Figura 7 – Plataforma Mercado Libre



Fonte: Mercado Libre

O Mercado Libre oferece seis serviços aos seus clientes sendo eles: i) Mercado Libre Marketplace: plataforma e-commerce que realiza 12 vendas por segundo; ii) Mercado Pago: criado em 2003, corresponde a plataforma de pagamentos da empresa que permite aos usuários e vendedores realizarem transações financeiras; iii) Mercado Envios: para complementar o serviço do *marketplace*, o Mercado Envios foi lançado em 2013 para oferecer serviços de logística; iv) Mercado Libre Publicidad: plataforma de anúncios que permite aos usuários promoverem seus produtos e serviços através de maior visibilidade na plataforma; v) Mercado Libre Classificados: plataforma de listagem de produtos por parte dos usuários; vi) Mercado Shops: usuários utilizam os servidores do Mercado Libre para manter as lojas virtuais próprias online. Em relação ao valor de mercado da companhia, a partir do gráfico 26 nota-se o crescimento de mais de 8x desde 2015, muito acima do índice do S&P. Vale ressaltar que nesse caso foi utilizar o índice americano pelo fato da empresa estar listada na Nasdaq.

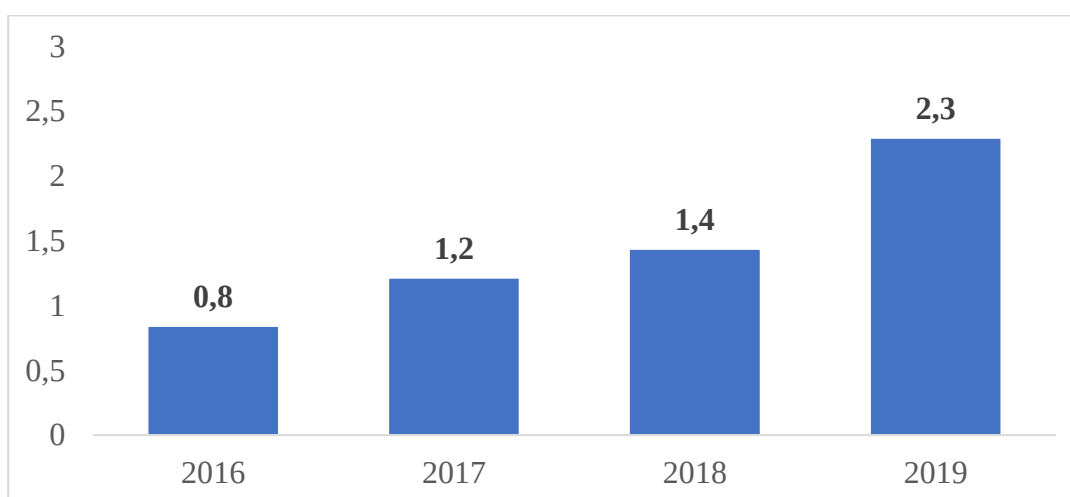
Gráfico 26 – Evolução da Ação Meli



Fonte: Capital IQ (2020)

O Mercado Libre está apresentando crescimento de receita líquida de 39,6% ao ano desde 2016, o crescimento de vendas da empresa ocorre mesmo em um momento de crises nos principais países de atuação, Argentina e Brasil. Outro ponto importante é que a receita é apresentada em dólar, o que impressiona ainda mais a capacidade de crescimento da empresa mesmo com a desvalorização das moedas latinas frente ao dólar. Como demonstrado no gráfico 27

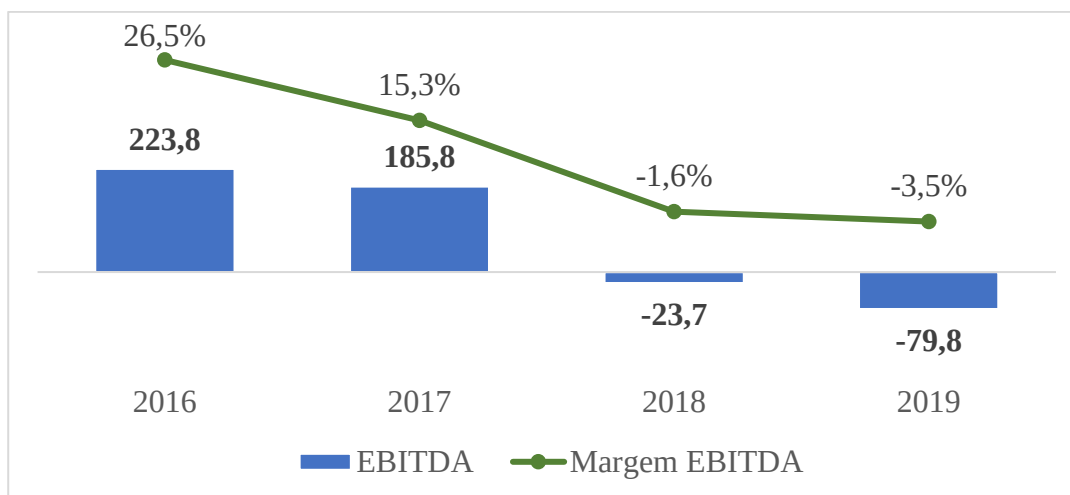
Gráfico 27 – Receita Líquida Mercado Libre (US\$ Bilhões)



Fonte: Mercado Libre

Apesar do crescimento da receita líquida, a companhia não está conseguindo gerar caixa operacional desde 2017, como é possível observar no gráfico 28. Isso pode ser causado pelo cenário mais competitivo e pela inflação ocorrida nos países que possui operação.

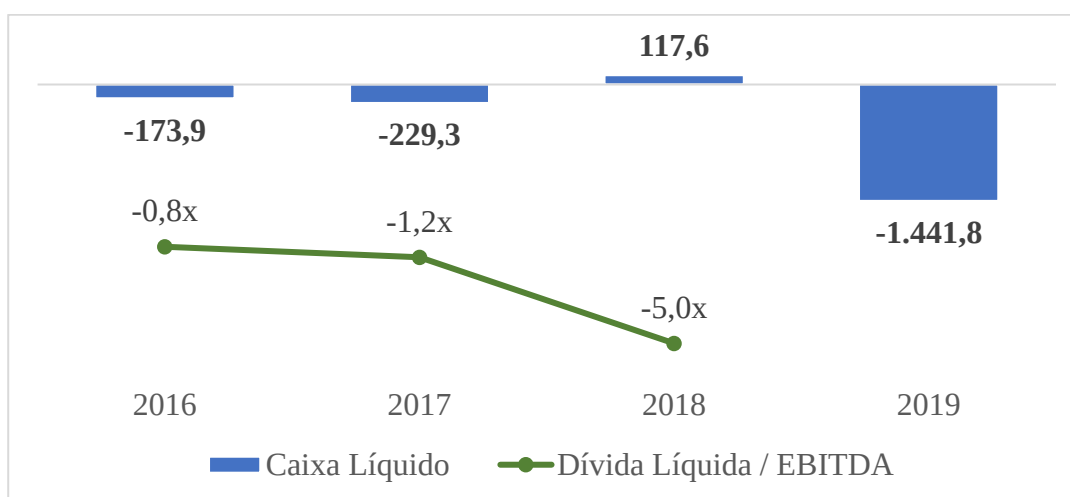
Gráfico 28 – LAJIRDA / EBITDA Mercado Libre (US\$ Milhões)



Fonte: Mercado Libre

Ao analisar a alavancagem da empresa por meio do índice de endividamento Dívida Líquida / EBITDA, a empresa apresenta caixa líquido nos últimos anos, como demonstrado no gráfico 29.

Gráfico 29 – Endividamento (caixa) líquido Mercado Libre (US\$ Milhões)



Fonte: Mercado Libre

3.2.2.4 Comparação das Companhias

A tabela 9 a seguir resume alguns indicadores da Via Varejo e as principais empresas comparáveis, B2W e Magazine Luiza. Ao analisar os indicadores, observa-se que a B2W apesar de possuir o maior *Gross Merchandise Value* (GMV), métrica do setor que representa o valor total de itens comercializados, acaba por ficar com a menor receita bruta do que as outras empresas que possuem o segmento físico, vale ressaltar que a empresa possui a maior margem EBITDA. A Via Varejo é a maior empresa entre as três em receita bruta e GMV devido a suas operações físicas, porém, o e-commerce da companhia ainda é recente e corresponde a cerca de 50% do mesmo indicador da Magazine Luiza e 34% da B2W. A Magazine Luiza, apesar de ser uma empresa tradicional, já possui cerca de 45% do seu GMV proveniente das vendas online e foi a única empresa que apresentou margem líquida positiva no ano de 2019.

Tabela 9 – Panorama Empresas Varejistas 2019

			
Indicadores			
Receita Bruta (R\$ Bilhões)	8,4	24,4	29,8
GMV (R\$ Bilhões)	18,8	27,3	31,2
E-commerce 1P (R\$ Bilhões)	11,6	9,3	4,7
E-commerce 3P (R\$ Bilhões)	7,2	3,0	1,7
Número de Sellers (Mil)	46,8	15,0	4,5
Margem EBITDA	7,0%	6,6%	6,8%
Margem Líquida	(5,9%)	2,8%	(1,9%)

Fonte: B2W, Magazine Luiza, Via Varejo

3.3 Mudanças atreladas a transformação digital

Após a apresentação dos modelos de negócios e das companhias, observa-se alguns fatores do mercado varejista que sofreram alterações devido à transformação do setor:

- **Clientes:** a partir da venda online, uma maior parcela da população passou a se tornar potenciais consumidores das empresas, além dos clientes das lojas físicas. Pessoas que não realizavam compras fisicamente passaram a consumir produtos/serviços oferecidos de maneira virtual. Além disso, os vendedores terceiros se tornaram clientes da plataforma *marketplace* que os abriga;

- **Canais:** a transformação digital aumentou a relevância dos canais online com o e-commerce 1P e 3P, o que levou as empresas a adaptar a forma de oferta nesses canais para oferecer uma melhor experiência para os usuários;
- **Fontes de Receita:** a principal fonte continua sendo a venda de produtos para os clientes além de produtos financeiros. Porém, a partir da criação da plataforma, as empresas conseguem ofertas mais serviços aos clientes, como, por exemplo, logística para a entrega dos produtos e carteira digital. Além disso, com a criação da figura do *seller* como cliente da plataforma, há um leque de atividades geradoras de receitas para as empresas como meio de pagamentos, o *take rate*, utilização da estrutura logística da empresa, dentre outros;
- **Estrutura de custos:** custos atrelados a aquisição de novos usuários da plataforma online, criação de *tech hubs* e investimento em tecnologia pelas empresas para promoção de inovações tecnológicas;
- **Métricas:** introdução de novos indicadores para as empresas como o *Gross Merchandise Value* (GMV), quantidade de acessos ao site, número de download dos aplicativos, quantidade de entregas realizadas a partir das lojas, dentre outras métricas.

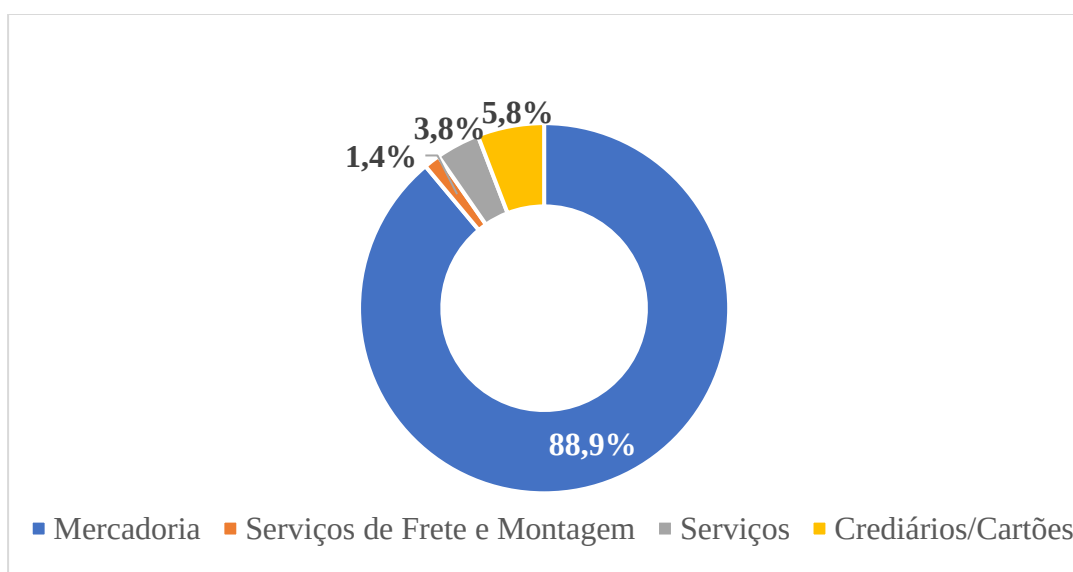
4 COMPANHIA

Esse capítulo tem como objetivo realizar a introdução da Via Varejo com uma descrição de suas operações, estratégia, marcas, posicionamento, história da empresa e um enfoque no processo de transformação digital que a empresa está implementando. Esse capítulo é importante para o entendimento das projeções que serão utilizadas na análise de valor no próximo capítulo.

4.1 Histórico

Criada em 2009 a partir da união das operações das Casas Bahia e Ponto Frio, a Via Varejo é uma das maiores varejistas do mundo, ocupando a posição 143^a no ranking “Poderosos do Varejo Global 2020” realizado pela Deloitte (2020) e no cenário nacional é apontada como a líder no mercado de eletrodomésticos pela SBVC (2020). A Via Varejo atua no e-commerce com as marcas Casas Bahia, Ponto Frio e Extra.com.br e fisicamente através de suas lojas físicas. A fim de complementar a oferta de serviços, a empresa oferece soluções financeiras para os clientes e serviços adicionais aos vendedores do seu *marketplace*, o gráfico 30 demonstra a composição da receita bruta de 2019. Atualmente, a empresa tem presença geográfica com mais de mil lojas espalhadas em 19 estados brasileiros mais o Distrito Federal. Em termos de logística para realizar a operação, a empresa possui 26 centros de distribuição e 120 lojas que foram transformadas em mini hubs para realizar o “*shipping from store*”.

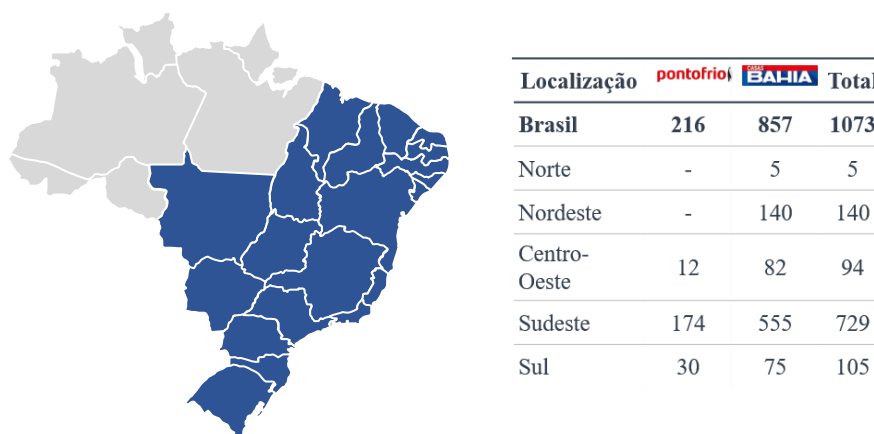
Gráfico 30 – Abertura da Receita (2019)



Fonte: Via Varejo

As Casas Bahia, fundada em 1957 por Samuel Klein em São Caetano do Sul (SP), é a principal marca da empresa possuindo mais de 80% do total de lojas. A marca é uma das mais valiosas, ocupando a 18ª posição do ranking realizado pela Interbrand (INFOBRANDING, 2019). A segunda marca do grupo é o Ponto Frio, fundada em 1946, com cerca de 200 lojas e que possui amplo reconhecimento nacional. Ambas as marcas estão presentes em diversos estados brasileiros, ver figura 8. Anteriormente, as marcas eram de duas empresas distintas que decidiram por fundir as operações em 4 de dezembro de 2009, criando a Via Varejo. No ano de 2013, a Via Varejo realizou a Oferta Pública de Ações (IPO) na B3 e cinco anos depois, em 2018, a companhia migrou para o segmento de governança Novo Mercado, caracterizado por ser o nível máximo de governança corporativa para empresas.

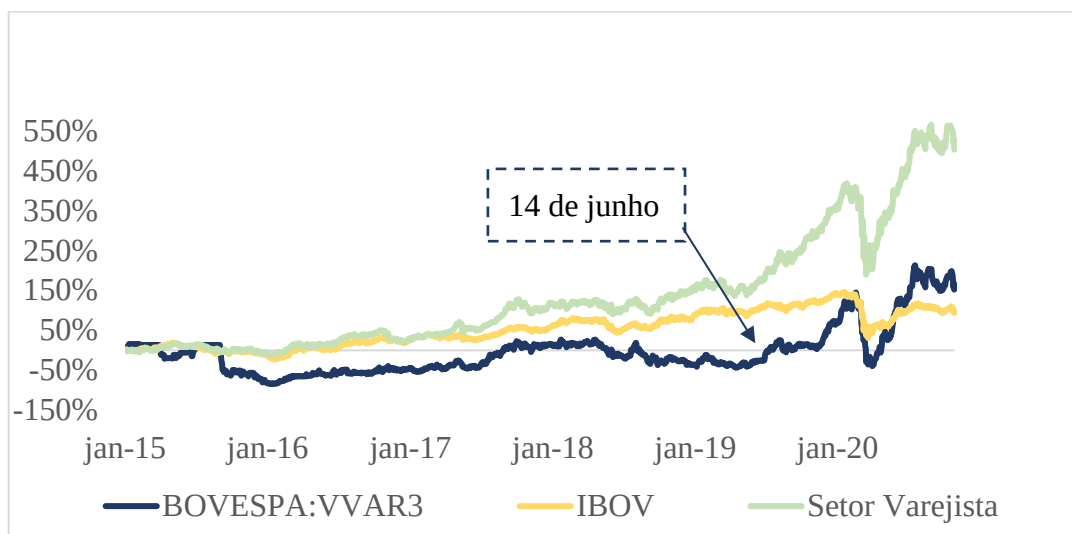
Figura 8 – Presença Geográfica



Fonte: Via Varejo

A evolução da ação da Via Varejo (ticker “VVAR3”) desde a listagem inicial apresenta desempenho próximo ao índice da bolsa de valores e em linha com o desempenho das empresas do setor varejista, como observado no gráfico 31. Analisando o período após a recompra de participação de Michael Klein, ocorrida em 14 de junho de 2019, as ações da empresa aumentaram cerca de 2,5x comparado a estabilidade do índice Bovespa.

