

GABRIEL LUCCA DE OLIVEIRA

MARINA CORRÊA ARANTES

SILAS STHEFANO YO

**ANÁLISE DA GERAÇÃO DE VALOR COM A DESMOBILIZAÇÃO DE
IMÓVEIS: ESTUDO DE CASO NO GRUPO CARREFOUR BRASIL**

Escola Politécnica da Universidade de São Paulo

Departamento de Engenharia de Construção Civil

São Paulo, novembro de 2018

GABRIEL LUCCA DE OLIVEIRA

MARINA CORRÊA ARANTES

SILAS STHEFANO YO

**ANÁLISE DA GERAÇÃO DE VALOR COM A DESMOBILIZAÇÃO DE
IMÓVEIS: ESTUDO DE CASO NO GRUPO CARREFOUR BRASIL**

Trabalho de Formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo
para conclusão da Graduação em Engenharia
Civil.

Orientadora: Profa. Dra. Eliane Monetti

Escola Politécnica da Universidade de São Paulo

Departamento de Engenharia de Construção Civil

São Paulo, novembro de 2018

Dedicatória e Agradecimentos

Agradecemos especialmente o apoio e orientação da Prof. Dra. Carolina Andrea Garisto Gregório, que atenciosamente e com todo carinho se dispôs a ajudar o grupo a elaborar este Trabalho, além de compartilhar seu conhecimento e experiência, sempre com críticas construtivas e oportunas, fazendo questão que as informações fossem claras e objetivas.

Agradecemos também aos professores da Universidade de São Paulo, em especial do Núcleo de *Real Estate* da Escola Politécnica, Prof. Dra. Eliane Monetti, Prof. Dr. Cláudio Tavares de Alencar e Prof. Dr. João da Rocha Lima, que têm contribuído com a disseminação de um conteúdo ímpar junto à Graduação de Engenharia.

Resumo

Esta dissertação de Trabalho de Formatura apresenta a análise da desmobilização de ativos imobiliários aplicada no Grupo Carrefour Brasil, companhia que apresenta alto grau de imobilização de ativos de *Real Estate*. Essa análise se baseia na operação de *Sale-leaseback* (SLB), que é uma modalidade em que o vendedor do bem e o arrendatário são a mesma pessoa jurídica, isto é, realiza-se a venda de um imóvel seguida do estabelecimento de um contrato de longo prazo de locação do mesmo entre as duas partes, partindo-se desde a concepção que essa decisão pode gerar valor para a empresa de diversas maneiras.

A fim de se mensurar e analisar os impactos econômico-financeiros e a possível geração de valor para a empresa, serão avaliadas duas formas distintas de segregação de ativos imobiliários: ativos imobiliários segregados em SPE-LP (Sociedades de Propósito Específico em Regime de Lucro Presumido) e em FII (Fundos de Investimento Imobiliário). O objetivo é comparar e quantificar os resultados em cada uma das alternativas, verificando-se o efeito quanto a geração de valor para a empresa e os impactos de tal decisão em seus indicadores financeiros.

Assim, serão aqui tratados qualitativamente e quantitativamente os resultados trazidos com a desmobilização: (i) liberação de capital como *funding* para atividades *core* da companhia; (ii) redução de impostos e (iii) melhora dos índices financeiros. A análise quantitativa será feita por meio de modelagem financeira enquanto qualitativamente serão expostos os impactos da desmobilização e como esse modelo vem se expandindo no mercado nos últimos tempos.

Os resultados obtidos consistem primeiramente no *valuation* da companhia analisada, o Grupo Carrefour Brasil, hoje líder em varejo alimentício no Brasil. Os valores obtidos para o *valuation* a valor de mercado foram de R\$ 20.307 milhões no cenário atual de ativos imobilizados, de R\$ 23.679 milhões num cenário de desmobilização de ativos para uma SPE-LP e R\$ 30.043 milhões para a desmobilização por meio de um FII. Isso se resume em uma geração de valor de 17% ao investidor em SPE-LP e de 48% em FII.

Abstract

The monograph herein developed presents the analysis on Grupo Carrefour Brasil, a company that presents a high degree of immobilization of Real Estate assets, when it comes to owning their own Real Estate properties. This will be based on Sale-leaseback (SLB) operations, which is a type of leasing in which the Real Estate owner and the leaser are the same person. In other words, it consists on a property sale followed by a long-term leasing contract – based on the premise that this may be an upside for the company.

In order to measure and analyze the economic and financial impacts and the possible generation of value for the company, there will be considered two different channels of Real Estate segregation: Real Estate assets in a SPE-LP (which in Brazil is similar to a Specific Purpose Vehicle – Presumed Profit) and Real Estate Investment Fund (which in Brazil are similar to REIT: Real Estate Investment Trust). The objective is to compare and quantify the results in each of these alternatives, verifying if there is value creation for the company and the impacts of such a decision on its financial indicators.

Thus, the analysis will be done in both qualitatively and quantitatively ways on the results brought with these operations: (i) release of capital for the company's core activities funding; (ii) tax shields; (iii) improvement of financial measures. The quantitative part will be done through financial modeling, while qualitatively will be exposed the benefits of this practice as well as how this model of business has grown over the past years.

The results obtained consist in the numbers of the valuation for the company analyzed, Grupo Carrefour Brasil. The fair value achieved is of R\$ 20.307 million in the current scenario of immobilized assets, of R\$ 23.679 million in a scenario of demobilization of assets in a SPE-LP and of R\$ 30.043 million through a FII.

Índice de Figuras

Figura 1 - Office Rental Clock referente ao 2Q2018; fonte: JONES LANG LASALLE, 2018.	21
Figura 2 - Caracterização de Ativos Reais; fonte: MERCER, junho, 2014.	25
Figura 3 - timeline do Grupo Carrefour Brasil; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.	41
Figura 4 - Distribuição geográfica de lojas do Carrefour por região, em 2017; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.	45

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Composição dos ativos imobilizados do Grupo Carrefour Brasil; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2018.	50
Tabela 2 - Indicadores obtidos no Valuation do Cenário 1, valores em R\$ milhões, % ou razão; fonte: análise da equipe.	57
Tabela 3 - Premissas utilizadas na modelagem do Cenário 2; fonte: análise da equipe.	59
Tabela 4 - Imposto efetivo do Cenário 2 e comparação com o Cenário 1; fonte: análise da equipe.	60
Tabela 5 - Indicadores obtidos no valuation do Cenário 2, valores em R\$ milhões, % e razão; fonte: análise da equipe.	62
Tabela 6 - Premissas utilizadas na modelagem do Cenário 3; fonte: análise da equipe.	65
Tabela 7 - Estatísticas para o FII no Cenário 3; fonte: análises da equipe.	66
Tabela 8 - Fluxo de Caixa, em R\$ milhões, para o Cenário 3; fonte: análise da equipe.	67
Tabela 9 - Variação no PL, em R\$ milhões, para o Cenário 3; fonte: análise da equipe.	67
Tabela 10 - Indicadores obtidos no Valuation do Cenário 3, valores em R\$ milhões, % e razão; fonte: análise da equipe.	68
Tabela 11 - Lista de Ativos Imobiliários da Companhia; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2018.	82
Tabela 12 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – DRE para a Operação Varejo; fonte: análise da equipe.	95
Tabela 13 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – Indicadores Financeiros; fonte: análise da equipe.	96
Tabela 14 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – Balanço Patrimonial; fonte: análise da equipe.	97
Tabela 15 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – Fluxo de Caixa; fonte: análise da equipe.	98
Tabela 16 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – Ativos Fixos; fonte: análise da equipe.	99
Tabela 17 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – D&A; fonte: análise da equipe.	99
Tabela 18 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – Capex; fonte: análise da equipe.	100

Tabela 19 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – Capital de Giro; fonte: análise da equipe.	100
Tabela 20 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – Resultado Financeiro; fonte: análise da equipe.	101
Tabela 21 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – DRE para a Operação Varejo; fonte: análise da equipe.	102
Tabela 22 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – DRE para a Operação SPE-LP; fonte: análise da equipe.	103
Tabela 23 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – DRE Consolidada; fonte: análise da equipe.	104
Tabela 24 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Dividendos Consolidados; fonte: análise da equipe.	105
Tabela 25 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Indicadores Financeiros; fonte: análise da equipe.	105
Tabela 26 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Balanço Patrimonial; fonte: análise da equipe.	106
Tabela 27 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Fluxo de Caixa; fonte: análise da equipe.	107
Tabela 28 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Ativos Fixos; fonte: análise da equipe.	108
Tabela 29 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – D&A; fonte: análise da equipe.	108
Tabela 30 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Capex; fonte: análise da equipe.	108
Tabela 31 - Tabela 18 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Capital de Giro; fonte: análise da equipe.	109
Tabela 32 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Resultado Financeiro; fonte: análise da equipe.	110
Tabela 33 - Tabela 20 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – DRE para a Operação Varejo; fonte: análise da equipe.	111
Tabela 34 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – DRE para a Operação FII; fonte: análise da equipe.	112
Tabela 35 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Indicadores Financeiros; fonte: análise da equipe.	113

Tabela 36 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Valuation do FII; fonte: análise da equipe.	114
Tabela 37 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Balanço Patrimonial; fonte: análise da equipe.	115
Tabela 38 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Fluxo de Caixa; fonte: análise da equipe.	116
Tabela 39 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Ativos Fixos; fonte: análise da equipe.	117
Tabela 40 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – D&A; fonte: análise da equipe.	117
Tabela 41 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Capex; fonte: análise da equipe.	117
Tabela 42 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Capital de Giro; fonte: análise da equipe.	118
Tabela 43 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Resultado Financeiro; fonte: análise da equipe.	119

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Evolução da Carteira de Crédito das Instituições e Conglomerados Financeiros a Pessoas Jurídicas; fonte: BACEN, 9 de junho, 2018.	20
Gráfico 2 - Evolução do Índice de Confiança do Consumidor; fonte: FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, maio, 2018.	22
Gráfico 3 - Ranking de Melhores Oportunidades de Apreciação de capital; fonte: AFIRE, 2018.	22
Gráfico 4 - Ranking de recomendação para aquisições em Real Estate; fonte: AFIRE, 2018.	23
Gráfico 5 - Evolução da Selic; fonte: BACEN, 9 de junho, 2018.	24
Gráfico 6 - Evolução do indicador de Inflação brasileiro (IPCA); fonte: FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, outubro, 2018.	25
Gráfico 7 - composição do NOPAT a partir das informações fornecidas em DREs; fonte: análise da equipe.	35
Gráfico 8 - Composição do NOWC; fonte: análise da equipe.	36
Gráfico 9 - Composição dos Ativos Fixos Operacionais; fonte: análise da equipe.	37
Gráfico 10 - Evolução do IPCA e IGP-M. Fonte: FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, Outubro, 2018.	40
Gráfico 11 - Evolução do PIB real; fonte: BANCO MUNDIAL, 2018.	40
Gráfico 12 - Evolução do lucro bruto e margens brutas por segmento do CRFB3, em R\$ bilhões e %, respectivamente; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.	45
Gráfico 13 - Quebra de área de lojas do CRFB3 entre os segmentos, em 2017; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.	46
Gráfico 14 - Evolução da Receita Líquida por segmentos do CRFB3, em R\$ bilhões; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.	47
Gráfico 15 - Evolução do EBITDA ajustado por segmento do CRFB3, em R\$ milhões; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.	48
Gráfico 16 - Evolução do Lucro Líquido do CRFB3, em R\$ milhões; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.	48