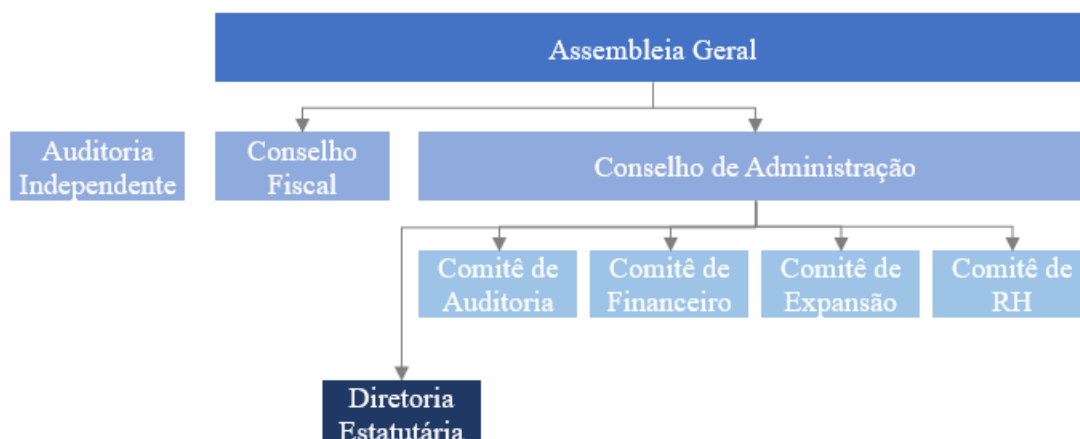
Gráfico 31 – Evolução da Ação (VVAR3) x Ibovespa



Fonte: Capital IQ (2020)

A administração da empresa é constituída pela diretoria e o conselho de administração, na estrutura atual são sete membros no conselho de administração e cinco diretores estatutários nas funções: Diretor Presidente, Vice-Presidente Administrativo, Vice-Presidente Comercial e de Operações, Vice-Presidente Financeiro e Diretor de Ri, Vice-Presidente de Inovação Digital e Recursos Humanos. A administração é auxiliada por meio de 5 comitês: i) Auditoria; ii) Riscos e *Compliance*; iii) Pessoas, Inovação e Governança; iv) Finanças; v) Divulgação e Negociação e Ética. A estrutura organizacional da empresa representada na figura 9 é formada pela administração e a Assembleia Geral.

Figura 9 – Estrutura Organizacional



Fonte: Via Varejo

A Via Varejo possui 1.597.016.941 ações ordinárias que compõem o capital social, dessa forma o controle é dividido entre diversas partes, porém, há acionistas que possuem uma participação relevante que deve ser destacado, como é possível observar na tabela 10.

Tabela 10 – Estrutura societária

Acionista	Ações Ordinárias	%
Goldentree Fundo de Investimento em Ações	125.937.842	7,9%
TWINSF	120.100.449	7,5%
EK-VV Limited	81.964.708	5,1%
Michael Klein	36.076.592	2,3%
Outros	1.232.962.003	77,2%
Ações em Tesouraria	300.000	0,02%
Total	1.597.341.594	100%

Nota: O fundo acionista TWINSF é atrelado a Michael Klein.

Fonte: Via Varejo

4.2 Aquisições Recentes

A Via Varejo, assim como seus concorrentes, adotou a estratégia de expansão por meio de aquisições pontuais de companhias. Recentemente, houve os investimentos em empresas menores / *startups* focadas em segmentos específicos de logística, *marketplace* e financeiro:

- **ASAPLog:** adquirida em 27 de abril de 2020, a ASAPLog é uma *startup* de tecnologia localizada em Curitiba (PR) especialista em soluções para logística. A ASAPLog possui uma plataforma tecnológica de logística (LogTech) para realização de entrega na última milha através de uma rede de entregadores autônomos. A aquisição promove o desenvolvimento logístico da Via Varejo promovendo a estratégia de integração da malha logística e a promoção dos serviços adicionais aos vendedores do seu *marketplace*.
- **banQi:** adquirida em 21 de maio de 2020, a banQi é uma *fintech* que realiza o desenvolvimento de soluções de inovação digital em crédito, meios de pagamento e serviços digitais e desenvolve a carteira virtual da companhia desde 2018. O banQi é responsável pelo super app com conta digital da Via Varejo que oferta aos clientes serviços e produtos financeiros através de diversas funcionalidades como uso de cartão pré-pago, recarga de bilhete único e celular pelo aplicativo, dentre outras funções. O banQi oferece integração com as lojas físicas, atualmente são 511 lojas integradas, oferecendo serviços como saques e depósitos, pagamentos e utilização para compras.
- **I9XP:** adquirida em 28 de outubro de 2020, a I9XP, empresa de tecnologia localizada em São Paulo (SP), atua no desenvolvimento de tecnologias para e-commerce com 120 desenvolvedores. Segundo comunicado da Via Varejo, a aquisição faz parte do processo de transformação digital ao promover o avanço em projetos de *marketplace* e logística.

4.3 Transformação Digital

A estratégia de transformação digital da Via Varejo ganhou força a partir do final de junho de 2019 quando ocorreram mudanças no controle da instituição e uma nova equipe de gestão entrou com o objetivo de realizar o processo de retomada da Via Varejo tanto operacionalmente como na visão financeira. A Via Varejo busca a partir do processo de transformação digital ampliar a oferta de produtos aos seus clientes e na oportunidade de criar atividades adicionais que gerem receitas para a empresa. Algumas mudanças já ocorreram com foco no *omnichannel* com mudanças na infraestrutura, na experiência do cliente. Um evento marcante da nova gestão foi a Black Friday de 2019 que obteve R\$1,1 bilhão em um único dia vendas de suas lojas mais o e-commerce.

O processo de transformação digital é realizado a partir de diversas iniciativas que estão contidas no *road map*, plano a ser seguido, definido pela empresa. O time responsável por essas iniciativas está localizado em 3 Tech Hubs, o primeiro é composto por 1.200 colaboradores que estão localizados em São Caetano do Sul (SP), o segundo é das pessoas do

banQi em Boston (EUA) e por fim as pessoas da ASAPLog em Curitiba (PR). As iniciativas podem ser divididas em i) canais online: aumento do número de apps com foco na conversão de usuários, crescimento na experiência dos *sellers*; ii) canais offline: introdução de novas utilidades no sistema de vendas das lojas como, por exemplo, recomendações aos clientes com base no histórico de compras; inteligência aplicada nos dados obtidos através do wifi das lojas aliado ao Via+; investimento em infraestrutura com novos pontos de vendas (PDVs) mobile. Além disso, há a aplicação da tecnologia para melhoras nas áreas de precificação, logística, frete, crediário e marketing. Os próximos passos do *road map* podem ser vistos na figura 10.

Figura 10 – Próximos Passos Transformação Digital



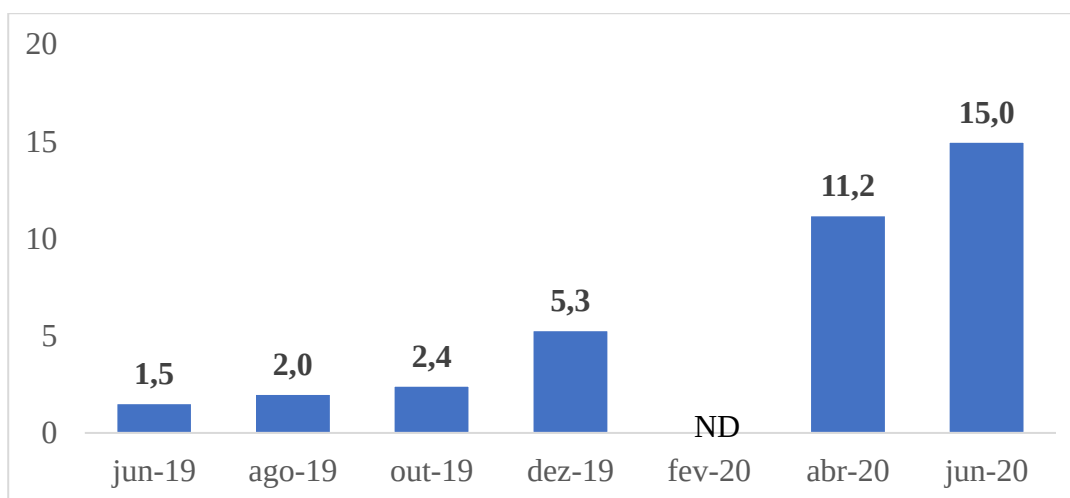
Fonte: Via Varejo

4.4 E-commerce

O modelo de e-commerce da Via Varejo é composto pelos sites das Casas Bahia e Ponto Frio e os aplicativos da marca que ofertam produtos próprios na modalidade 1P, em que o varejista realiza a venda diretamente ao consumidor, e produtos de terceiros, cerca de 6 mil cadastrados em abril de 2020, que disponibilizam seus produtos na plataforma da companhia, modalidade 3P, em que a venda é realizada por um terceiro. No primeiro trimestre de 2020, os sites e os aplicativos de maneira combinada receberam mais de 130 milhões de acessos por mês, aumento expressivo comparado aos 80 milhões do mesmo período do ano anterior. Apesar da queda no ano de 2018, as vendas do e-commerce estão aumentando a penetração no total de vendas ao longo dos anos saindo de 22,9% em 2017 para 34,2% nos últimos 12 meses de junho/2020. A situação do COVID19 em que as lojas ficaram fechadas por um longo período e o fluxo de pessoas ainda não normalizado irá promover o crescimento ainda mais acentuado desse modelo de negócio.

A plataforma conta com 3,5 milhões de SKUs aumento de 75% em relação ao mesmo período do ano anterior, promovendo a oferta de uma gama maior de produtos para seus clientes. Através da plataforma, a Via Varejo promove novas formas de obtenção de receitas com os *sellers* que além de tarifas atreladas a vendas, há o oferecimento de outros serviços como logísticas, meios de pagamento e publicidade. As tecnologias permitem que a empresa utilize os dados e promova melhorias na comunicação dos clientes visando aprimorar a experiência dos clientes gerando maior recorrência e fidelização. No caso do e-commerce, o número de visitantes é fator relevante para a escolha de plataforma pelos *sellers* e serve como um indicador para a qualidade do site. Utilizando dados do Similarweb, no mês de setembro/2020 o site do Ponto Frio recebeu um total de 13,7 milhões de visitas e o site das Casas Bahia recebeu 47,5 milhões de visitas. Em relação a utilização de aplicativos, o indicador utilizado é o número de usuários ativos mensais, como apresentado no gráfico 32 abaixo, observa-se crescimento de mais de 10 vezes comparando os valores de junho de 2019 com junho de 2020.

Gráfico 32 – Usuários Ativos Mensais (Milhões)



Fonte: Via Varejo

4.4.1 Caso “ME CHAMA NO ZAP”

Devido ao cenário de pandemia da COVID-19 que provocou o fechamento das lojas físicas, as Casas Bahia promoveram o “ME CHAMA NO ZAP” que utiliza o aplicativo de mensagens instantâneas popular WhatsApp na função Business para promover o e-commerce. Dessa maneira, os vendedores que previamente iriam ficar sem vender produtos pois não conseguiriam interagir com o público passaram a ter esse canal de interação para realização de

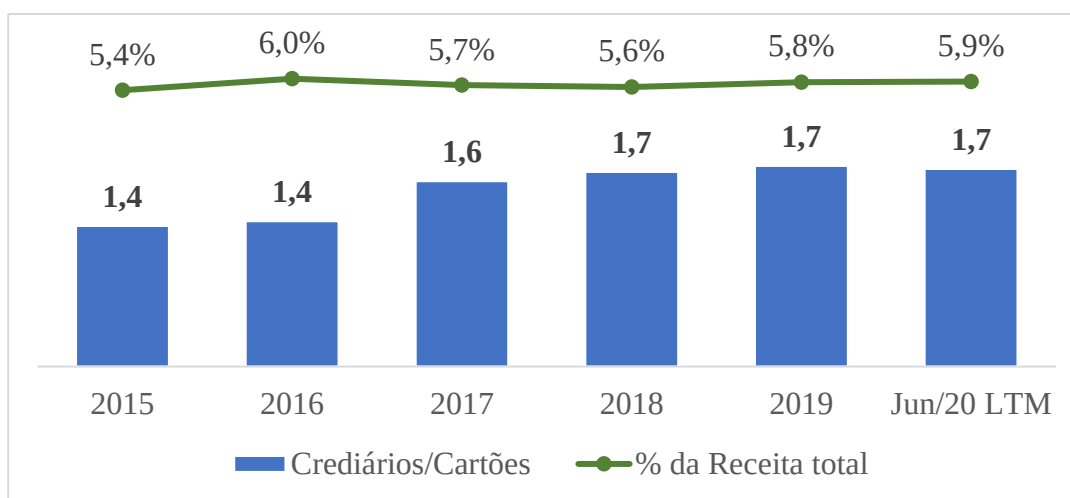
vendas. Segundo Ilca Sierra, diretora de marketing e comunicação da Via Varejo, o ME CHAMA NO ZAP auxilia a criar a confiança dos clientes a fazer compras online no Whatsapp e eles ainda são auxiliados pelo vendedor que assiste o cliente a tomar a melhor decisão e nas etapas de compra. Segundo a companhia, a campanha ME CHAMA NO ZAP vai continuar após a quarentena.

Após duas semanas de campanha, havia sete mil vendedores no aplicativo e as vendas desse canal representavam 20% do total do e-commerce. A campanha foi nomeada case de sucesso pelo Facebook devido a mais de 30 mil campanhas promovidas, mais de 800 contas de anúncio e visualização por mais de 30 milhões de pessoas. Segundo o diretor executivo de operações, Marcelo Ubriaco, a campanha “integrou de forma definitiva nossos canais de venda”. (ME CHAMA NO ZAP, 2020).

4.5 Produtos Financeiros

A Via Varejo possui, além da sua operação principal, um segmento financeiro que oferece produtos e serviços para os usuários como complemento das vendas. O serviço de crediário, que permite usuários parcelarem as compras, assistiu mais de quatro milhões de clientes nos últimos 12 meses e possui 1,8 milhões de clientes ativos com uma carteira com mais de R\$2 bilhões. Além do serviço de crediário, a Via Varejo oferta cartões de créditos *co-branded* em parceria com instituições financeiras, nas Casas Bahia a parceria é com o Bradesco e no Ponto Frio com o Itaucard. Em maio de 2020, havia 3 milhões de cartões de crédito ativos. A fim de complementar a operação financeira, a banQi foi adquirida em 2020 como relatado previamente. No gráfico 33 é possível analisar a receita proveniente do crediário e do cartão.

Gráfico 33 – Receita de Produtos Financeiros (R\$ Milhões)



Fonte: Via Varejo

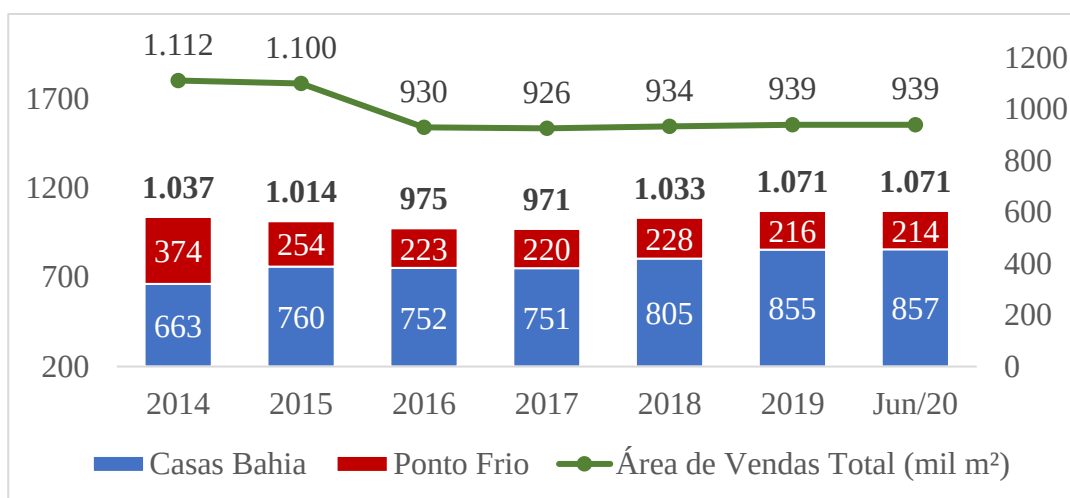
4.6 Destaques Operacionais

Os dois modelos de negócio da Via Varejo: lojas físicas e e-commerce (1P e 3P) possuem métricas operacionais distintas que serão analisadas para evidenciar o desempenho operacional da empresa nos últimos anos.

No modelo de lojas físicas dois aspectos devem ser evidenciados:

- i) **Número de lojas:** conforme representado no gráfico 34, ao analisar a evolução nos números de lojas há o crescimento do número de lojas nos últimos anos. No gráfico também se observa o crescimento de lojas com a marca Casas Bahia e a estagnação do número de lojas com a marca Ponto Frio. Como fato adicional, atualmente 72,8% das lojas são do formato na rua, 26,7% shopping e 0,5% quiosques.

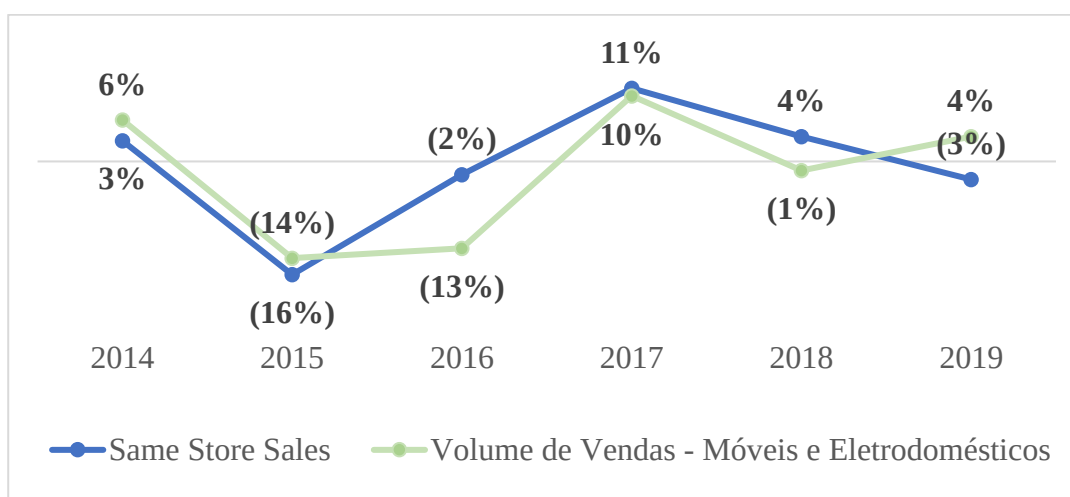
Gráfico 34 – Número de Lojas e Área de Venda Total



Fonte: Via Varejo

ii) **Same-Store Sales (SSS):** indicador popular no varejo, segundo o Investopedia, o indicador é utilizado para avaliar o desempenho de vendas de uma loja em períodos diferentes, dessa forma é possível entender o crescimento das vendas da companhia. No gráfico 35 é apresentado o SSS da Via Varejo nos últimos anos, observa-se o desempenho negativo do indicador com exceção ao ano de 2017. No gráfico 35, também é apontado o indicador de volume de vendas da categoria de Móveis e Eletrodomésticos do IBGE para efeito de comparação. Devido ao fechamento das lojas em 2020, é esperado uma queda em 2020.

Gráfico 35 – Same Store Sales x Volume de Vendas – Móveis e Eletrodomésticos

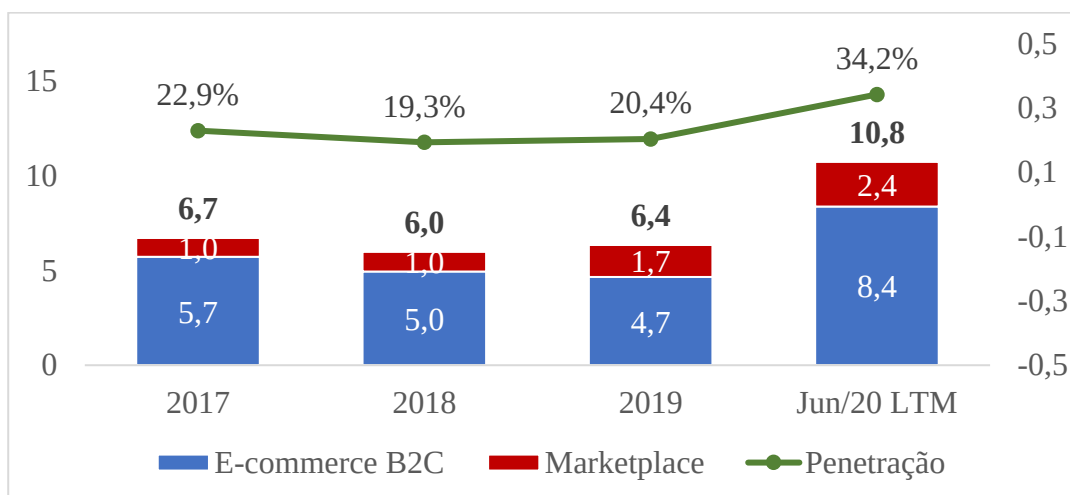


Fonte: Via Varejo e IBGE

No caso do e-commerce o indicador analisado é o GMV que representa o volume de vendas do modelo online (1P e 3P). Ao analisar os valores no gráfico 36, observa-se queda do

indicador no ano de 2018 e retomada no ano de 2019, em relação a penetração em relação ao total de vendas da empresa, atualmente, representa 34,2%.

Gráfico 36 – GMV E-commerce (R\$ Bilhões)



Fonte: Via Varejo

4.7 Destaques Financeiros

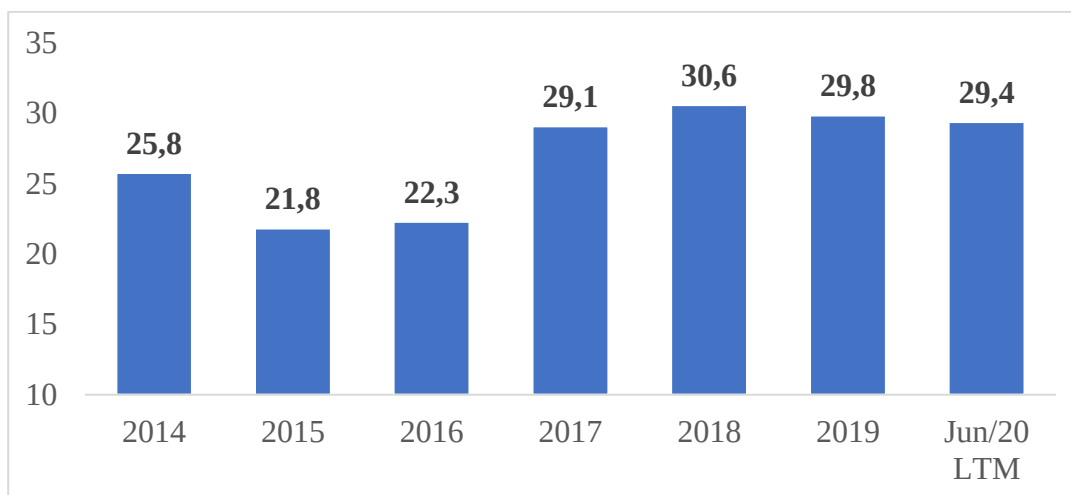
Em relação aos resultados financeiros da Via Varejo nos últimos anos, não é possível ver uma tendência de crescimento ou queda, houve um grande crescimento no ano de 2017, porém não foi contínuo para os anos posteriores que oscilaram em um patamar de valores nos anos de 2018 e 2019. Em novembro de 2019, a Via Varejo disponibilizou fato relevante sobre investigação interna devido a denúncias realizadas sobre possíveis irregularidades contábeis. A investigação e a correção dos valores contábeis provocaram distorções na conta contábil da empresa e para normalizar o valor, a empresa divulgou as contas de resultados operacionais. Devido a isso, os valores de EBITDA que sofreram maior alteração devido a esse evento serão apresentados com os valores “operacionais” da empresa.

4.7.1 Receita Bruta

A receita bruta da empresa é formada a partir do somatório das receitas provenientes das lojas físicas, e-commerce (inclui *marketplace*) e atacado, o último teve suas operações interrompidas no terceiro trimestre de 2019. Vale ressaltar que a diferença entre o GMV e o resultado bruto ocorre devido às vendas de terceiros na plataforma de *marketplace* da Via Varejo. O valor da venda do produto é contabilizado no GMV total, porém, a receita de fato é

constituída de um percentual desse valor. O desempenho da receita bruta da companhia é estável nos últimos dois anos após um grande aumento no ano de 2017, o crescimento anual entre 2015 e 2019 é de 8%. Ver gráfico 37.

Gráfico 37 – Receita Bruta (R\$ Bilhões)

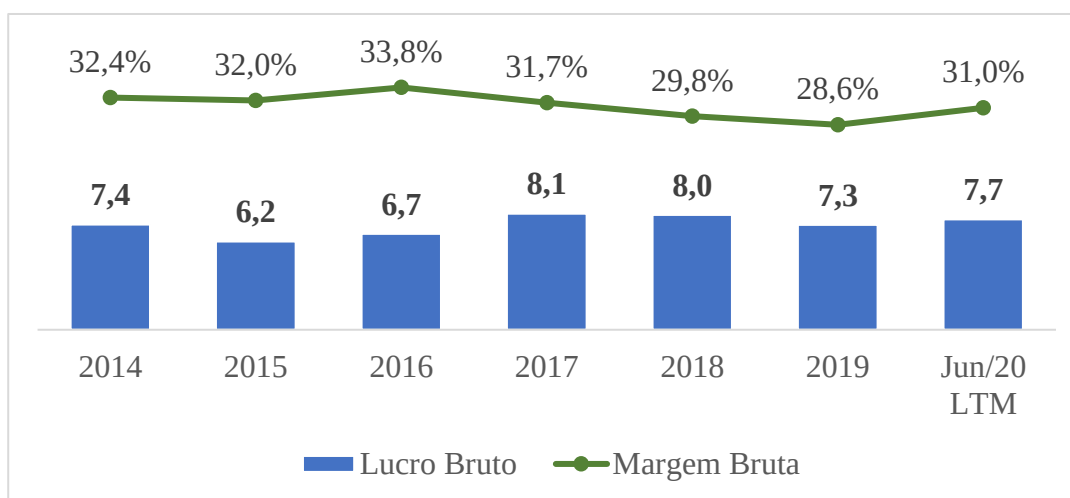


Fonte: Via Varejo

4.7.2 Lucro Bruto

O lucro bruto, que é calculado a partir da receita bruta menos deduções e subtraído os custos das mercadorias vendidas, obteve resultados similares a receita bruta com crescimento anual de 5,8%. Ao analisar a variação da margem bruta observa-se a constante queda saindo de 33,8% em 2016 para 28,6% em 2019. Porém, ao analisar o resultado do primeiro semestre de 2020, a Via Varejo está conseguindo obter maior eficiência com a operação gerando uma margem bruta de 32,8% nos 6M20 e de 31% ao fazer o cálculo dos últimos doze meses. Ver gráfico 38.

Gráfico 38 – Lucro Bruto (R\$ Bilhões)

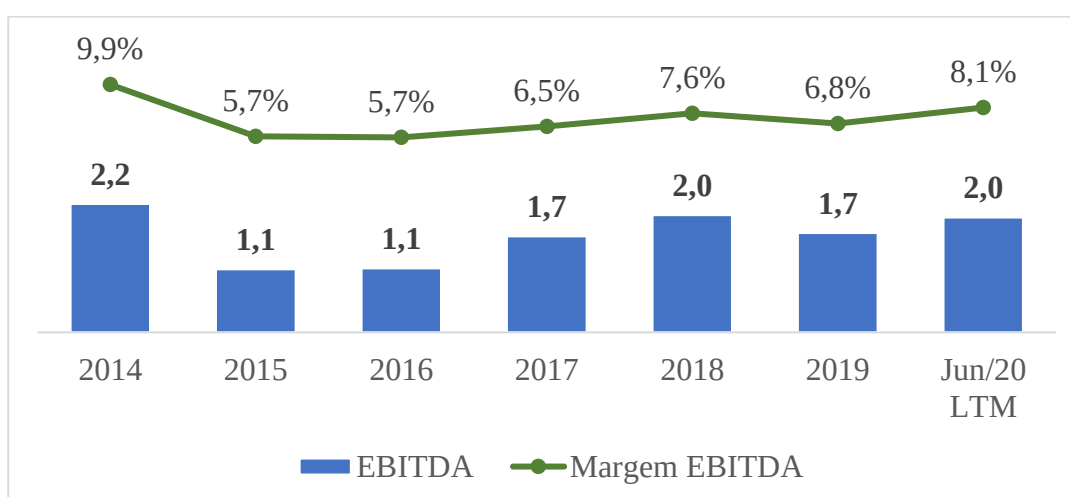


Fonte: Via Varejo

4.7.3 EBITDA

Ao analisar o EBITDA, calculado a partir do lucro bruto subtraído das despesas operacionais da empresa sem considerar depreciação, observa-se que a empresa está aumentando o indicador que indica a capacidade de geração de caixa da operação com o crescimento da margem EBITDA desde 2015, apesar de um leve recuo no ano de 2019, como é possível observar no gráfico 39.

Gráfico 39 – LAJIRDA / EBITDA (R\$ Bilhões)

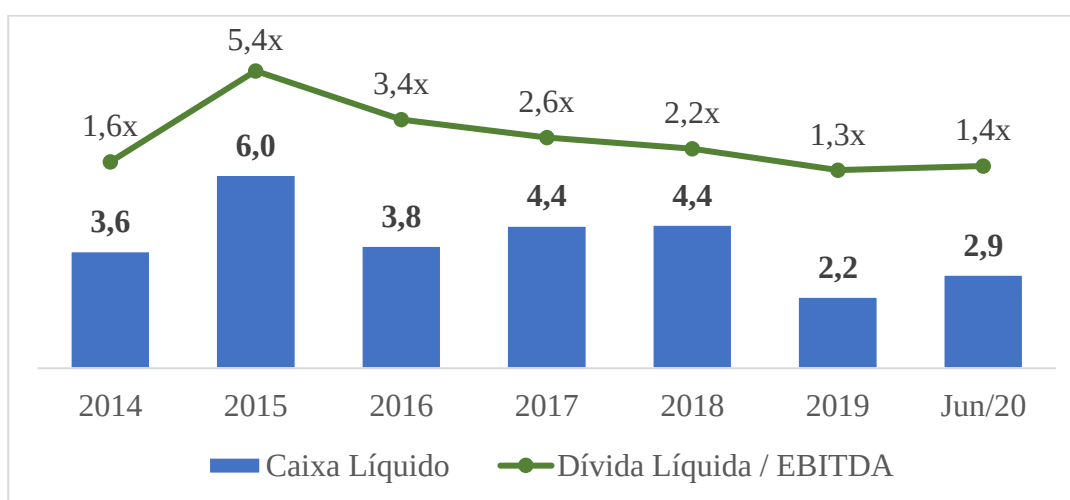


Fonte: Via Varejo

4.7.4 Endividamento Líquido

Em relação ao endividamento líquido da Via Varejo, a companhia reporta caixa líquido ajustado incluindo recebíveis não descontados, ou seja, o valor da soma do caixa com as aplicações financeiras de curto prazo da empresa é maior que as obrigações que a companhia tem a cumprir, como observado no gráfico 40. Observa-se que o valor do caixa líquido está diminuindo nos últimos anos, saindo de cerca de R\$6 bilhões em 2015 para R\$2,9 bilhões na posição de junho de 2020, vale ressaltar que a posição de junho de 2020 é após a operação de levantamento de capital no mercado de capitais (*follow on*) de R\$4,4 bilhões.

Gráfico 40 – Endividamento (R\$ Bilhões)



Fonte: Via Varejo

5 MODELAGEM FINANCEIRA

Esse capítulo tem como objetivo realizar a valoração da Via Varejo a partir dos diferentes métodos que foram apresentados na seção de “Avaliação Financeira” do capítulo de Fundamentação Teórica. O primeiro a ser apresentado é o Fluxo de Caixa Descontado, como o modelo se baseia na projeção de fluxo de caixa da companhia, serão explicadas as principais premissas utilizadas na modelagem e posteriormente realizada a análise de sensibilidade com as principais variáveis. O segundo modelo utilizado é a avaliação relativa que é dividida entre avaliação com múltiplos de companhias abertas e múltiplos de transações precedentes. Durante a elaboração dos métodos, serão ressaltados pontos de atenção na avaliação devido às mudanças no mercado varejista, principalmente, devido a transformação digital presente no setor.

5.1 Método de Fluxo de Caixa Descontado

O método, por ser baseado em fluxos de caixas futuros, depende da realização de projeção dos seguintes demonstrativos financeiros: Demonstrativo de Resultado Financeiro, Balanço Patrimonial e Demonstrativo de Fluxo de Caixa. A elaboração do trabalho é realizada de maneira anual para os períodos de 2020 a 2029. A razão dessa avaliação é encontrar o valor intrínseco da empresa para análise em conjunto com os valores encontrados na avaliação relativa. Essa seção é utilizada na análise de sensibilidade por ser possível realizar a variação de parâmetros chaves com base nas projeções.

As seções seguintes servem para detalhar as principais premissas utilizadas nas projeções, assim, como, o histórico dos valores que foram utilizados como base. A fim de facilitar a leitura dos gráficos e tabelas, as premissas serão apresentadas até 2025. Vale ressaltar a dificuldade na elaboração do cenário para 2020 devido às incertezas trazidas com o cenário de pandemia. Além do cenário não possuir uma previsão para o término, há, também, dúvida em relação de como e se as atividades retornarão ao que eram antes da pandemia e como será o comportamento dos consumidores e do mercado. Por fim é apresentado o valor encontrado para a Via Varejo e realizada análise de sensibilidade com base em variáveis chaves.

5.1.1 Detalhamento das Projeções

5.1.1.1 Premissas Macroeconômicas

Diversos pontos da modelagem foram projetados utilizando dados macroeconômicos para o ano em questão, os valores foram obtidos no site de sistemas de expectativas do Bacen e foram publicados no Relatório Focus de 23/10/2020 (Bacen, 2020). Os indicadores utilizados foram:

- **Produto Interno Bruto (PIB):** resultado da soma dos bens e serviços produzidos pelo país no período de um ano, o valor é apresentado como o percentual de crescimento em relação ao ano anterior (PIB – IBGE).
- **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA):** indicador utilizado para medir a inflação de um grupo de produtos e serviços comercializados no varejo, referente ao consumo pessoal das famílias (IPCA – IBGE).
- **Certificado de Depósito Interbancário (CDI):** título de curto prazo emitido pelos bancos, a taxa CDI é utilizada como medida de rentabilidade para aplicações financeiras (INFOMONEY). A taxa acompanha a taxa SELIC que é utilizada para títulos federais e considerada a taxa básica de juros, devido a isso será apresentada e utilizada a projeção da taxa Selic para os períodos.
- **Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M):** indicador do movimento de preços que cobre todo o processo produtivo (IGP-M IPEA Data).

Os valores históricos e os projetados podem ser visualizados na tabela 11 a seguir:

Tabela 11 – Dados Macroeconômicos

Dados Macroeconômicos	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
PIB	1,3%	1,3%	1,1%	(4,8%)	3,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
IPCA	2,9%	3,7%	4,3%	3,0%	3,1%	3,5%	3,3%	3,2%	3,2%
IGP-M	(0,5%)	7,5%	7,3%	19,7%	4,3%	4,0%	3,7%	3,5%	3,5%
Selic (média do ano)	9,9%	6,6%	6,0%	2,7%	2,2%	4,0%	5,3%	6,0%	6,0%

Fonte: Bacen (2020), IBGE (2020) e IPEA Data (2020)

5.1.1.2 Premissas de Receita

A Via Varejo apresenta duas formas de divisão da receita bruta: a primeira divisão é composta em “Lojas Físicas”; “Online” e “Atacado”, sendo que o último teve suas operações

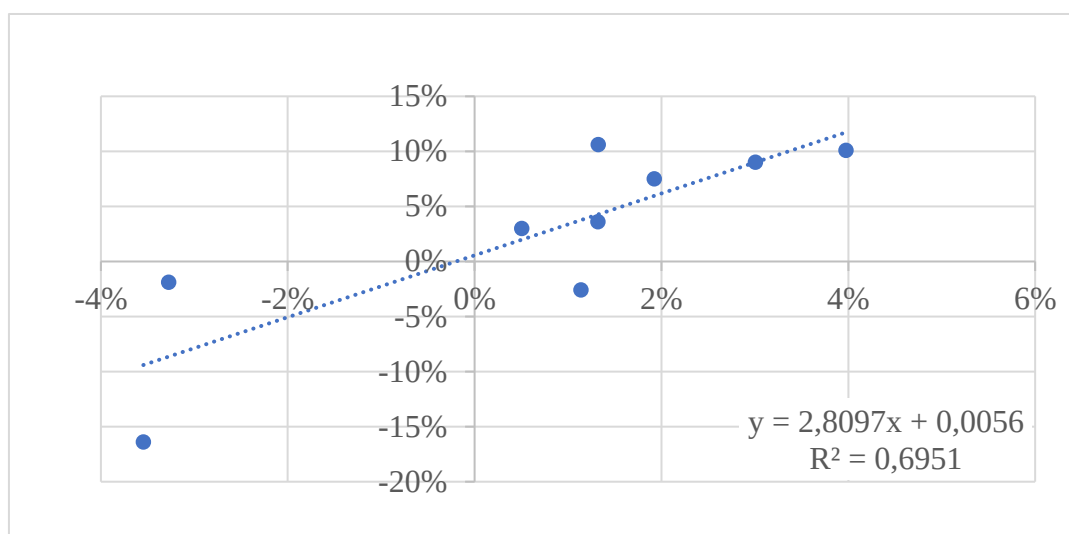
descontinuadas durante o ano de 2019. A segunda forma de segmentação utilizada pela empresa é a divisão em “Mercadoria”, “Serviços de Frete e Montagem”; “Serviços” e “Crediários/Cartões”. Para as projeções, a receita bruta foi projetada de maneira separada utilizando a primeira divisão. A escolha parte da percepção que os dois modelos de negócio apresentam drivers de crescimento diferentes para os próximos anos o que justifica a realização de maneira distinta.

5.1.1.2.1 Receita de Lojas Físicas

A projeção de receita de lojas físicas foi realizada com base na multiplicação entre a receita por m² das lojas e a área total de vendas da empresa, os dados históricos foram coletados dos documentos disponibilizados para os investidores. Observa-se que na segunda forma de divisão da receita apresentada na seção anterior, há uma parcela formada por “Crediários/Cartões”, essa receita é proveniente dos juros cobrados dos clientes que realizam o pagamento das contas em carnê. Partindo da premissa que essa modalidade ocorre majoritariamente em lojas físicas, o valor dessa receita para todos os períodos foi desconsiderado da parcela Lojas Física e projetado de maneira separada, explicado no final desta seção.

A receita por m² foi projetada com base nas vendas “mesmas lojas” ou *Same Store Sales*, em inglês, métrica calculada e disponibilizada pela Via Varejo que realiza a comparação das vendas brutas das lojas que estão abertas há pelo menos um ano. Conforme apresentado no capítulo de análise do setor, é possível relacionar a evolução do desempenho do setor de varejo com o crescimento do PIB para o mesmo período. Utilizando esse racional, foi realizada a regressão linear entre o crescimento do PIB e o valor de vendas “mesmas lojas” reportado pela companhia dos anos de 2011 até 2019. O resultado obtido é visto no gráfico 41 que mostra a equação de reta com o coeficiente de 2,81x e uma relação de $R^2 = 0,695$.