Gráfico 17 - Imobilização Líquida em Real Estate das empresas do setor; fontes: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017, GPA RELAÇÕES COM INVESTIDORES, 2017, GUARARAPES CONFECÇÕES S/A, 2017, LOJAS RENNER SA, 2017, WALMART, 2017.	51
Gráfico 18 - Valuation do Cenário 2 em comparação com o Cenário 1, valores em R\$ milhões; fonte: análise da equipe.	57
Gráfico 19 - Fluxo de dividendos para acionistas no Cenário 1; fonte: análise da equipe.	61
Gráfico 20 - Valuation do Cenário 2 em comparação com o Cenário 1, valores em R\$ milhões; fonte: análise da equipe.	62
Gráfico 21 - Valuation do Cenário 3 em comparação com os Cenários 1 e 2, valores em R\$ milhões; fonte: análise da equipe.	68
Gráfico 22 - Comparação entre ROE e ROIC para os Cenários 1 e 2; fonte: análise da equipe.	72
Gráfico 23 - Comparação entre ROE e ROIC para os Cenários 1 e 3; fonte: análise da equipe.	73
Gráfico 24 - Comparação de ILC para os Cenários 1 e 3; fonte: análise da equipe	73
Gráfico 25 - Conclusão Comparativa entre o Cenário 1 e os Cenários 2 e 3; fonte: análise da equipe.	74

Índice de Quadros

Quadro 1 - A estrutura de um BP	30
Quadro 2 - Power Curve para os anos de 2010 a 2014, que plota o Lucro Econômico médio anual por empresa, considerando uma amostra de 2393 companhias com lucro econômico entre US\$ 10 e -10 bilhões; fonte: McKinsey Performance Analytics™, janeiro 2018.	34
Quadro 3 - Expectativas de mercado; fonte: BOLETIM FOCUS, Outubro de 2018.	39
Quadro 4 - Etapas na elaboração do método; fonte: GREGÓRIO, 2017 e 2010, com modificações.	29
Quadro 5 - Resumo do portfólio multiformato de negócios do CRFB; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.	43
Quadro 6 - Estrutura societária do Grupo Carrefour Brasil em 2018; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2018.	49
Quadro 7 - Quebra a área de ativos imobiliários do CRFB3 pelas regiões brasileiras; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2018.	51
Quadro 8 - Grau de importância da propriedade para as atividades desenvolvidas; fonte: GREGÓRIO, 2010.	52

Índice de abreviaturas e siglas

AFIRE: *Association of Foreign Investors in Real Estate*;

BACEN: Banco Central do Brasil;

BOP: *Beginning of Period*, em português Início do Período;

BP: Balanço Patrimonial;

B2B: *Business-to-business*;

B2C: *Business-to-consumer*;

B2G: *Business-to-government*;

C&C: *Cash and Carry*;

CAPEX: *Capital Expenditures*, em português Investimentos em Bens de Capital;

COFINS: Contribuição para Financiamento da Seguridade Social;

COGS: *Cost of Goods Sold*, em português, Custo da Mercadoria Vendida;

CSLL: Contribuição Social sobre o Lucro Líquido;

D&A: *Depreciation and Amortization*, em português Depreciação e Amortização;

EOP: *End of Period*, em português, Fim do Período;

DFC: Demonstrativo de Fluxo de Caixa;

DRE: Demonstrativo do Resultado do Exercício;

FRA: Fundo de Reposição de Ativos;

FX: *Foreign Exchange*, em português, taxa de câmbio;

EBITDA: *Earnings Before Interests, Depreciation and Amortization*, em português, Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização;

EVA: *Economic Value Added*;

FII: Fundo de Investimento Imobiliário;

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística;

IC: *Invested Capital*, em português, Capital Investido;

IGP-M: Índice Geral de Preços ao Mercado;

ILC: Índice de Liquidez Corrente;

IPCA: Índice de preços ao Consumidor;

IPO: *Initial Public Offer*, em português, Oferta Pública Inicial;

IR: Imposto de Renda;

ITBI: Imposto sobre Transmissão de Bens Imóveis;

NOPAT: *Net Operating Profit After Taxes*, em português Lucro Operacional Líquido após os impostos;

NOWC: *Net Operating Working Capital*, ou em português Capital de Giro Operacional Líquido;

NWC: *Net Working Capital*, em português, Capital de Giro Operacional Líquido;

PIB: Produto Interno Bruto;

PIS: Programa de Integração Social;

PL: Patrimônio Líquido;

PME: Pequenas e médias empresas;

PP&E: *Net Plant, Property, and Equipment*, em português, bens do ativo imobilizado;

PTPL: Participação de Capital de Terceiros sobre o Patrimônio Líquido;

REIT: *Real Estate Investment Trust*;

RODi: Resultado Operacional Disponível;

ROE: *Return on Equity*, em português, Retorno sobre o Patrimônio Líquido;

ROIC: *Return on Invested Capital*, em português, Retorno sobre o Capital Investido;

SELIC: Sistema Especial de Liquidação e de Custódia;

SG&A: *Selling, General and Administrative Expenses*, em português Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas;

SLB: *Sale-leaseback*;

SPE-LP: Sociedades de Propósito Específico em Regime de Lucro Presumido;

SPV: *Specific Purpose Vehicle – Presumed Profit*

VOI: Valor de Oportunidade do Investimento

WACC: *Weighted Average Capital Cost*, em português, Custo Médio Ponderado de Capital.