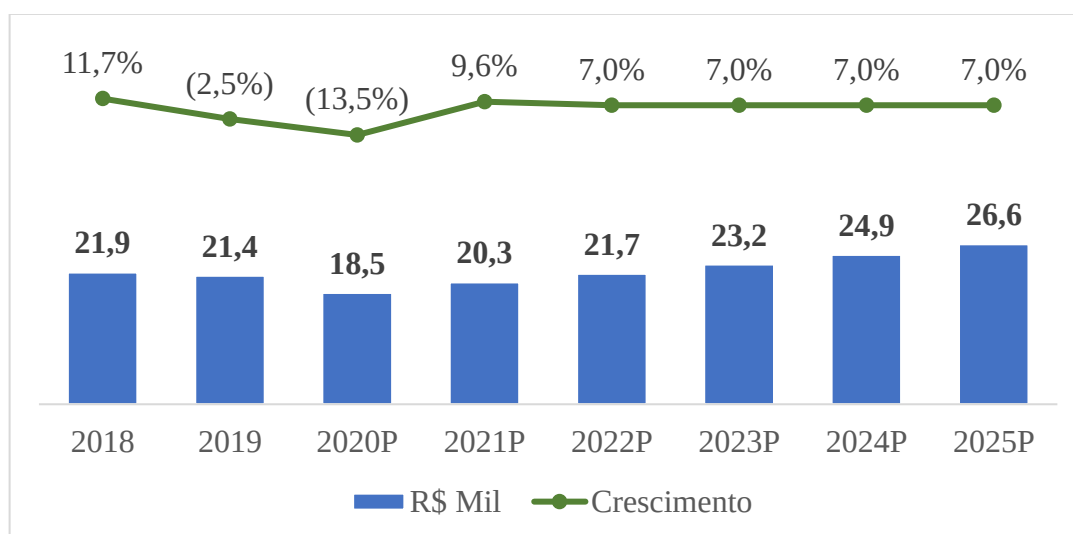
Gráfico 41 – Regressão Linear PIB x SSS



Fonte: Via Varejo, IBGE, elaboração própria

O R^2 representa o percentual da variância que é explicado pelo modelo estatístico. A regressão utilizada encontrou o valor de 0,6951, o que significa que cerca de 70% das variações do crescimento “mesmas lojas” é explicado pela variação do PIB. Apesar do valor não ser muito alto, o autor decidiu por utilizar o coeficiente encontrado para as projeções como a elasticidade do valor do *Same Store Sales* em relação ao PIB, ver gráfico 42. A justificativa da escolha deve-se ao fato da projeção ter sido realizada em um período próximo já considerando os resultados atípicos do ano de 2020.

Gráfico 42 – Projeção Receita por m²



Fonte: Via Varejo, Bacen 2020, IBGE 2020, elaboração própria

O outro termo da multiplicação é a área total de vendas da companhia, fator que depende, principalmente, da variação do número de lojas no período. Conforme apresentado anteriormente no gráfico 34, a Via Varejo divulga o número de lojas com a separação da bandeira, Ponto Frio ou Casas Bahia. Atrelada a informação anterior, é disponibilizada a quantidade de lojas abertas e fechadas de cada marca por período, ver tabela 12. Ao analisar os dados, observa-se a tendência de queda no número de lojas com a marca Ponto Frio nos últimos anos e o aumento significativo de lojas Casas Bahia principalmente nos anos de 2018 e 2019.

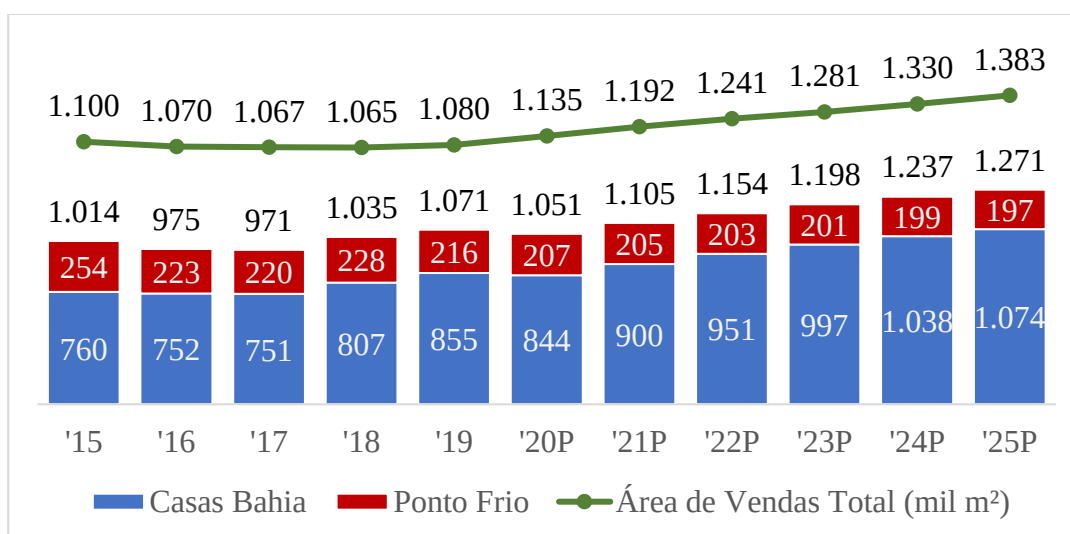
Tabela 12 – Variação Número de Lojas por Marca

Variação Número de Lojas	2015	2016	2017	2018	2019
Ponto Frio	254	223	220	228	216
Abertas	0	4	5	14	1
Fechadas	45	27	8	6	13
Casas Bahia	760	752	751	807	855
Abertas	27	4	2	75	59
Fechadas	5	19	3	19	11

Fonte: Via Varejo, elaboração própria

Devido ao cenário incerto de pandemia e adotando um posicionamento mais conservador, não foi assumida abertura de lojas para o ano de 2020 e foi projetado o fechamento com base na média de fechamento dos últimos três anos. A partir do ano de 2021 foi utilizada a premissa de abertura de lojas em linha com o plano de expansão divulgado pela Via Varejo de 70 a 90 lojas e a abertura de lojas nos últimos três anos. Em relação à área das lojas, a partir dos dados históricos pode-se obter a área média de cada loja da companhia dos últimos cinco anos, valor que foi projetado constante para os anos seguintes. O resultado do número total de lojas pode ser observado no gráfico 43.

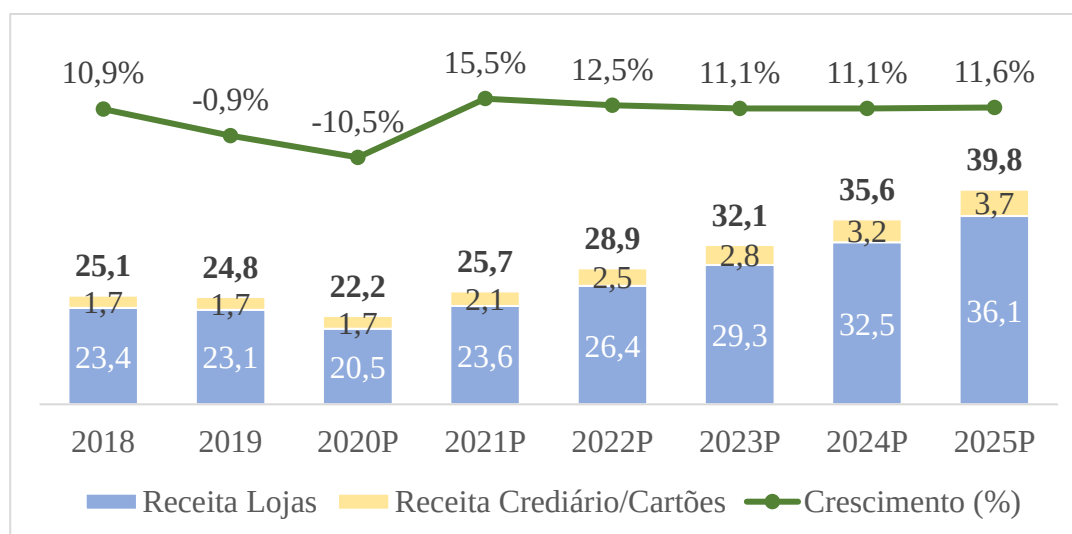
Gráfico 43 – Projeção Número de Lojas e Área de Vendas Total



Fonte: Via Varejo, elaboração própria

A receita referente à “Crediário/Cartões” foi calculada a partir da premissa de taxa de juros em relação a carteira de contas a receber, que pode ser obtida no balanço da Via Varejo dentro de “Contas a Receber”. Para a projeção, a taxa de juros utilizada foi igual ao do ano de 2019, e o cálculo do tamanho da carteira foi realizado a partir da multiplicação entre as vendas realizadas no carnê e o *turnover* da carteira. A informação sobre a forma de pagamento das compras é disponibilizada e, por ser um valor estável nos últimos períodos, foi mantido constante para a projeção. O cálculo do *turnover* é realizado pela divisão entre o tamanho da carteira e o total de pagamentos realizados no carnê. Para a projeção, foi utilizada a média dos últimos três anos. A receita das lojas físicas e da parcela de “Crediário/Cartões” está apresentada no gráfico 44.

Gráfico 44 – Receita Bruta Lojas Físicas (R\$ Bilhões)

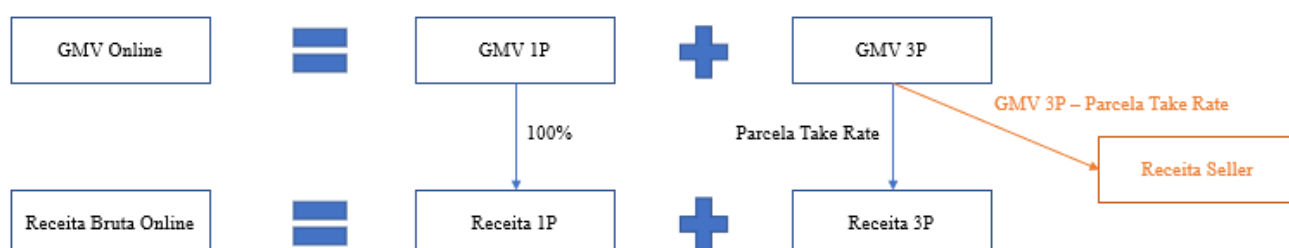


Fonte: Via Varejo, elaboração própria

5.1.1.2.2 Online

A receita online da companhia é composta pela receita proveniente das vendas diretas (1P) e de terceiros (3P) realizadas na plataforma online. Como relatado no início desta seção, a divisão da receita bruta apresenta somente o termo “Online”, sem exibir a segmentação da receita online. Apesar disso, há os dados do volume transacionado de maneira separada entre 1P e 3P. Partindo da premissa que todo volume de vendas 1P é considerado como receita e somente uma parcela das vendas do *marketplace* são considerados na receita bruta, é possível calcular por diferença a parcela do GMV do *marketplace* que é destinado para os vendedores terceiros. A figura 11 a seguir apresenta de maneira ilustrativa esse modelo.

Figura 11 – Modelo Receita Bruta Online



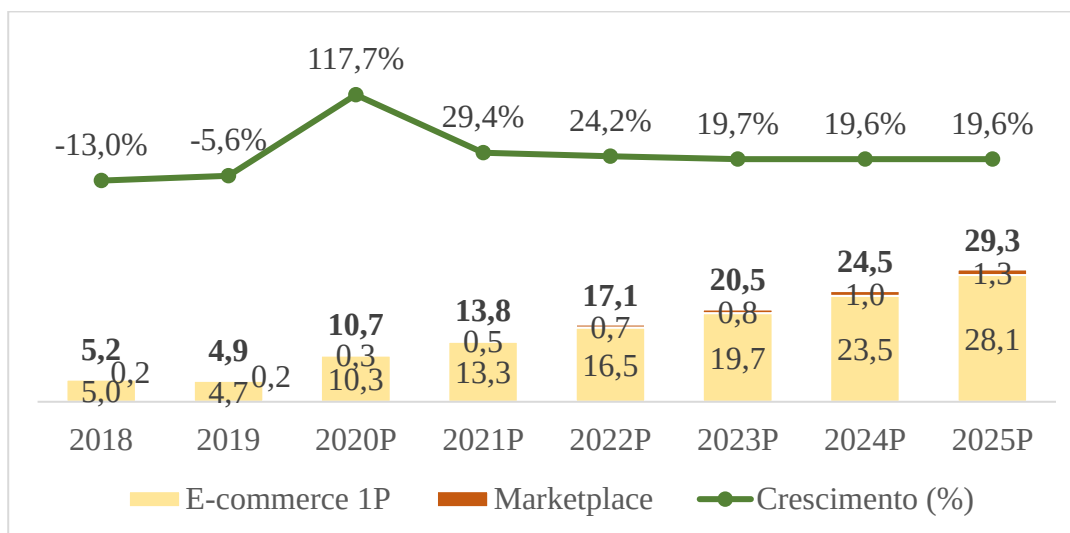
Fonte: elaboração própria

A projeção para esse segmento foi realizada a partir da premissa de elasticidade do crescimento do GMV Online da Via Varejo em relação ao crescimento projetado para o setor.

A única exceção é o ano de 2020 em que foi projetado o crescimento anual igual o desempenho entre o segundo semestre de 2019 e o primeiro semestre de 2020. Essa alteração é justificada devido aos resultados apresentados pela Via Varejo nos dois primeiros trimestres de 2020 em que obteve crescimento de 157,9% nos seis meses de 2020 comparado ao mesmo período do ano anterior. Para o crescimento do setor foi utilizada a premissa do relatório da XP (2020) que apresenta crescimento anual de 21% para o e-commerce brasileiros nos anos de 2019 até 2025, com a projeção de aumento da penetração no varejo total de 9,5% para 16% em 2023. Na análise de sensibilidade do setor é realizada a variação do crescimento do mercado.

Após definido o crescimento do GMV, foi projetado a participação dos canais próprios e de terceiros no volume transacionado. A premissa utilizada para o ano de 2020 foi a média do percentual de cada canal nos últimos três anos e projetado ganho de participação do *marketplace* em relação às vendas totais baseada na alta taxa de crescimento da modalidade em outras empresas do setor. Para as projeções, foi calculado o *take rate* do *marketplace* utilizando o racional da figura 11, e aplicada redução gradual a partir do valor encontrado para o ano de 2019 de 13,7%. O resultado pode ser visto no gráfico 45.

Gráfico 45 – Receita Bruta Online (R\$ Bilhões)



Fonte: Via Varejo, elaboração própria

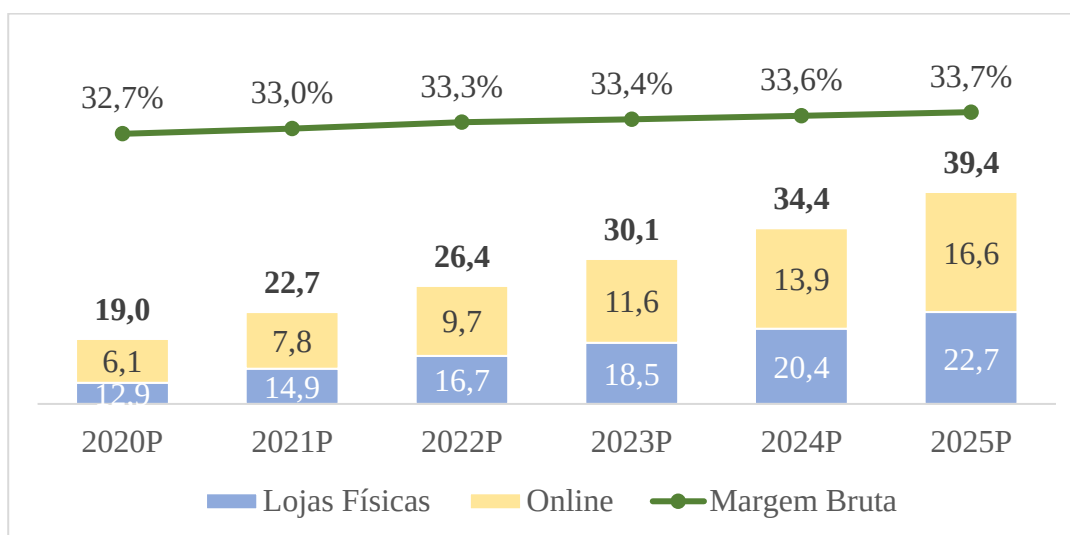
5.1.1.3 Custos e Despesas Operacionais

A Via Varejo apresenta os custos de maneira consolidada sob a conta “Custos das Mercadorias Vendidas”, ou CMV, não havendo abertura entre os diferentes canais de atuação ou por linha de produto vendido. Devido a isso, a realização da projeção dos custos da empresa

foi calculada a partir da premissa de margens brutas para cada linha de receita apresentada na seção anterior.

A justificativa para a abertura do CMV deve-se às diferenças de margem que foram analisadas: premissa de margem bruta inferior no segmento de lojas físicas comparado ao online devido ao resultado do segundo trimestre de 2020 da Via Varejo. A abordagem desse período específico deve-se ao fechamento de lojas que ocorreu durante o segundo trimestre de 2020 devido ao COVID19. A variação causada por esse evento foi o aumento da participação da receita “Online” de 15,3% para 66,3% na comparação entre os períodos de abril-junho de 2019. Acompanhada dessa variação, a margem bruta que no 2T19 era de 27,9% aumentou para 35,3% em 2T20. Além disso, é assumido que não há CMV atrelado a receitas proveniente do *marketplace*. A projeção dos custos e margens bruta são apresentadas no gráfico 46.

Gráfico 46 – Custo Mercadoria Vendida (R\$ Bilhões)



Fonte: Via Varejo, elaboração própria

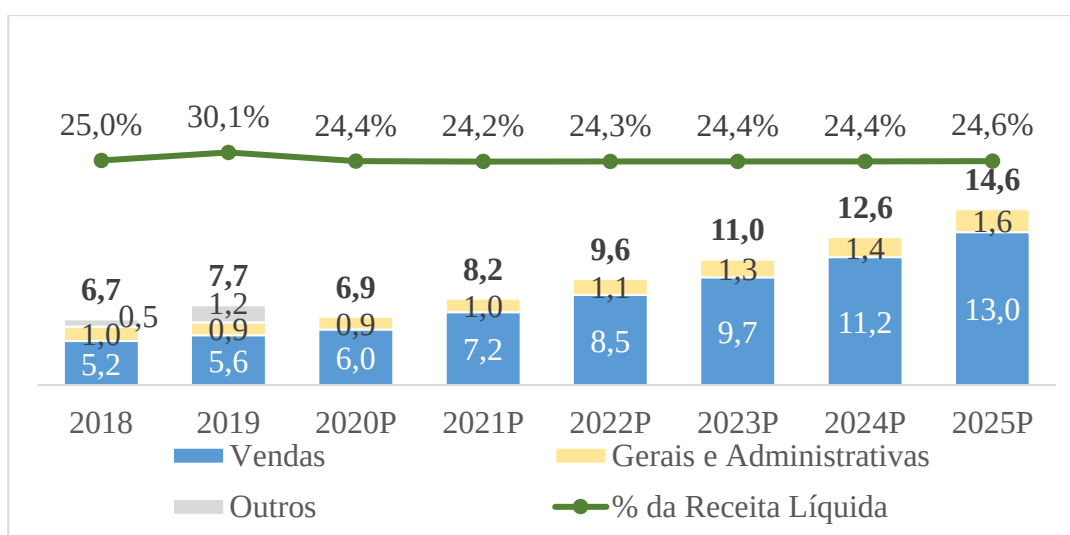
Em relação às despesas operacionais da Via Varejo, há a segmentação em “Despesas com Vendas”; “Despesas Gerais e Administrativas”; “Resultado de Equivalência Patrimonial” e “Outras Despesas e Receitas Operacionais”. A divisão apresentada pela empresa foi utilizada para a projeção da seguinte forma:

- **Despesas com Vendas:** como o próprio nome sugere, as despesas agrupadas são relacionadas ao processo de venda e devido a isso foi realizado o cálculo do percentual que essas despesas representam do total do GMV do período. A média dos últimos três anos foi utilizada como premissa para a projeção e assumido ganhos operacionais no decorrer dos anos.

- **Despesas Gerais e Administrativas:** projetado como percentual da receita líquida, valor inicial obtido pela média dos últimos três anos e assumido ganhos.
- **Outras Despesas e Receitas Operacionais:** não foram projetados valores para essa conta devido à falta de informações dos valores que a compõem e pela variação observada nos últimos anos.

O gráfico 47 a seguir mostra a evolução das contas e o percentual que o total das despesas operacionais representam da receita líquida.

Gráfico 47 – Despesas Operacionais (R\$ Bilhões)



Fonte: Via Varejo, elaboração própria

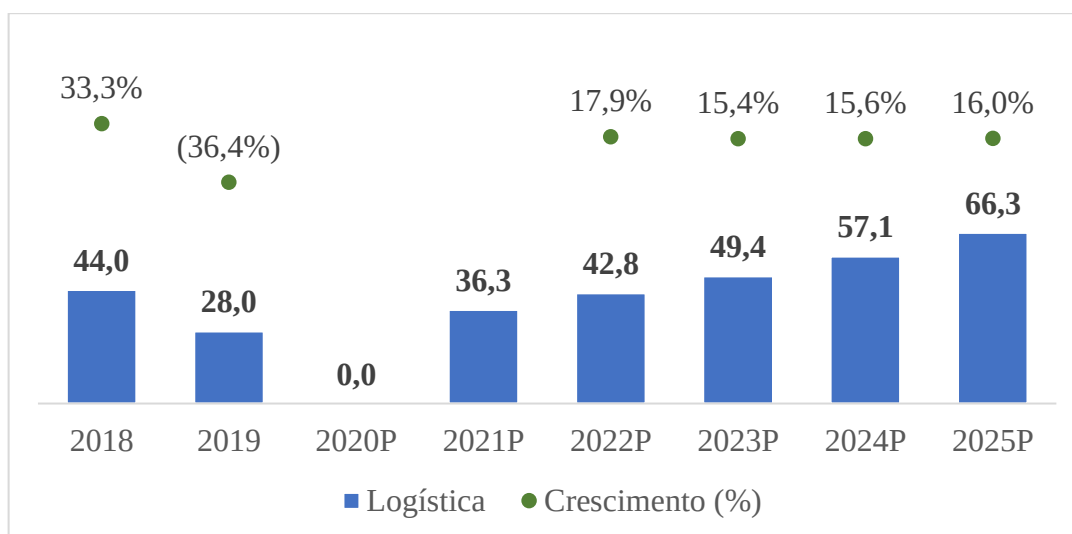
A Via Varejo apresenta a conta de resultado de equivalência patrimonial como receita operacional, para a projeção foi assumido crescimento igual ao crescimento do PIB para os próximos anos

5.1.1.4 Capex

Em relação aos investimentos efetuados no período, a Via Varejo oferece a abertura em “Logística”, “Novas Lojas”; “Reforma de Lojas”; “Tecnologia” e “Outros”. Em relação aos investimentos no ano de 2020, segundo a Companhia, é esperado investimento de R\$300 milhões para o setor de tecnologia e congelamento nos demais. Nos anos seguintes, as projeções foram feitas de maneira individual para cada segmento, como será detalhado abaixo.

Os investimentos direcionados a logística foram projetados com crescimento igual a evolução da receita líquida para os próximos anos devido a relação do crescimento da empresa com a capacidade de entrega dos produtos. A evolução pode ser vista no gráfico 48 a seguir.

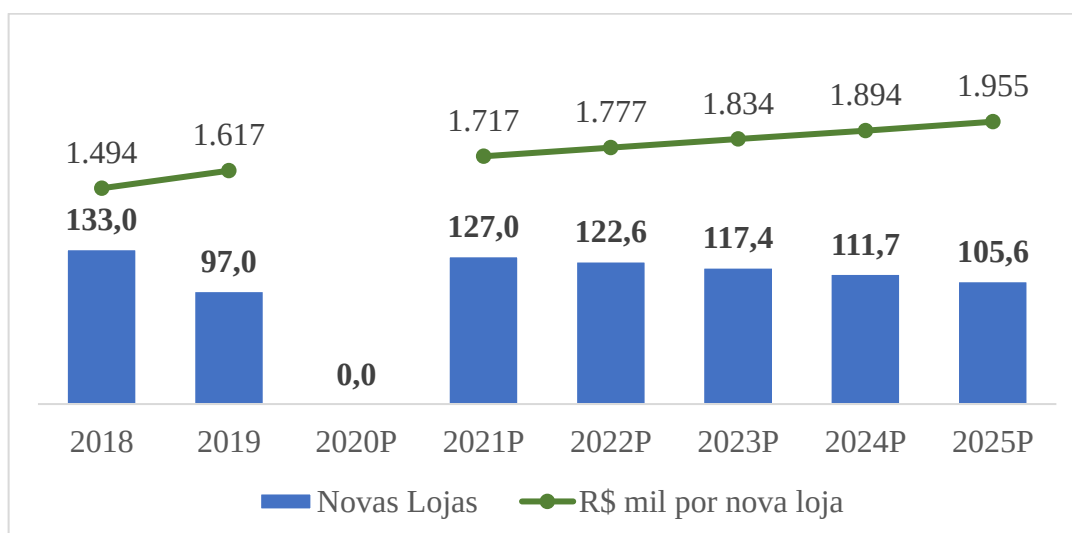
Gráfico 48 – Capex Logística (R\$ Milhões)



Fonte: Via Varejo, elaboração própria

A parcela destinada a “Novas Lojas” do Capex está ligada à expansão nos próximos anos, e como o nome sugere, é relacionada com a projeção de abertura de lojas da Via Varejo. Para a projeção, foi realizada a razão entre o investimento por loja aberta no período de 2019 e realizado o ajuste inflacionário utilizando o indicador IPCA. O valor encontrado foi multiplicado pela abertura de lojas projetadas em cada período, ver gráfico 49.

Gráfico 49 – Capex Novas Lojas (R\$ Milhões)

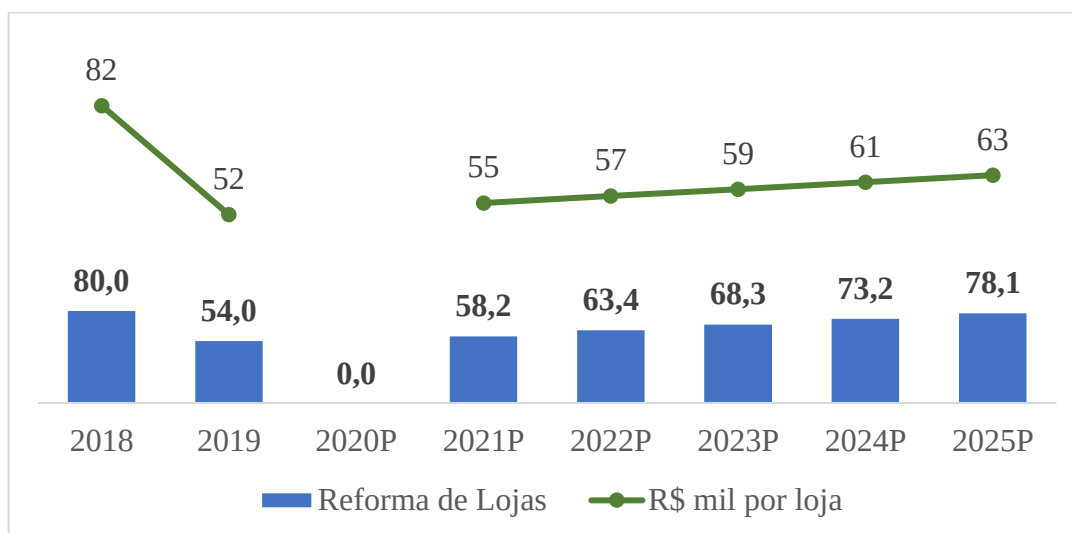


Fonte: Via Varejo, elaboração própria

O Capex de reforma de lojas pode ser classificado como Capex de manutenção pois é realizado em lojas já abertas. A evolução desses investimentos foi projetada com base na razão

entre o valor desprendido e a quantidade de lojas no período de 2019 e ajustado pelo índice IPCA de cada ano, conforme gráfico 50.

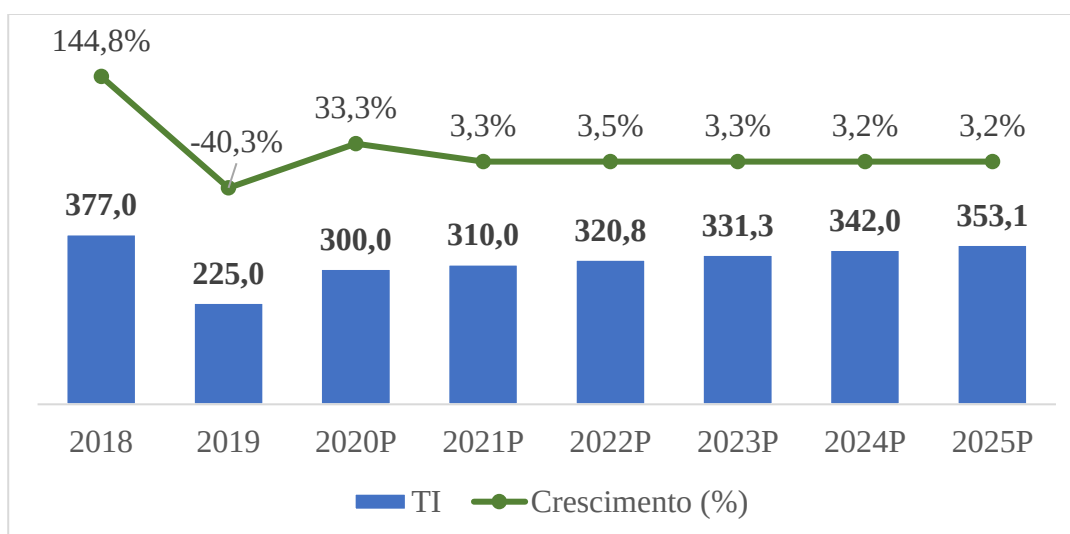
Gráfico 50 – Capex Reforma de Lojas (R\$ Milhões)



Fonte: Via Varejo, elaboração própria

O Capex de TI foi a única parcela que não foi interrompida devido ao cenário de pandemia, conforme enfatizado pela Via Varejo. Para as projeções, no ano de 2020 foi utilizado o valor de R\$300 milhões relatados pela empresa, e para os anos posteriores foi realizada a média dos últimos três anos com o ajuste inflacionário pelo IPCA de cada período, ver gráfico 51.

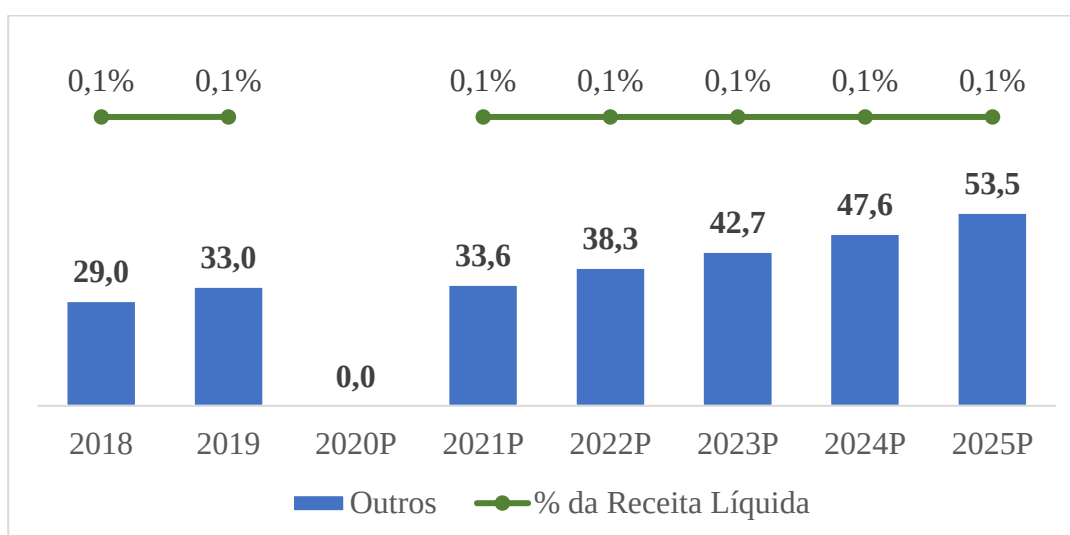
Gráfico 51 – Capex TI (R\$ Milhões)



Fonte: Via Varejo, elaboração própria

Em relação a parcela de “Outros”, a projeção foi feita utilizando a média dos últimos três anos da razão entre o investimento e a receita líquida da Via Varejo, a evolução pode ser vista no gráfico 52.

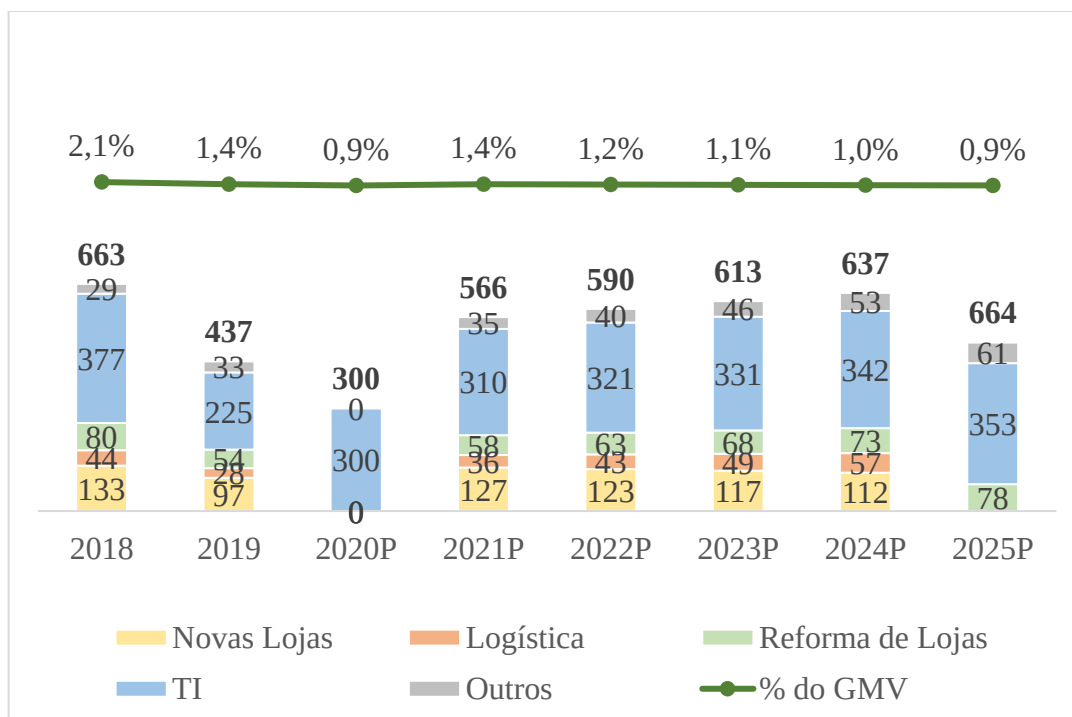
Gráfico 52 – Capex Outros (R\$ Milhões)



Fonte: Via Varejo, elaboração própria

Após o detalhamento, o gráfico 53 a seguir mostra de forma resumida os investimentos projetados para a Via Varejo nos próximos anos e a relação com o crescimento da receita líquida.

Gráfico 53 – Capex Total (R\$ Milhões)



Fonte: Via Varejo, elaboração própria

5.1.1.5 Capital de Giro

O capital de giro, segundo Damodaran (2008), é a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante da companhia. Empresas de diferentes setores apresentam necessidades diferentes de capital de giro, o setor varejista, conforme apontado por Damodaran (2008), apresenta alta necessidade. Para a projeção, foi realizado o cálculo de dias da receita para cada linha do ativo e dias de custos para as contas do passivo. A projeção de cada linha foi realizada a partir da média dos últimos três anos. A única conta do circulante que foi projetada de maneira diferente foi o PDD dentro de Contas a Receber, que representa a provisão para devedores duvidosos. A projeção para essa linha foi feita com base na média dos últimos três anos da razão entre o valor provisionado e a receita ajustada do período, o ajuste foi realizado retirando a parcela correspondente aos pagamentos à vista.

O valor de dias encontrados para cada linha pode ser observado na tabela 13. Além dos valores presentes no circulante, foi realizado o cálculo e a projeção dos dias para contas do não circulante, mas que são diretamente relacionadas à operação.

Tabela 13 – Capital de Giro - Dias

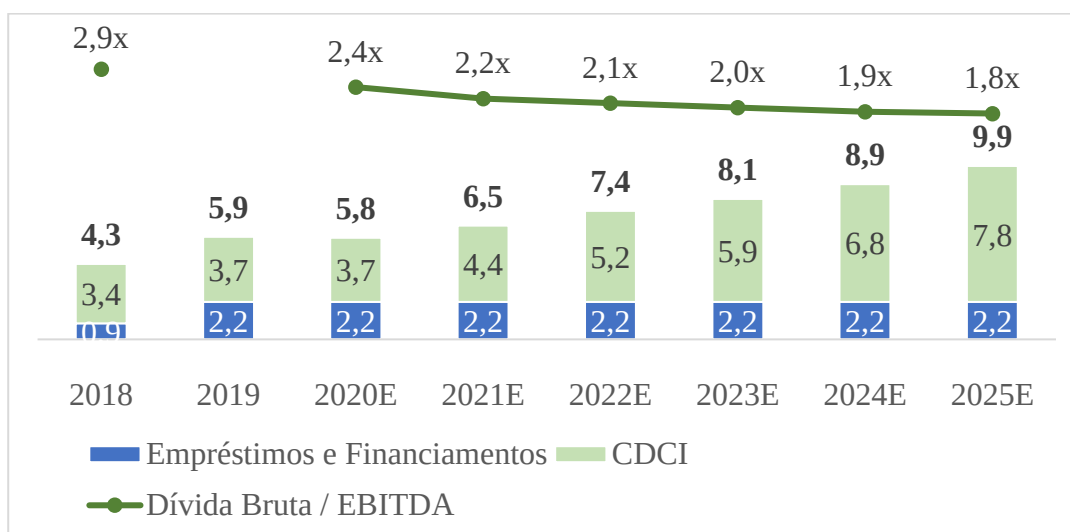
Ativo	Dias	Passivo	Dias
Contas a Receber	51,7	Fornecedores	158,9
Estoques	56,0	Fornecedores Convênio	10,1
Tributos a Recuperar	9,4	Impostos, Taxas e Contribuições	4,2
Despesas Antecipadas e Outras Contas a Receber	0,5	Receitas Diferidas	7,6
Instrumentos Financeiros - Hedge de valor justo	0,1	Obrigações Sociais e Trabalhistas	10,0
Partes Relacionadas	1,6	Dividendos e JCP a Pagar	0,1
Outros Ativos	1,3	Partes Relacionadas	2,8
		Repasse de Terceiros	10,1
		Outros	11,7
Longo Prazo			
Contas a Receber	3,1	Receitas Diferidas	25,9
Tributos a Recuperar	32,8	Tributos a Pagar	0,7
IR e CSLL Diferidos	11,6		
Despesas Antecipadas e Outros Ativos	1,8		

Fonte: elaboração própria

5.1.1.6 Endividamento

Na parte endividamento, as dívidas foram divididas em “Empréstimos e Financiamentos” e “CDCI”, o segundo termo refere-se ao financiamento das vendas a prazo que a empresa realiza por intermédio de instituições financeiras. Para a projeção, a premissa utilizada foi a manutenção do valor das contas para as linhas de “Empréstimos e Financiamento”, pois não houve a necessidade de captação após os investimentos e a distribuição de dividendos. Em relação ao segundo termo, a premissa utilizada para a projeção foi a média dos últimos três anos da razão entre o CDCI e a carteira de recebíveis do período, dessa forma obtém-se o valor de 146,4% da carteira. A dívida líquida e o indicador do endividamento líquido dividido pelo EBITDA podem ser vistos no gráfico 54.