Sumário

1. Introdução	17
1.1. Definição e História	17
1.2. Justificativa	20
1.3. Objetivos do Trabalho	27
1.4. Estrutura do texto	28
2. Metodologia	29
2.1. Análise de Dados	30
2.2. Análise Financeira	32
2.3. Premissas e Projeções	39
2.4. O Método	Error! Bookmark not defined.
3. Estudo de caso: Grupo Carrefour Brasil	41
3.1. A Companhia	41
3.2. Análise Qualitativa	50
3.3. Análise Quantitativa	55
3.3.1. Cenário 1: Estrutura Atual	56
3.3.2. Cenário 2: Sociedade de Propósito Específico – Lucro Presumido	58
3.3.3. Cenário 3: Fundo de Investimento Imobiliário	64
3.4. Conclusões	70
4. Referências bibliográficas	75
5. Anexos	82
5.1. Lista de Ativos Imobiliários da Companhia	82
5.2. Memorial de Cálculo	95
5.2.1. Cenário 1: Estrutura Atual	95
5.2.2. Cenário 2: Sociedade de Propósito Específico – Lucro Presumido	102
5.2.3. Cenário 3: Fundo de Investimento Imobiliário	111

1. Introdução

1.1. Definição e História

Conceitualmente, tem-se que, de acordo com ADAMS e CLARKE (1996), uma típica operação de *Sale-leaseback* (SLB) consiste em uma transação em que uma companhia vende uma propriedade a outra parte e então imediatamente aluga o recém-adquirido imóvel de volta do novo proprietário. Quando a companhia faz um SLB, este imóvel sai da categoria de ativos imobilizados em seu Balanço Patrimonial e um valor de aluguel é acrescentado como uma despesa operacional na categoria de passivos (HAYNES e NUNNINGTON, 2010). Segundo OLSSON (2015) é uma alternativa viável apenas às empresas que detêm propriedades. Quanto menor a relação *loan-to-value*¹, maior o ganho de capital, além de que quanto maior o preço atingido na transação, mais capital pode ser angariado, uma vez descontado o custo da transação.

Em relação à estrutura jurídica, o SLB muitas vezes consiste em um contrato por meio do qual uma empresa adquire um bem escolhido por seu cliente para, em seguida, alugá-lo a este último, por um prazo determinado. Assim, o primeiro adquire o bem escolhido pelo segundo, e este o utiliza durante o contrato, mediante o pagamento de uma contraprestação. Este contrato se assemelha a um contrato de aluguel, e pode prever ou não a opção de compra, pelo arrendatário, do bem de propriedade do arrendador (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018).

Ainda, segundo OLSSON (2015), existem ainda duas modalidades de *leasing*: o operacional e o financeiro, de forma que a principal diferença entre eles vem do risco relacionado ao imóvel, que no operacional é transferido para o novo arrendatário e no financeiro não; quando se trata de um SLB financeiro, é possível encontrar inclusive opções de *buy-back*, o que dá ao vendedor o direito - e não a obrigação - de comprar de volta a propriedade e então se beneficiar de uma possível apreciação futura.

Segundo os artigos 5º e 6º da resolução 2.309 com as alterações introduzidas pela Lei nº. 7.132, de 26.10.83 da Constituição Brasileira (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018), constituem as modalidades de *leasing*:

Art. 5º: Considera-se arrendamento mercantil financeiro a modalidade em que:

I - as contraprestações e demais pagamentos previstos no contrato, devidos pela arrendatária, sejam normalmente suficientes para que a arrendadora recupere o

¹ *Loan-to-value* é a razão entre o empréstimo e o valor de um ativo que está sendo adquirido.

custo do bem arrendado durante o prazo contratual da operação e, adicionalmente, obtenha um retorno sobre os recursos investidos;

II - as despesas de manutenção, assistência técnica e serviços correlatos à operacionalidade do bem arrendado sejam de responsabilidade da arrendatária;

III - o preço para o exercício da opção de compra seja livremente pactuado, podendo ser, inclusive, o valor de mercado do bem arrendado.

Art. 6º: Considera-se arrendamento mercantil operacional a modalidade em que:

I - as contraprestações a serem pagas pela arrendatária contemplem o custo de arrendamento do bem e os serviços inerentes a sua colocação à disposição da arrendatária, não podendo o valor presente dos pagamentos ultrapassar 90% (noventa por cento) do custo do bem;

II - o prazo contratual seja inferior a 75% (setenta e cinco por cento) do prazo de vida útil econômica do bem;

III - o preço para o exercício da opção de compra seja o valor de mercado do bem arrendado;

IV - não haja previsão de pagamento de valor residual garantido.

§ 1º As operações de que trata este artigo são privativas dos bancos múltiplos com carteira de arrendamento mercantil e das sociedades de arrendamento mercantil.