Gráfico 54 – Endividamento (R\$ Bilhões)



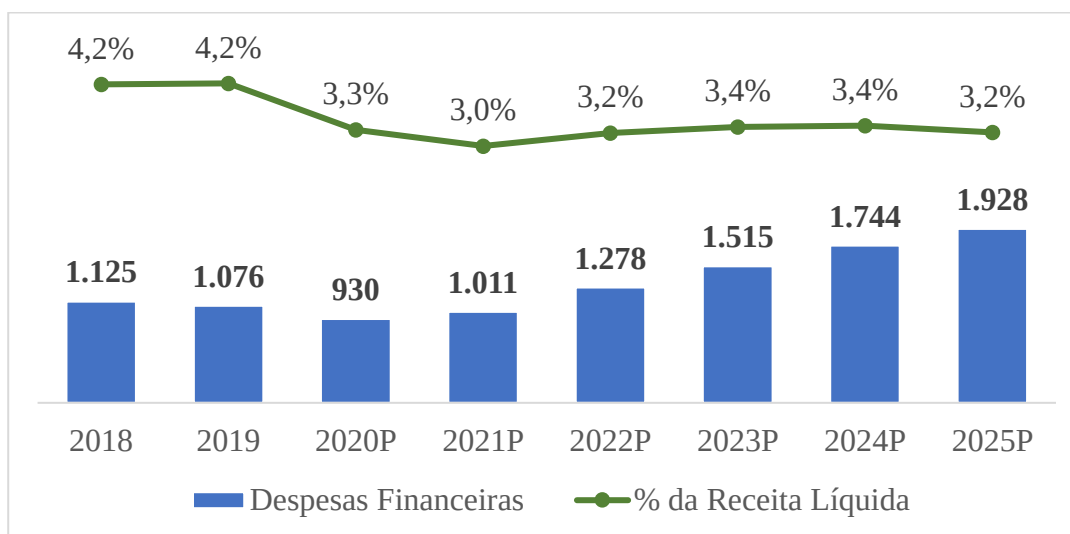
Fonte: Via Varejo, elaboração própria

Em relação ao resultado financeiro, a receita financeira foi projetada com base no rendimento de 100% CDI da média do caixa do início e final do período. Em relação às despesas financeiras, a divisão apresentada e as premissas utilizadas foram:

- **Dívida:** juros incorridos das dívidas no período. Projetado a partir da média dos últimos anos em razão do percentual de juros incorridos dividido pela taxa CDI do período.
- **CDCI:** referente às contas de Crédito Direto ao Consumidor com Interveniência do vendedor, a conta foi projetada utilizando a mesma lógica do item acima.
- **Custo Venda Recebível do Cartão:** a partir da premissa de juros igual a média do encontrado nos dois itens anteriores e calculado o percentual em relação ao total de recebíveis de cartão de crédito. A partir do resultado encontrado para o ano 2019, foi projetado percentuais iguais para os próximos anos.
- **Juros de Passivo de Arrendamento:** conta atrelada aos contratos de aluguel das lojas da empresa. Para a projeção, a despesa é resultado da multiplicação entre o total de área das lojas e o valor encontrado pela razão entre os juros cobrados e a área total ajustada anualmente pelo IGP-M.

O total de despesas financeiras e o percentual que representa da receita líquida pode ser visto no gráfico 55.

Gráfico 55 – Despesas Financeiras (R\$ Milhões)



Fonte: Via Varejo, elaboração própria

5.1.2 Avaliação Econômico-Financeira

As seções anteriores apresentaram as premissas utilizadas para a projeção dos demonstrativos para realização do método do fluxo de caixa descontado. Adicionalmente às projeções, como explicado no capítulo de Fundamentação Teórica, é necessário também a determinação da taxa de desconto. No final desta seção o leitor encontra as análises de sensibilidade.

5.1.2.1 Taxa de Desconto e Taxa de Crescimento na Perpetuidade

Conforme explicado anteriormente, a taxa de desconto utilizada na avaliação depende do fluxo de caixa calculado. Neste estudo foi realizado o Fluxo de Caixa para o Acionista, portanto, a taxa de desconto a ser utilizada é o custo de capital próprio (K_e). O método para encontrar a taxa é o modelo de CAPM determinado por variáveis que serão abordadas a seguir. O autor optou por utilizar valores dolarizados e realizar a conversão para a moeda brasileira.

A taxa livre de risco utilizada na avaliação foi 1,43%, taxa de retorno de longo prazo do título de 20 anos do tesouro americano publicada no dia 30 de outubro de 2020 (U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2020). Em relação ao prêmio de mercado, o valor foi obtido pelo estudo publicado de maneira periódica por Aswath Damodaran, a tabela com os índices foi atualizada dia 1º de julho de 2020 e apresenta *Equity Risk Premium* de 5,23% para o mercado americano. No parâmetro de risco país, o valor apresentado no dia 30 de outubro de 2020 foi de 3,18% (DAMODARAN, 2020). Na conversão do custo de capital dolarizado para o real, foi utilizada as taxas de inflação de longo prazo americana e brasileira com os valores de 1,40% e 3,24%, respectivamente (BACEN, 2020) (U.S BUREAU OF LABOR STATISTICS, 2020).

O último parâmetro que falta para realização da fórmula é o beta, o autor optou pela realização do cálculo utilizando companhias comparáveis conforme os critérios de seleção apontados anteriormente. A lista é formada por: empresas brasileiras: Magazine Luiza, Lojas Americanas, B2W; norte-americanas: Amazon.com, Best Buy, Walmart, Target Corporation; argentina: Mercado Libre; francesa: Fnac Darty; árabe: United Electronics; e pela chinesa JD.com. A mediana dos betas não-alavancados foi de 0,84 e utilizando a estrutura de capital projetada para a Via Varejo, obteve-se o beta alavancado de 0,95. Com esse valor, pode-se aplicar a fórmula do CAPM:

$$Ke_{US} = 1,43\% + 0,95 \times 5,23\% + 3,18\% \quad (17)$$

$$Ke_{BRL} = (1 + 9,6\%) \times \left(\frac{1+3,24\%}{1+1,4\%} \right)$$

O custo de capital resultado da fórmula é 11,5%. A partir do valor encontrado pode-se calcular o WACC da empresa a partir da estrutura de capital média para os anos projetados de 19,8% e o custo da dívida obtido pela taxa da debênture emitida pela Via Varejo em dezembro de 2019 de 5,2%. O cálculo é apresentado a seguir:

$$WACC = 11,5\% \times 83,3\% + 5,2\% \times 16,7\% \times (1 - 34\%) \quad (18)$$

Em relação a taxa de crescimento na perpetuidade, utilizada para o cálculo do valor terminal na avaliação, foi adotada a premissa que a companhia irá crescer no mesmo ritmo da economia acrescida a inflação. Portanto, a taxa é de 5,74% composto pelo valor do IPCA de longo prazo e o crescimento do PIB, cujos valores são 3,24% e 2,5%, respectivamente. (BACEN, 2020)

5.3.2.2 Fluxo de Caixa Descontado

Após a explicação das premissas utilizadas na projeção e os cálculos da taxa de desconto e de crescimento na perpetuidade será apresentado o resultado do método do fluxo de caixa descontado utilizando o fluxo de caixa para o acionista. A tabela 14 a seguir demonstra os valores obtidos para os anos de projeção e o seu valor presente.

Tabela 14 – Fluxo de Caixa Descontado

Fluxo de Caixa para o Acionista	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
(=) Lucro líquido	737	967	1.158	1.453	1.750	2.103	2.387	2.544	2.852
(+) Depreciação e amortização	282	266	312	348	412	392	386	375	341
(+/-) Variação de capital de giro	(544)	(659)	(570)	(689)	(840)	(852)	(769)	(511)	(539)
(+/-) Variação do endividamento	696	833	682	854	1.029	1.019	936	667	713
(+/-) Variação Arrendamento Mercantil	127	114	117	129	148	152	149	157	152
(-) Capex	(566)	(589)	(612)	(636)	(663)	(690)	(715)	(735)	(681)
Fluxo de caixa para o acionista	732	932	1.089	1.458	1.836	2.124	2.374	2.496	2.839
Valor Presente	693	791	829	995	1.123	1.165	1.167	1.100	1.121
Ke	11,5%								
Período de desconto	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5
Taxa de Desconto	0,95	0,85	0,76	0,68	0,61	0,55	0,49	0,44	0,39

Valor Fluxos (21E-29E)	8.983
Valor Terminal	19.331
Taxa de crescimento na perpetuidade	5,7%
Valor para os Acionistas	28.314

Fonte: elaboração própria

A partir do método é obtido o valor aproximado de R\$9 bilhões para os fluxos de caixa projetados dos anos de 2021E até 2029E utilizando a taxa de desconto de 11,5% calculada na seção anterior. O valor terminal adicionado é avaliado em R\$19,3 bilhões, portanto, cerca de 68% do valor intrínseco está na perpetuidade. Para a constituição do Valor da Empresa, a dívida líquida de R\$4,5 bilhões deve ser adicionada, totalizando R\$32,9 bilhões.

Os demonstrativos resumidos DRE e Balanço Patrimonial projetados são apresentados nas tabelas 15 e 16 a seguir:

Tabela 15 – DRE Projetado

DRE (R\$ Bilhões)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Receita Bruta	39,5	46,0	52,6	60,1	69,1	78,3	86,6	92,5	98,8
<i>Crescimento (%)</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>
Lojas Físicas	25,7	28,9	32,1	35,6	39,7	43,9	48,0	52,2	56,3
Online	13,8	17,1	20,5	24,5	29,3	34,4	38,5	40,3	42,6
Atacado	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Deduções	(5,5)	(6,5)	(7,4)	(8,4)	(9,7)	(11,0)	(12,2)	(13,0)	(13,9)
(=) Receita Líquida	33,9	39,5	45,2	51,7	59,4	67,3	74,4	79,5	85,0
(-) CMV	(22,7)	(26,4)	(30,1)	(34,3)	(39,3)	(44,5)	(49,1)	(52,5)	(56,1)
(=) Lucro Bruto	11,2	13,2	15,1	17,4	20,0	22,8	25,3	27,0	28,8
<i>Margem Bruta (%)</i>	<i>33,0%</i>	<i>33,3%</i>	<i>33,4%</i>	<i>33,6%</i>	<i>33,7%</i>	<i>33,9%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>33,9%</i>
(+/-) Receitas / Despesas Operacionais	(8,2)	(9,6)	(11,0)	(12,6)	(14,6)	(16,7)	(18,6)	(20,0)	(21,4)
Despesas com Vendas	(7,2)	(8,5)	(9,7)	(11,2)	(13,0)	(14,8)	(16,5)	(17,7)	(18,9)
Despesas G&A	(1,0)	(1,1)	(1,3)	(1,4)	(1,6)	(1,9)	(2,1)	(2,4)	(2,5)
Resultado Equivalência Patrimonial	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
(-) Depreciação e Amortização	(1,0)	(1,0)	(1,1)	(1,2)	(1,3)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)
(=) LAJIR	2,1	2,6	3,0	3,6	4,2	4,8	5,3	5,5	6,0
(=) LAJIRDA	3,0	3,6	4,1	4,8	5,5	6,1	6,7	7,0	7,4
<i>Margem LAJIRDA (%)</i>	<i>8,9%</i>	<i>9,1%</i>	<i>9,1%</i>	<i>9,3%</i>	<i>9,2%</i>	<i>9,1%</i>	<i>9,0%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,8%</i>
(+/-) Resultado Financeiro	(0,9)	(1,1)	(1,3)	(1,4)	(1,5)	(1,6)	(1,7)	(1,7)	(1,7)
Receitas Financeiras	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8
Despesas Financeiras	(1,0)	(1,3)	(1,5)	(1,7)	(1,9)	(2,1)	(2,3)	(2,4)	(2,5)
(=) LAIR	1,1	1,5	1,8	2,2	2,7	3,2	3,6	3,9	4,3
(-) Imposto de Renda e CSLL	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,7)	(0,9)	(1,1)	(1,2)	(1,3)	(1,5)
(=) Lucro Líquido	0,7	1,0	1,2	1,5	1,7	2,1	2,4	2,5	2,9
<i>Margem Líquida (%)</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,4%</i>

Fonte: Via Varejo, elaboração própria

Tabela 16 – Balanço Patrimonial Projetado

Balanço Patrimonial (R\$ Bilhões)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Ativo Circulante	16,7	19,6	22,5	26,1	30,5	35,1	39,6	43,4	47,6
Caixas e Aplicações Financeiras	3,7	4,4	5,2	6,3	7,7	9,3	11,1	13,0	15,1
Contas a Receber	5,5	6,5	7,4	8,5	9,7	11,0	12,2	13,0	13,9
Estoques	6,0	7,0	8,1	9,2	10,6	12,0	13,3	14,2	15,2
Tributos a Recuperar	1,0	1,2	1,4	1,6	1,8	2,0	2,2	2,4	2,5
Outros	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9
Ativo Não Circulante	12,9	14,6	16,2	18,0	20,1	22,2	24,2	26,0	27,8
Contas a receber	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8
Tributos a Recuperar	3,5	4,1	4,7	5,4	6,2	7,0	7,8	8,3	8,9
Ativo de Direito de Uso	3,7	4,2	4,6	5,1	5,7	6,3	6,8	7,4	8,0
Investimentos	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Imobilizado	1,7	2,0	2,3	2,6	2,8	3,1	3,5	3,8	4,2
Intangível	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Outros	2,2	2,5	2,7	3,0	3,3	3,7	4,0	4,2	4,4
Total do Ativo	29,6	34,2	38,8	44,1	50,5	57,3	63,8	69,3	75,4
Passivo Circulante	19,6	22,6	25,5	28,8	32,8	36,8	40,5	43,2	46,0
Obrigações Sociais e Trabalhistas	0,6	0,7	0,8	0,9	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Fornecedores	9,9	11,5	13,1	15,0	17,1	19,4	21,4	22,8	24,4
Fornecedores Convênio	0,6	0,7	0,8	1,0	1,1	1,2	1,4	1,5	1,6
Empréstimos e Financiamentos	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
CDCI	3,9	4,6	5,3	6,0	6,9	7,8	8,7	9,3	9,9
Impostos, Taxas e Contribuições	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7
Passivo de arrendamento	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3
Outros	2,0	2,3	2,7	3,0	3,5	3,9	4,3	4,6	5,0
Passivo não Circulante	8,6	9,4	10,3	11,2	12,3	13,4	14,5	15,5	16,5
Empréstimos e Financiamentos	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
CDCI	0,5	0,6	0,6	0,7	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2
Provisão para Demandas Judiciais	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Passivo de arrendamento	4,1	4,5	5,0	5,6	6,2	6,8	7,5	8,1	8,8
Receitas Diferidas	1,6	1,9	2,1	2,4	2,8	3,2	3,5	3,7	4,0
Outros	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Patrimônio Líquido	1,4	2,2	3,0	4,1	5,4	7,0	8,8	10,7	12,9
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	29,6	34,2	38,8	44,1	50,5	57,3	63,8	69,3	75,4

Fonte: Via Varejo, elaboração própria

5.3.2.2.1 Análise de Sensibilidade

Os cenários criados para a análise de sensibilidade visam entender o impacto de variáveis específicas na avaliação de valor para os acionistas. As variáveis foram escolhidas com base no grau de precisão da premissa e aquelas relacionadas ao processo de transformação digital da empresa.

A primeira sensibilidade realizada foi com a variação da taxa de crescimento na perpetuidade e a taxa de desconto dos fluxos de caixa, ambas variáveis foram sensibilizadas em +/- 1%. O resultado na figura 12 a seguir mostra que há grande impacto na variação das duas métricas. A taxa de crescimento na perpetuidade apresentou variação negativa de 10,6% no valor para os acionistas ao considerar taxa de 4,7% ao invés de 5,7%, valor encontrado com base na soma entre o PIB de longo prazo de 2,5% com o IPCA de 3,2%. Ao considerar 6,7%, o resultado encontrado foi crescimento de 15,0%. Vale ressaltar a diferença do percentual do

valor terminal em relação ao valor para os acionistas nos três cenários: cenário base: 68,3%, menor taxa: 64,5%; e maior taxa: 72,4%. Em relação à segunda variável, calculada a partir do método do CAPM, a sensibilidade encontrada foi perda de 15,9% do valor no cenário com acréscimo de 1% no custo de capital e ganho de 22,6% no cenário da taxa diminuída em 1%.

Figura 12 – Sensibilidade $g \times K_e$

		Taxa de Crescimento na Perpetuidade (g)				
		4,7%	5,2%	5,7%	6,2%	6,7%
Taxa de Desconto (Ke)	10,5%	30.154,2	32.218,8	34.712,9	37.786,0	41.666,2
	11,0%	27.540,7	29.216,4	31.207,8	33.613,4	36.577,6
	11,5%	25.318,3	26.697,4	28.313,9	30.235,1	32.555,8
	12,0%	23.406,5	24.555,1	25.885,7	27.445,4	29.299,0
	12,5%	21.745,4	22.711,8	23.820,1	25.104,1	26.609,3

Fonte: elaboração própria

O segundo cenário utilizado foi a variação em +/- 1x de elasticidade do crescimento do SSS das lojas físicas em relação ao PIB, ver figura 13. O valor central de 2,8x foi determinado utilizando a regressão linear como mostrado anteriormente. Considerando a taxa de desconto de 11,5%, a elasticidade do PIB de 1,8x e 3,8x provocam a variação no valor para os acionistas de -16% e +18,1%, respectivamente. Houve a manutenção da variação da taxa de desconto para mostrar cenários em que ambos os fatores são alterados.

Figura 13 – Sensibilidade Elasticidade do PIB $\times K_e$

		Elasticidade em Relação ao PIB (x)				
		1,8x	2,3x	2,8x	3,3x	3,8x
Taxa de Desconto (Ke)	10,5%	29.043,5	31.786,9	34.712,9	37.825,4	41.126,9
	11,0%	26.158,1	28.603,0	31.207,8	33.975,9	36.909,5
	11,5%	23.774,4	25.973,4	28.313,9	30.798,7	33.429,6
	12,0%	21.772,9	23.766,2	25.885,7	28.133,5	30.511,3
	12,5%	20.069,2	21.888,1	23.820,1	25.867,1	28.030,5

Fonte: elaboração própria

O terceiro cenário utilizado aborda a taxa de crescimento do mercado de e-commerce a fim de identificar a sensibilidade do valor para os acionistas com o sucesso desse modelo de negócios. A variação utilizada foi de +/- 5% e foi a variável que obteve maior variação em relação ao valor base, ver figura 14. Para a análise, os valores de elasticidade em relação ao mercado foram mantidos. No cenário de crescimento de 5% do mercado de e-commerce, o Valor para os Acionistas apresenta crescimento de 33,8%. No caso oposto, há a redução de 24,1% do valor. Como no cenário anterior, a variação da taxa de desconto foi utilizada para observação do resultado com variação de ambos os elementos.

Figura 14 – Sensibilidade Mercado E-commerce x Ke

		Elasticidade em Relação ao PIB (x)				
		1,8x	2,3x	2,8x	3,3x	3,8x
Taxa de Desconto (Ke)	10,5%	29.043,5	31.786,9	34.712,9	37.825,4	41.126,9
	11,0%	26.158,1	28.603,0	31.207,8	33.975,9	36.909,5
	11,5%	23.774,4	25.973,4	28.313,9	30.798,7	33.429,6
	12,0%	21.772,9	23.766,2	25.885,7	28.133,5	30.511,3
	12,5%	20.069,2	21.888,1	23.820,1	25.867,1	28.030,5

Fonte: elaboração própria

O quarto e último cenário analisado é composto pela margem bruta do e-commerce e margem bruta das lojas físicas, ambas foram variadas +/- 2%. A partir do resultado da figura 15, nota-se que a parcela referente ao e-commerce representa maior amplitude de valores que as lojas físicas. A explicação para esse resultado é o crescimento mais alto desse modelo comparado às lojas físicas. No caso de aumento da margem do e-commerce em 2%, o valor da empresa é acrescido em 23,2%, no cenário oposto há a redução de 23,1% no valor. Em relação ao indicador das lojas físicas, a variação de valor também é alta de crescimento de 17,7% na margem +2% e queda de 17,6% com margens 2% menores. Observa-se também os cenários em que ambas as margens são variadas, analisando os resultados dos extremos obtém-se variação de 40% no valor.

Figura 15 – Sensibilidade Margem Bruta E-commerce x Lojas Físicas

		Variação da Margem Bruta Lojas Físicas				
		(2,0%)	(1,0%)	0,0%	1,0%	2,0%
Variação da Margem Bruta E-commerce (1P)	(2,0%)	16.793,5	20.055,1	23.323,3	26.598,0	29.878,9
	(1,0%)	19.277,7	22.544,1	25.817,0	29.096,2	32.381,4
	0,0%	21.765,3	25.036,5	28.313,9	31.597,5	34.887,0
	1,0%	24.256,4	27.532,1	30.814,0	34.101,9	37.395,6
	2,0%	26.750,7	30.030,9	33.317,2	36.609,3	39.907,1

Fonte: elaboração própria

5.2 Avaliação Relativa

Conforme apresentado no capítulo de Fundamentação Teórica, a avaliação relativa é amplamente utilizada e segundo Damodaran (2008) isso ocorre devido a facilidade e simplicidade de realização, além de poder envolver diversas empresas na análise. Porém, apesar da facilidade, Damodaran (2008) alerta sobre a facilidade de alterar os resultados dessa avaliação, principalmente quando são selecionadas empresas comparáveis. Essa seção será dividida em i) múltiplo de companhias de capital aberto, em que são calculados diferentes múltiplos para as empresas comparáveis e posteriormente analisados; ii) múltiplo de transações precedentes. Para comparação com o método de fluxo de caixa descontado, foram calculados os múltiplos implícitos, ver tabela 17.

Tabela 17 – Fluxo de Caixa Descontado (Múltiplos Implícitos)

DCF - Múltiplos Implícitos	
EV / Receita 20E	1,0x
EV / Receita 21E	0,8x
EV / EBITDA 20E	13,7x
EV / EBITDA 21E	10,9x
EV / GMV 20E	1,0x
EV / GMV 21E	0,8x
EV / Área de Vendas 20E	28,9x
EV / Área de Vendas 21E	27,6x

Fonte: elaboração própria

5.2.1 Múltiplo de Companhias de Capital Aberto

Na Fundamentação Teórica foram apresentados os principais múltiplos utilizados pelo mercado e que podem ser aplicados em diversos setores. Essa seção aborda outros múltiplos que são utilizados no setor varejistas pontuando elementos relevantes de cada indicador e a análise crítica da utilização. A lista de empresas comparáveis é igual a utilizada para o cálculo do beta do item 5.1, a Via Varejo está contida nas tabelas para visualização, porém, os valores correspondentes a empresa não são envolvidos nos cálculos de média e mediana.

5.2.1.1 EV / EBITDA

O primeiro múltiplo abordado mede o Valor da Empresa pela capacidade de geração de caixa, a tabela 18 mostra os valores encontrados para a lista de empresas selecionadas, cuja média e mediana foram de 51,9x e 13,8x, respectivamente para o ano 2020E. Os indicadores da Magazine Luiza e MercadoLibre se destacam na tabela, e devido a isso foi realizada a média e mediana desconsiderando as duas companhias. Dessa forma, é obtido o valor de 19,4x para a média e 13,5x para a mediana no mesmo período.

Tabela 18 – Tabela EV / EBITDA

Companhias	País	Preço /		Valor para o Acionista (US\$ MM)	EV / EBITDA			Margem EBITDA 2021E
		52-W H	52-W L		2020E	2021E	2022E	
Magazine Luiza	Brasil	90,4%	394,1%	27.849,6	109,4x	70,6x	52,0x	6,9%
Via Varejo	Brasil	76,7%	433,3%	4.779,7	14,5x	12,4x	10,4x	8,2%
Lojas Americanas	Brasil	63,0%	161,4%	7.556,2	13,5x	11,2x	9,6x	17,1%
B2W	Brasil	58,8%	193,8%	7.343,7	43,1x	33,1x	23,2x	10,9%
Amazon.com	Estados Unidos	85,5%	186,7%	1.523.391,8	28,3x	22,6x	18,3x	15,4%
Best Buy	Estados Unidos	90,2%	231,9%	28.872,7	9,5x	8,4x	8,5x	7,3%
Walmart	Estados Unidos	91,7%	136,0%	393.183,2	13,8x	13,3x	13,0x	6,2%
Target Corporation	Estados Unidos	90,9%	168,8%	76.204,0	12,3x	11,2x	10,9x	8,7%
MercadoLibre	Argentina	88,1%	287,5%	60.350,4	286,5x	215,4x	107,4x	5,7%
Fnac Darty	França	68,5%	226,4%	1.139,6	4,9x	4,1x	3,9x	8,1%
United Electronics	Arábia Saudita	96,6%	181,4%	1.179,6	12,8x	12,3x	11,1x	7,0%
JD.com	China	94,2%	264,3%	127.212,1	36,6x	25,6x	18,8x	3,5%
Média (Excluindo Via Varejo)					51,9x	38,9x	25,1x	8,8%
Mediana (Excluindo Via Varejo)					13,8x	13,3x	13,0x	7,3%
Média (Excluindo Via Varejo, Magazine Luiza e Mercado Libre)					19,4x	15,8x	13,0x	9,3%
Mediana (Excluindo Via Varejo, Magazine Luiza e Mercado Libre)					13,5x	12,3x	11,1x	8,1%

Fonte: Capital IQ, elaboração própria

Ao comparar os resultados encontrados com a avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado, apresentados na tabela 17, nota-se a proximidade dos valores da mediana das companhias de capital aberto de 13,8x para o ano de 2020E com o resultado de 13,7x encontrado utilizando o método de fluxo de caixa descontado.

5.2.1.2 EV / Receita

O segundo múltiplo utilizado mede o Valor da Empresa pela receita obtida no período, a partir da tabela 19 a seguir são obtidos o valor médio de 3,8x e a mediana de 1,1x para o ano de 2020E. Como realizado no múltiplo anterior, foram realizados os cálculos excluindo os valores correspondentes ao MercadoLibre e Magazine Luiza. O resultado encontrado foi uma diminuição da média de 3,8x para 2,1x, enquanto a mediana permaneceu igual para o ano de 2020E.

Tabela 19 – Tabela EV / Receita

Companhias	País	Preço /		Valor para o Acionista (US\$ MM)	Enterprise Value (USD MM)	EV / Receita		
		52-W H	52-W L			2020E	2021E	2022E
Magazine Luiza	Brasil	90,4%	394,1%	27.849,6	28.038,0	5,9x	4,9x	4,1x
Via Varejo	Brasil	76,7%	433,3%	4.779,7	6.292,1	1,2x	1,0x	0,9x
Lojas Americanas	Brasil	63,0%	161,4%	7.556,2	7.826,5	2,2x	1,9x	1,7x
B2W	Brasil	58,8%	193,8%	7.343,7	6.863,5	4,1x	3,6x	3,0x
Amazon.com	Estados Unidos	85,5%	186,7%	3.046.783,7	3.075.195,7	8,1x	6,9x	5,8x
Best Buy	Estados Unidos	90,2%	231,9%	28.872,7	27.634,7	0,6x	0,6x	0,6x
Walmart	Estados Unidos	91,7%	136,0%	393.183,2	452.406,2	0,9x	0,8x	0,8x
Target Corporation	Estados Unidos	90,9%	168,8%	76.204,0	85.650,0	1,1x	1,0x	1,0x
MercadoLibre	Argentina	88,1%	287,5%	60.350,4	59.081,7	16,6x	12,3x	9,0x
Fnac Darty	França	68,5%	226,4%	1.139,6	2.894,5	0,3x	0,3x	0,3x
United Electronics	Arábia Saudita	96,6%	181,4%	1.179,6	1.354,3	0,9x	0,9x	0,8x
JD.com	China	94,2%	264,3%	127.212,1	118.275,5	1,1x	0,9x	0,7x
Média (Excluindo Via Varejo)						3,8x	3,1x	2,5x
Mediana (Excluindo Via Varejo)						1,1x	1,0x	1,0x
Média (Excluindo Via Varejo, Magazine Luiza e Mercado Libre)						2,1x	1,9x	1,7x
Mediana (Excluindo Via Varejo, Magazine Luiza e Mercado Libre)						1,1x	0,9x	0,8x

Fonte: Capital IQ, elaboração própria

No caso do múltiplo de EV / Receita, a mediana de 1,1x para o ano de 2020E das empresas está em linha com o 1,0x obtido nas projeções de fluxo de caixa.

5.2.1.3 Múltiplos Utilizados do Segmento

Após a apresentação de dois múltiplos utilizados para diversas indústrias, essa seção aborda múltiplos direcionados para o setor varejista. A lista para esses indicadores é formada pelas empresas de capital aberto que foram abordadas no capítulo de Análise do Setor. A intenção desse capítulo é apresentar e discutir indicadores utilizados pelo mercado para o setor varejista e apontar pontos de atenção na utilização.

5.2.1.3.1 EV / GMV

Conforme mencionado no decorrer do trabalho, o *Gross Merchandise Value*, o GMV, retrata o total de vendas de mercadorias efetuadas pela própria companhia e pelas vendas realizadas por terceiros em sua plataforma. Ryan Caldbeck o descreve como Santo Graal das métricas do *marketplace* e cita a utilização do indicador para avaliação relativa (FORBES, 2015). A utilização desse múltiplo também é observada em relatórios de mercado, como o Bradesco Corretora (2018). Constata-se que a principal diferença desse indicador com o

anterior de EV / Receita é provocado pelo *marketplace*, modelo de negócio citado no capítulo de Análise do Setor.

A tabela 20 apresenta os dois múltiplos utilizando os dados fornecidos pelas quatro companhias nos períodos de 2018, 2019 e o período entre julho 2019 e junho 2020 para a exploração dos resultados encontrados. O primeiro elemento observado é a diferença na variação dos múltiplos encontrados nos dois indicadores, principalmente devido aos resultados do MercadoLibre: EV/GMV de 3,7x contra 25,8x do EV/Receita para o mesmo período. Da mesma maneira que foi feita a comparação dos valores para o MercadoLibre, os valores da Via Varejo também merecem destaque pelo fato dos dois múltiplos serem muito próximos. A partir desses dados, conclui-se a importância da consideração do grau de penetração do *marketplace*, modelo de negócio em expansão no mercado varejista, na avaliação relativa. A observação é complementada com a última coluna que calcula o percentual de penetração do *marketplace* no GMV total de cada companhia para o período Junho 2020 LTM.

Tabela 20 – Tabela EV / GMV

Companhias	País	Valor para o Acionista				%			
		(US\$ MM)	EV / GMV			EV / Receita			Marketplace
			2018A	2019A	Jun20 LTM	2018A	2019A	Jun20 LTM	
Magazine Luiza	Brasil	27.849,6	8,2x	5,9x	5,0x	10,3x	8,1x	7,3x	15,8%
Via Varejo	Brasil	4.779,7	1,1x	1,1x	1,1x	1,2x	1,3x	1,3x	7,6%
B2W	Brasil	7.343,7	2,6x	2,1x	1,7x	6,1x	5,9x	4,9x	60,0%
MercadoLibre	Argentina	60.350,4	4,7x	4,2x	3,7x	41,1x	25,8x	25,8x	100,0%
Média			4,2x	3,3x	2,9x	14,7x	10,3x	9,8x	45,8%
Média (excluindo Via Varejo)			3,8x	3,2x	2,8x	20,6x	14,0x	13,5x	68,6%

Fonte: Via Varejo, Magazine Luiza, B2W, MercadoLibre, elaboração própria

Ao analisar o indicador para o método de fluxo de caixa descontado, observa-se que não há grande variação nos múltiplos históricos com os projetados. A questão ressaltada acima das diferenças encontradas causadas pela participação do *marketplace* se mantém. Apesar do crescimento acelerado projetado para o *marketplace*, o múltiplo de EV / GMV não se distancia do EV / Receita, devido à baixa representatividade em relação ao total de GMV projetado em 2020E. A tabela 21 a seguir apresenta o crescimento de participação do *marketplace* ao longo da projeção.

Tabela 21 – Evolução Marketplace

Marketplace (R\$ Milhões)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
GMV Total	40.477	47.711	55.065	63.639	73.819	84.522	94.224	100.973	107.788
<i>Crescimento (%)</i>	<i>21,5%</i>	<i>17,9%</i>	<i>15,4%</i>	<i>15,6%</i>	<i>16,0%</i>	<i>14,5%</i>	<i>11,5%</i>	<i>7,2%</i>	<i>6,7%</i>
Participação do Marketplace (%)	8,8%	10,1%	11,1%	12,1%	13,1%	14,1%	14,9%	15,2%	15,1%
GMV Marketplace	3.572	4.829	6.101	7.694	9.688	11.927	14.045	15.388	16.272
<i>Crescimento (%)</i>	<i>41,5%</i>	<i>35,2%</i>	<i>26,3%</i>	<i>26,1%</i>	<i>25,9%</i>	<i>23,1%</i>	<i>17,8%</i>	<i>9,6%</i>	<i>5,7%</i>
Receita Total	39.454	45.989	52.557	60.145	69.071	78.297	86.584	92.463	98.844
Participação do Marketplace (%)	1,2%	1,4%	1,6%	1,7%	1,8%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%

Fonte: elaboração própria

5.2.1.3.2 EV / Área de Vendas Total

Joshua & Rosenbaum (2013) indica, através de uma tabela, diversos múltiplos para avaliação relativa com os setores que devem ser utilizados, como por exemplo, o múltiplo EV / Reservas que é indicado para os setores de mineração, recursos naturais, petróleo & gás. Segundo a tabela, um indicador direcionado para o setor varejista é o EV / Metro Quadrado, também utilizado para o setor imobiliário. A partir da reflexão sobre o indicador, sugere-se que a ideia do indicador é similar ao EV / Receita pois a área no segmento varejista está atrelada a um fator de receita, a própria Via Varejo apresenta a métrica receita bruta por m² de área de venda. O múltiplo foi calculado utilizando as quatro companhias da lista, conforme tabela 22, porém, o cálculo não é aplicável nem à B2W nem ao MercadoLibre, pois os dois competidores não possuem lojas físicas, ou seja, a área de vendas dos dois é igual a zero.

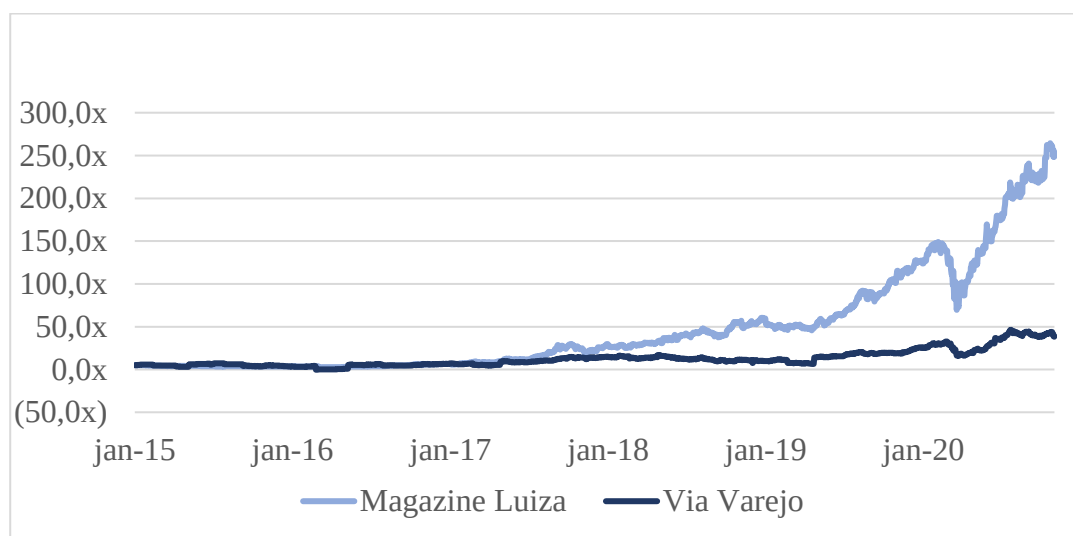
Tabela 22 – Tabela EV / Área Total de Vendas

Companhias	País	Valor para				
		o Acionista (US\$ MM)	EV / Área Total			Área Total
			2018A	2019A	Jun/20	
Magazine Luiza	Brasil	27.849,6	281,0x	248,2x	248,6x	647,2
Via Varejo	Brasil	4.779,7	35,8x	35,6x	35,6x	939,4
B2W	Brasil	7.343,7	NA	NA	NA	NA
MercadoLibre	Argentina	60.350,4	NA	NA	NA	NA
Média			158,4x	141,9x	142,1x	793,3
Média (excluindo Via Varejo)			281,0x	248,2x	248,6x	647,2

Fonte: Via Varejo, Magazine Luiza, B2W, MercadoLibre, elaboração própria

Além da não aplicabilidade do múltiplo em varejistas que possuem operações somente online, observa-se a diferença dos valores encontrados de 248,6x para Magazine Luiza comparado aos 35,6x da Via Varejo para o período base de junho de 2020. A fim de aprofundar a análise em relação a esse múltiplo foram coletados os valores históricos de EV das companhias e a metragem total por ano desde o ano de 2015 para as duas empresas, ver gráfico 56.