§ 2º No cálculo do valor presente dos pagamentos deverá ser utilizada taxa equivalente aos encargos financeiros constantes do contrato.

§ 3º A manutenção, a assistência técnica e os serviços correlatos à operacionalidade do bem arrendado podem ser de responsabilidade da arrendadora ou da arrendatária.

Desta forma, pode-se encarar o SLB como um instrumento complexo e com uma grande quantidade de variantes que podem torná-lo mais adequado à situação de cada empresa.

Esta evolução, no entanto, se deu a partir do fim do século XX. O SLB como processo de *funding* era visto no passado como um método usado apenas como último recurso em empresas que passavam por dificuldades; o mais usual era que as corporações deveriam possuir seus próprios imóveis. Este ponto de vista vem sendo contestado por um crescente número de profissionais de

transações dos chamados "desinvestimentos". A principal ideia por trás deste movimento de terceirização das propriedades é que a posse do bem não se caracteriza como *core business* e que, por isso, deve ser terceirizada a profissionais devidamente especializados (GRÖNLUND, LOUKO e VAIHEKOSKI, 2004). O impacto positivo no valor da companhia pós-SLB é um efeito da divulgação de valores antes não divulgados da companhia. Posteriormente, eles concluíram, inclusive, que na média o SLB tem efeito positivo no valor da empresa.

Analisando o histórico do passado, de acordo com GRÖNLUND, LOUKO e VAIHEKOSKI (2004), tal movimento em torno da terceirização de atividades que não pertencem ao *core-business* começou a ganhar bastante espaço nos Estados Unidos, cujo mercado de *Real Estate* sempre foi mais bem desenvolvido que no restante do mundo. Na Europa, no fim da década de 1990, um grande número de companhias europeias fez operações de SLB. A corrida entre Bancos de Investimentos por maiores margens nestes negócios também contribuiu para o crescimento dessa modalidade na Europa.

Ao voltar ao impacto positivo causado pela desmobilização, é importante destacar a importância do ativo imobiliário como recurso. A utilização de imóveis corporativos pode auxiliar na expansão sem novo capital, mesmo diante de cenários com a disponibilidade de aquisição de dívida – a qual envolve colaterais e consequentemente a possibilidade de *default*² por parte dos mesmos.

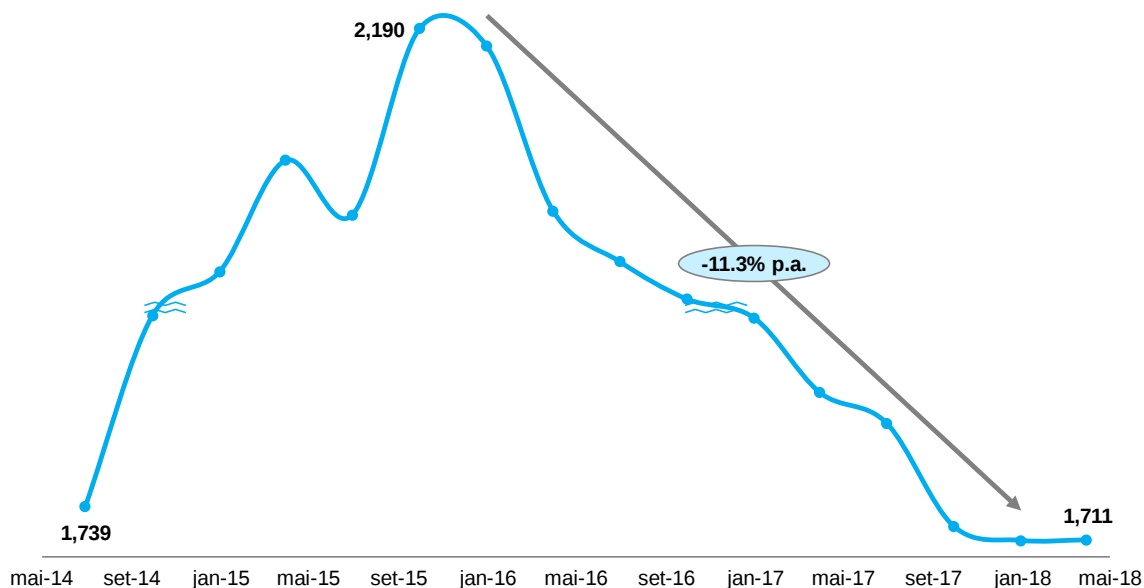
Assim, o presente Trabalho visa analisar estes impactos positivos e a possibilidade da geração de valor para o Grupo Carrefour Brasil, através da operação de desmobilização de seus imóveis, segregando-os em ambientes de SPE-LP e FII.

² Risco de *Default*: risco que o credor corre que seu devedor não cumpra com suas obrigações.

1.2. Justificativa

Entre os anos de 2015 a 2018, o Brasil passou pela maior crise político-econômica de sua história. Evidentemente isso trouxe impactos também ao setor privado, de forma que agora todos necessitam de capital para a continuidade dos negócios, bem como para a estruturação de seu crescimento. Isso ainda pode ser intensificado pela diminuição na oferta de crédito, que pode ser observada no Gráfico 1.

Gráfico 1 - Evolução da Carteira de Crédito das Instituições e Conglomerados Financeiros a Pessoas Jurídicas; fonte: BACEN, 9 de junho, 2018.