Gráfico 56 – Evolução EV / Área Total de Vendas



Fonte: Via Varejo, Magazine Luiza, Capital IQ, elaboração própria

A partir do resultado obtido, nota-se que a evolução do Valor da Empresa de ambas as companhias não foi refletida na área de vendas total da empresa, ver tabela 23. Além disso, nota-se que os múltiplos das duas empresas estavam em linha em janeiro/2015 e pelo gráfico ficaram próximos até o início de 2018. Em relação a Magazine Luiza, o EV obteve crescimento de mais de 60 vezes enquanto a área total aumentou somente 30%. Ao examinar os dados da Via Varejo, apesar do valor estável na área de vendas comparando os dois períodos, o EV cresceu mais de 600%. Um dos fatores que auxiliam na explicação da diferença é o aumento das vendas online que não depende diretamente do m² das lojas e que está aumentando a participação nas vendas das empresas recentemente. No caso da Magazine Luiza, por exemplo, a penetração do varejo online subiu de 19,7% em 2015 para 49,4% no período de julho de 2019 a junho 2020.

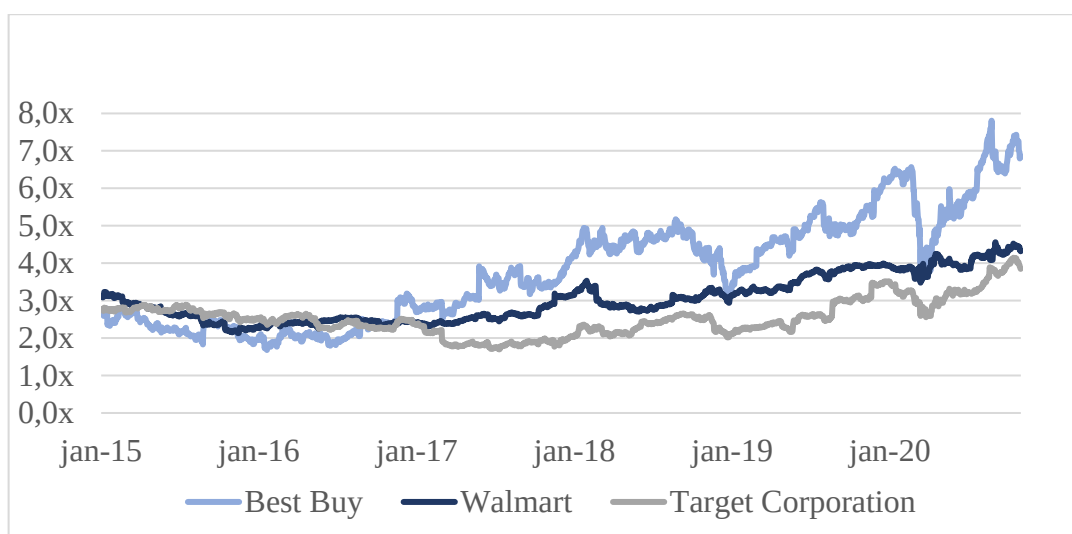
Tabela 23 – EV / Área Total de Vendas

				
	Janeiro/2015	Outubro/2020	Janeiro/2015	Outubro/2020
Múltiplo	5,2x	248,4x	5,0x	38,4x
Área de Vendas (mil m ²)	498,6	647,2	939,3	939,4

Fonte: Via Varejo, Magazine Luiza, Capital IQ, elaboração própria

De forma complementar a análise das duas empresas brasileiras, foram levantados os múltiplos para as americanas Best Buy, Walmart e Target Corporation, ver gráfico 57.

Gráfico 57 – Evolução EV / Área Total de Vendas (EUA)



Fonte: Best Buy, Walmart, Target Corporation, Capital IQ, elaboração própria

No mercado americano o crescimento do múltiplo não foi amplo como no caso brasileiro. A Best Buy foi a companhia que obteve maior variação com crescimento de EV de 127,2% comparado aos 36,7% do Walmart e 38,4% da Target. Ao analisar a área total de vendas, a Target foi a única que apresentou crescimento de 0,1% de área enquanto a Best Buy diminuiu a área em 9,7%.

Como explicado na parte de premissas do método de fluxo de caixa descontado, há a projeção da área total de vendas para os períodos posteriores. Ao realizar o cálculo de múltiplo

de EV / Área de Vendas o valor encontrado para o ano de 2020E foi de 28,9x, valor ainda distante da Magazine Luiza.

5.2.2 Múltiplos de Transações Precedentes

Conforme apresentado na parte 2.2, as transações do setor de varejo nos últimos anos apresentaram média e mediana do múltiplo médio das transações do setor de varejo nos últimos anos foi de:

- **EV / Receita:** média de 1,1x e mediana 0,8x.
- **EV / EBITDA:** média de 11,2x e mediana de 11,5x.

Ao comparar os resultados encontrados com o método de fluxo de caixa descontado, o múltiplo EV / Receita está em linha, porém ao analisar o EV / EBITDA observa-se que há uma diferença, principalmente causada pelas transações mais recentes que apresentaram múltiplos inferiores a 9x.

6 RESULTADOS OBTIDOS

Após a realização do método de fluxo de caixa descontado para a Via Varejo foi encontrado o valor intrínseco de R\$28,3 bilhões para os acionistas e R\$32,9 bilhões no Valor para a Empresa. A receita bruta projetada para 2020 é de R\$32,9 bilhões com participação de 32,4% do modelo de negócio online, o EBITDA projetado é de R\$2,4 bilhões o que representa uma margem EBITDA de 8,5%. A tabela 24 a seguir, fornece o resumo dos valores encontrados com a utilização dos diferentes métodos.

Tabela 24 – Resultados da Avaliação

Fluxo de Caixa Descontado		Múltiplos de Companhias de Capital Aberto		Múltiplos de Transações Precedentes	
Preço por Ação	21,8	EV/Receita 2020		EV/Receita	
Média da Ação em Out.	18,8	Média	3,8x	Média	1,1x
Upside	15,9%	Mediana	1,1x	Mediana	0,8x
		EV/EBITDA 2020		EV/EBITDA	
Múltiplos Implícitos		Média	51,9x	Média	11,2x
EV / Receita 20E	1,0x	Mediana	13,8x	Mediana	11,5x
EV / EBITDA 20E	13,7x	EV/GMV Jun20 LTM			
EV / GMV 20E	1,0x	Média	2,8x		
EV / Área de Vendas 20E	29,0x	EV/Área de Vendas			
		Magazine Luiza	248,4x		

Fonte: Capital IQ (2020), elaboração própria

Observa-se que o resultado obtido pela avaliação de fluxo de caixa descontado está próximo da mediana do múltiplo de 13,8x EV / EBITDA obtido de companhias de capital aberto, a mesma situação ocorre no múltiplo de EV / Receita. Ao examinar o múltiplo de EV / GMV, observa-se que o múltiplo implícito se distancia da média do mercado, o que pode ser explicado pela relevância do *marketplace* como analisado na seção anterior que acaba por gerar grandes diferenças entre o valor absoluto de GMV e Receita, o que não ocorre em empresas que ainda não apresentam o modelo tão difundidos como é o caso da Via Varejo. Em relação ao múltiplo específico do setor EV/Área de Vendas, observa-se que o múltiplo da Magazine Luiza está distante do encontrado para a Via Varejo. Ao analisar historicamente o múltiplo para empresas brasileiras e americanas foi observado que a evolução do valor das empresas não está sendo acompanhada pelo aumento da área de vendas, o que pode ser explicado pelo fato que a métrica não captura a evolução da receita do modelo digital.

Em relação aos múltiplos de transações precedentes, a média do múltiplo de EV / Receita está próxima dos valores encontrados nas outras duas avaliações, porém, ao observar o

múltiplo de EV / EBITDA, observa-se que este método fornece múltiplos relativamente mais baixos.

7 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do presente trabalho foi a valoração da empresa Via Varejo a partir de diferentes métodos com a análise dos principais elementos que são capturados em cada um. Devido ao cenário de transformação, houve o enfoque nas questões que envolvem a transformação digital que a Companhia e o setor estão passando. Este estudo permitiu que o autor aplicasse conhecimentos que foram desenvolvidos durante toda a graduação com as aulas e a participação em grupos de extensão. Além de conseguir aprofundar o conhecimento sobre a maneira que a transformação digital está afetando setores da economia e como isso deve ser considerado na avaliação econômico-financeira.

Dessa forma, a primeira etapa do trabalho foi a realização da fundamentação teórica dos temas contabilidade, finanças e do conceito de transformação digital a fim de se obter a base para realização de análises e observações sobre os dados de mercado e das companhias que o formam. Na sequência foi apresentado o setor varejista com foco no varejo de eletrodomésticos, em que a Via Varejo está inserida, a fim de obter uma visão geral do mercado e posteriormente de cada modelo de negócio presente no setor. Para complementar o panorama, foram necessárias as análises dos dados financeiros e da estratégia dos principais competidores do segmento para observar o foco atual das empresas e o movimento do mercado.

O quarto capítulo foi introduzido com foco na Via Varejo, empresa nacionalmente reconhecida pelas marcas Ponto Frio e Casas Bahia e foco do trabalho. O capítulo inicia-se contextualizando a Via Varejo partindo da sua história até a apresentação da estratégia de transformação digital que a companhia está adotando. Posteriormente foram analisados e interpretados os dados operacionais dos modelos de negócio, e os dados financeiros da empresa como um todo.

A partir dos conhecimentos obtidos nos capítulos anteriores foi realizado a modelagem financeira da Via Varejo para os próximos 10 anos a partir de premissas operacionais e financeiras. A modelagem foi realizada com o objetivo de se obter os demonstrativos financeiros para realização do método de fluxo de caixa descontado. Além deste método, o valor também foi obtido com base na avaliação relativa a partir de diferentes métricas, que foram interpretadas a fim de ver o reflexo da transformação digital.

O objetivo da avaliação foi evidenciar ao leitor a geração adicional de valor que as companhias podem alcançar a partir do sucesso da implementação da transformação digital. A Via Varejo que possuía valor de R\$4,97 por ação no dia 14/06/2019 está sendo negociada a valores acima de R\$15 por ação após aproximadamente um ano. Um dos grandes fatores que

explicam a diferença é a entrada de Michael Klein em junho de 2019 e que iniciou a estratégia de transformação digital. Esse fato é evidenciado no método de fluxo de caixa descontado, em que se observa a alta geração de valor atrelada ao sucesso da estratégia de crescimento do modelo online da empresa. Dessa maneira, o presente estudo pode ser utilizado para avaliação de empresas comparáveis e como exemplo do impacto da transformação digital para outros setores que estão passando por transformações atreladas ao crescimento do modelo online. Além de mostrar a atenção que deve ser tomada ao comparar empresas que estão em níveis distintos de transformação digital.

Em relação a próximos passos do estudo, seria interessante realizar a avaliação de empresas de outros setores que estão passando por processo de transformação devido à introdução de tecnologia para entendimento das diferenças e similaridades do impacto em diferentes setores. Em relação ao setor da Via Varejo, o estudo aprofundado da Magazine Luiza seria complementar para enxergar os principais pontos do crescimento da empresa que a fazem ser avaliadas a múltiplos maiores que as outras empresas do setor.

REFERÊNCIAS

B2W. **Informações sobre a empresa, setor e dados históricos.** Disponível em: <<https://ri.b2w.digital/>>. Acesso em 15 de setembro de 2020.

BESTBUY. **Informações sobre a empresa, setor e dados históricos.** Disponível em: <<http://investors.bestbuy.com/investor-relations/>>. Acesso em 5 de agosto de 2020.

STANDARD & POORS. **S&P Capital IQ Global Market Intelligence.** Disponível em: <www.capitaliq.com>. Acesso em 31 de outubro de 2020.

CNN BRASIL. **Via Varejo é a nova Magalu? Ação da empresa dispara e renova cotação histórica.** Julho 2020. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/2020/07/20/via-varejo-e-a-nova-magalu-acao-da-empresa-dispara-e-renova-cotacao-historica>>. Acesso em 20 de setembro de 2020.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo.** 2008. 9ª reimpressão. ed. Qualitymark. 630 pg.

DAMODARAN, Aswath. **Country Default Spreads and Risk Premiums.** New York, 2020. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html>. Acesso em 8 de novembro de 2020.

DELOITTE. **Digital Enablement: Turning your transformation into a successful journey.** 2018. 16 pg.

DELOITTE. **Global Powers of Retailing 2020.** 23ª Edição. 2020. 45 pg.

DIARIO OFICIAL DO ESTADO DE SÃO PAULO. **Diário Oficial Empresarial**

IPEADATA – EMBI+. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>>. Acesso em 8 de novembro de 2020.

FORBES. **Best Buy Rising From Ashes To Lead New Retail Paradigm.** 2018. Disponível em: <<https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2018/06/07/best-buy-rising-from-ashes-to-lead-new-retail-paradigm/?sh=261cbf4db443>>. Acesso em 5 de outubro de 2020.

GARTNER. **Gartner Glossary: Digital Transformation.** Disponível em: <<https://www.gartner.com/en/information-technology/glossary/digital-transformation>>. Acesso em 17 de outubro de 2020.

INFOBRANDING 2019. Disponível em: <<https://www.infobranding.com.br/marcas-brasileiras-mais-valiosas-de-2019-ranking-interbrand>>. Acesso em 5 de outubro de 2020.

IBGE – PMC. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/comercio/9227-pesquisa-mensal-de-comercio.html?=&t=o-que-e>>. Acesso em 5 de julho de 2020.

IBGE - Varejo. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/comercio/9227-pesquisa-mensal-de-comercio.html?=&t=resultados>>. Acesso em 25 de outubro de 2020.

IPEADATA - IGP-M. **Índice Geral de Preços - Mercado: Metodologia**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/doc/METODOLOGIA%20IGP-M.pdf>>. Acesso em 25 de outubro de 2020.

IPCA – IBGE. Disponível em: Disponível em: < <https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>>. Acesso em 25 de outubro de 2020.

Joshua Rosenbaum, Joshua Pearl. **Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions**. 2ª edição. Editora John Wiley & Sons. 2013. 496 pg.

KPMG. **Digital Transformation Services**. 2018. 2 pg.

MAGAZINE LUIZA. **Informações sobre a empresa, setor e dados históricos**. Disponível em: <<https://ri.magazineluiza.com.br/>>. Acesso em 29 de outubro de 2020

MÁLAGA, F. **Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial**. 2ª edição, São Paulo: Editora Saint Paul. 2012. 381 pg.

VALOR ECONÔMICO. **Ricardo Eletro protocola a maior recuperação judicial do varejo, diz jornal**. 2020. Disponível em: <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/10/14/ricardo-eletro-protocola-maior-plano-de-recuperacao-judicial-ja-registrado-no-varejo.ghtml>>. Acesso em 20 de outubro de 2020.

MARION, José Carlos. **Contabilidade Empresarial**. 17ª. ed. São Paulo: Atlas, 2015. 513 p.

McKinsey & Company. **Moving past friend or foe: How to win with digital marketplaces**. Junho de 2020. Disponível em: <<https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/moving-past-friend-or-foe-how-to-win-with-digital-marketplaces>>. Acesso em 18 de outubro de 2020.

Mckinsey & Company, Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels. **VALUATION: MEASURING AND MANAGING THE VALUE OF COMPANIES**. 4ª Edição. Editora John Wiley & Sons. 2005. 768 pg.

MERCADOLIBRE. **Informações sobre a empresa, setor e dados históricos**. Disponível em: <<http://investor.mercadolibre.com/investor-relations>>. Acesso em 15 de outubro de 2020.

ORACLE. **What is digital transformation?**. Disponível em: <<https://www.oracle.com/cloud/digital-transformation.html>>. Acesso em 18 de outubro de 2020.

PIB – IBGE. Disponível em: < <https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>>. Acesso em 30 de outubro de 2020.

REDHAT. **What is digital transformation?**. Disponível em: <<https://www.redhat.com/en/topics/digital-transformation/what-is-digital-transformation>>. Acesso em 18 de outubro de 2020.

SBVC. **Ranking 300 maiores empresas do varejo brasileiro SBVC 2020**. Setembro 2020. 158 pg.

TAXA SELIC – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>>. Acesso em 25 de outubro de 2020.

BACEN. **Sistema de Expectativas**. 2020. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>>. Acesso em: 30 outubro de 2020.

TARGET. **Informações sobre a empresa, setor e dados históricos**. Disponível em: <<https://investors.target.com/investors>>. Acesso em 15 de outubro de 2020

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Daily Treasury Yield Curve Rates**. Disponível em: <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=longtermrateYear&year=2020>>. Acesso em 8 de novembro de 2020.

SIMILARWEB. **Informações sobre o tráfego de sites**. Disponível em: <<https://www.similarweb.com/pt/>>. Acesso em 3 de outubro de 2020.

ME CHAMA NO ZAP. **Dados e depoimentos sobre o caso** Disponível em: <https://www.facebook.com/business/success/4-casas-bahia?locale=pt_BR>. Acesso em 15 de setembro de 2020.

INVESTOPEDIA. **Same-Store Sales**. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/s/samestoresales.asp#:~:text=Same%2Dstore%20sales%20is%20a,for%20a%20year%20or%20more.>>>. Acesso em 7 de outubro de 2020.

VIA VAREJO. **Informações sobre a empresa, setor e dados históricos**. Disponível em: <<https://ri.viavarejo.com.br/>>. Acesso em 2 de novembro de 2020.

WALMART. **Informações sobre a empresa, setor e dados históricos**. Disponível em: <<http://stock.walmart.com/investors/>>. Acesso em 15 de outubro de 2020.

WE ARE SOCIAL. Disponível em: <<https://datareportal.com/reports/digital-2020-brazil>>. Acesso em 5 de agosto de 2020.

FGV. **Brasil tem 424 milhões de dispositivos digitais em uso, revela a 31ª Pesquisa Anual do FGVcia**. Disponível em: <<https://portal.fgv.br/noticias/brasil-tem-424-milhoes-dispositivos-digitais-uso-revela-31a-pesquisa-anual-fgvcia>>. 2020. Acesso em 10 de agosto de 2020.

INFOMONEY. **CDI: O que é, como funciona e como se relaciona com seus investimentos**. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/guias/cdi/>>. Acesso em 12 de outubro de 2020.

XP. **Ações de E-commerce: Retomando Via Varejo com “Compra” e rebaixando Magalu para “Neutro”**. 2020. Disponível em: <<https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/acoes-de-e-commerce-retomando-via-varejo-com-compra-e-rebaixando-magalu-para-neutro/>>. Acesso em 12 de outubro de 2020.

U.S BUREAU OF LABOR STATISTICS. **Economic News Release**. Disponível em: <<https://www.bls.gov/news.release/cpi.toc.htm>>. Acesso em 8 de novembro de 2020.

FORBES. **How To Value Online Marketplaces**. 2015. Disponível em: <<https://www.forbes.com/sites/ryancaldbeck/2015/11/10/how-to-value-online-marketplaces/?sh=77d0fc6854fd>>. Acesso em 15 de outubro de 2020.

BRADESCO CORRETORA. **Análise de Empresas**. 2018. Disponível em: <https://www.bradesco corretora.com.br/Bradesco%20Conteudos%20exclusivos/static_files/portal/pdf/analise%20de%20empresas/NTBTOW011018B.pdf>. Acesso em 15 de outubro de 2020.

Fast Shop. **Informações sobre a empresa**. Disponível em: <<https://www.fastshop.com.br/web/>>. Acesso em 7 de setembro de 2020.

Lojas Cem. **Informações sobre a empresa**. Disponível em: <<https://www.lojascem.com.br/site/>>. Acesso em 7 de setembro de 2020.