Uma vez entendido o contexto, o movimento de SLB ganha destaque como uma alternativa de capitalização por meio da venda de um imóvel relacionada a um contrato de locação de longo prazo. De acordo com a JONES LANG LASALLE (2018), se o *timing* atual de retomada da economia - conforme mostrado na Figura 1 - for levado em conta, ainda é possível encontrar oportunidades bastante rentáveis a empresas, mesmo que o valor de venda do imóvel esteja abaixo do que seu valor potencial.

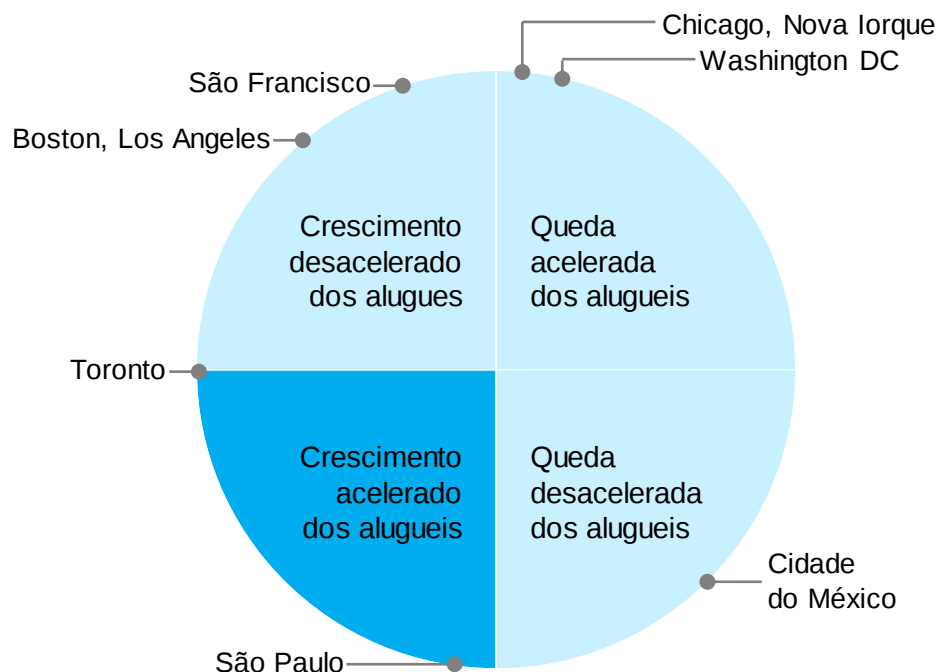
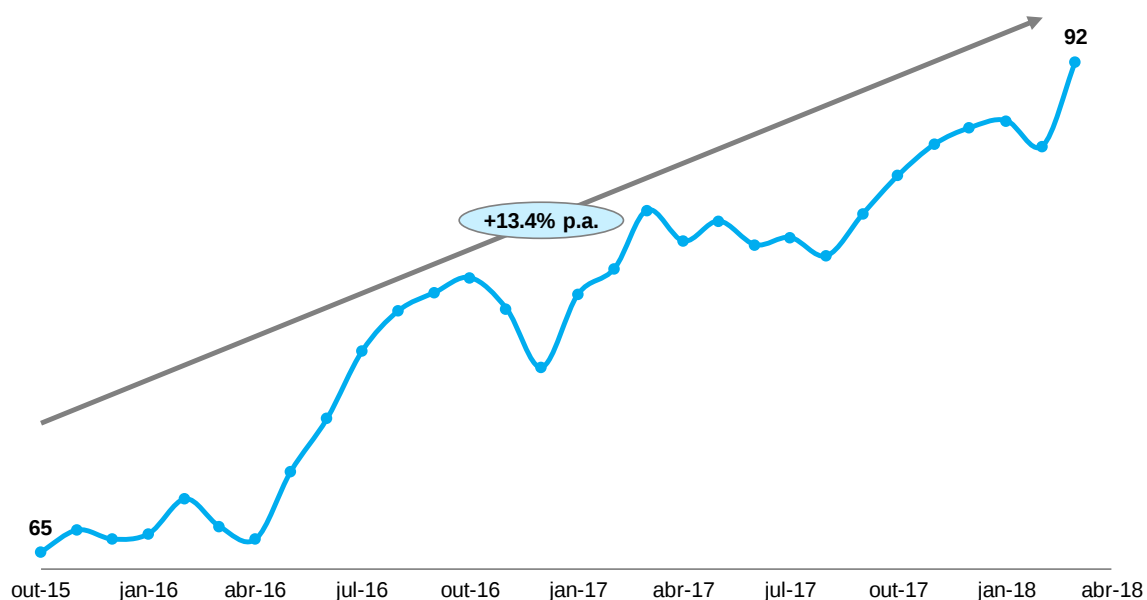


Figura 1 - Office Rental Clock referente ao 2Q2018; fonte: JONES LANG LASALLE, 2018.

De acordo com JONES LANG LASALLE (2018), os valores de compra apresentam sinais de recuperação desde 2017, quando atingiram os valores mínimos de mercado. Desde então, a defasagem no ciclo entre estes e os valores de locação criou uma possibilidade de ganho aos interessados em vender suas propriedades. Assim, é possível fixar os valores de locação em níveis mais baixos, antes que os mesmos entrem no estágio de crescimento acelerado, e utilizar o recurso da venda em investimentos na atividade fim das companhias.

Conforme outro relatório publicado pela JONES LANG LASALLE (2018), também incitam o mercado em direção ao SLB a liquidez no mercado, a projeção de crescimento e o aumento da confiança do consumidor, esta última ilustrada no Gráfico 2.

Gráfico 2 - Evolução do Índice de Confiança do Consumidor; fonte: FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, maio, 2018.



Além disso, em 2018 a *Association of Foreign Investors in Real Estate* (AFIRE) apontou o Brasil como o segundo melhor país para apreciação de capital e o primeiro dentre os países emergentes que devem ser considerados no momento de realizar aquisições imobiliárias, de acordo com o Gráfico 3 e Gráfico 4.

Gráfico 3 - Ranking de Melhores Oportunidades de Apreciação de capital; fonte: AFIRE, 2018.

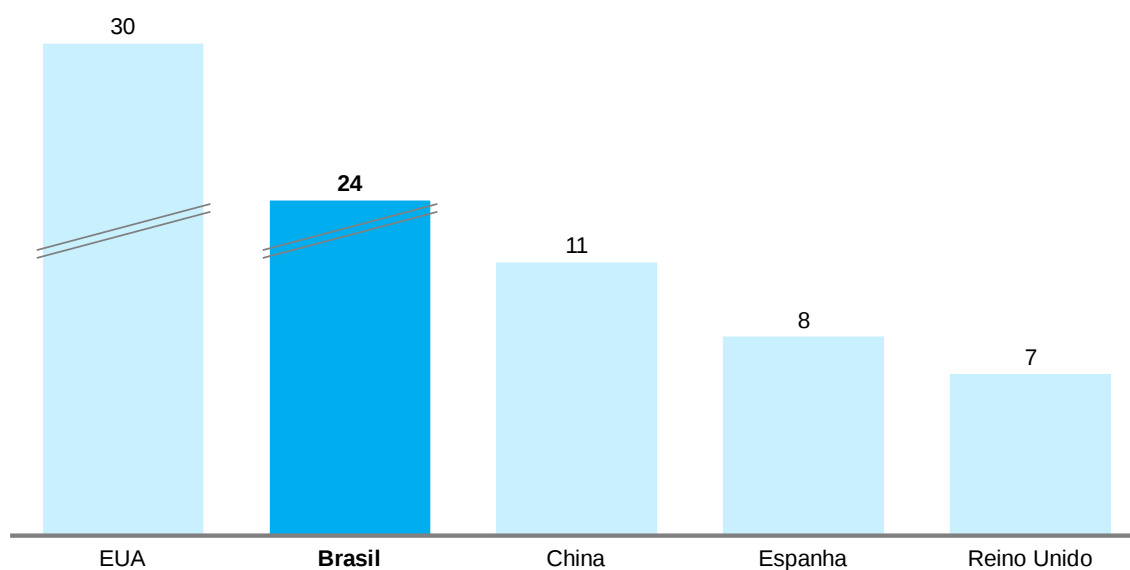
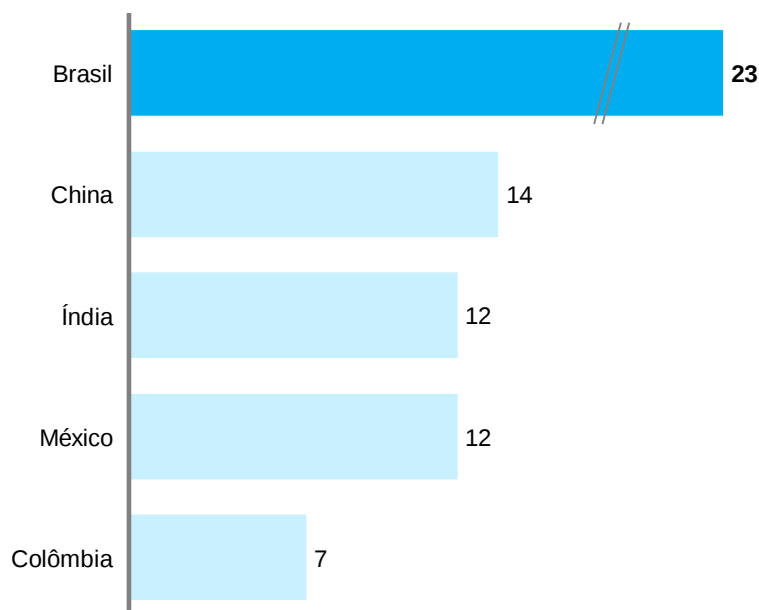


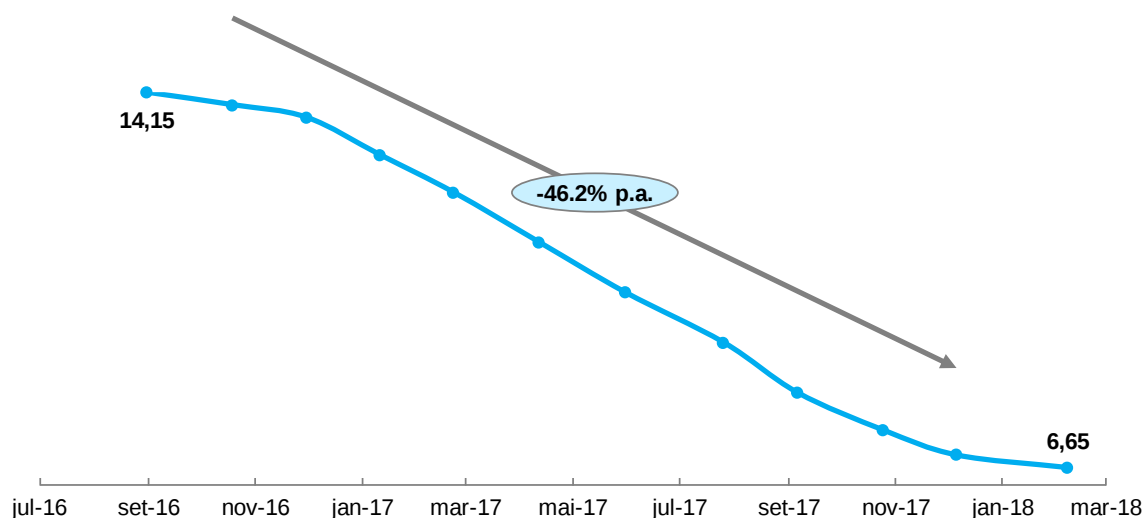
Gráfico 4 - Ranking de recomendação para aquisições em Real Estate; fonte: AFIRE, 2018.



Ademais, mundialmente, os resultados do 1T2018 registrados em 96 mercados distintos pela JONES LANG LASALLE (2018) mostram que os volumes de aluguéis deste período bateram recordes desde 2008, 7% maior que no ano passado. Isto decorre principalmente do crescimento significativo no eixo Ásia-Pacífico, que bateram os maiores volumes já registrados; dos mercados corporativos europeus, que aumentaram em 6% seus volumes desde o mesmo período do ano passado; e também do mercado estadunidense, cuja atividade está sólida apesar do crescimento de ocupação ter sido mais suave do que o esperado.

Com a queda da taxa básica da economia brasileira, que é referência para muitas decisões de investimento, evidenciada no Gráfico 5, os financiamentos de maneira geral ficam mais baixos e tornam os negócios de locação mais vantajosos do que a manutenção de um amplo portfólio de imóveis ou aplicações com menos risco, como renda fixa, por exemplo. Tais fatos contribuem para que a rentabilidade exigida pelos investidores em *Real Estate* sejam menos exigentes, e tais investimentos mais atrativos. É importante mencionar também que a queda na taxa incentiva toda a cadeia produtiva do *Real Estate*: o crédito fica mais barato tanto para construção e incorporação quanto para a compra do imóvel (OLIVEIRA, 2018).

Gráfico 5 - Evolução da Selic; fonte: BACEN, 9 de junho, 2018.



Segundo GREGÓRIO (2017), investimentos em *Real Estate* são conservadores e, portanto, buscam:

- (i) lastro do investimento de baixa flutuação de valor;
- (ii) renda relativamente harmônica.

A compensação desta harmonia se reflete na taxa de retorno alvo que se considera para o *valuation* das oportunidades de investimentos em *Real Estate*: as taxas de retorno esperadas pelas atividades-fim das empresas são maiores que as dos ativos imobiliários. Isto acontece, principalmente, pela relação risco-retorno que é bastante minorada em um ativo real, i.e., investimentos ligados diretamente a propriedades tangíveis (físicos) e que proporcionam a posse da reserva de valor³, geralmente nos setores imobiliário, de infraestrutura e de recursos naturais (MERCER, 2014). Tais ativos tendem a preservar seu valor em ambientes inflacionários e, por isso, apresentam menores expectativas de retorno. A caracterização dos ativos reais está ilustrada na Figura 2.

³ Reserva de valor: poder de compra que se mantém no tempo, ou seja, forma de se medir a riqueza.

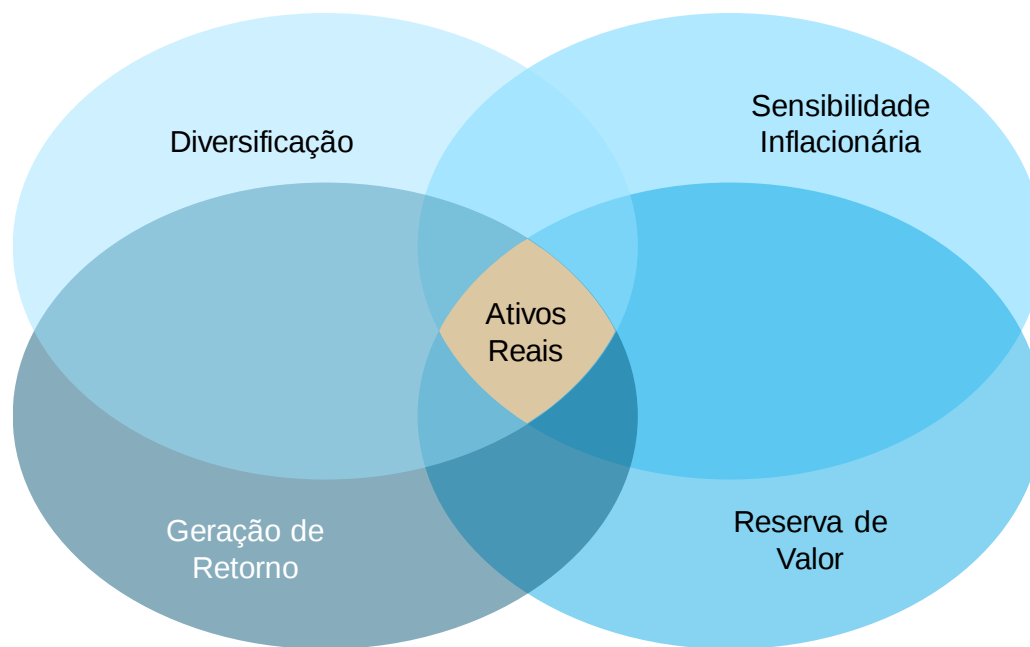
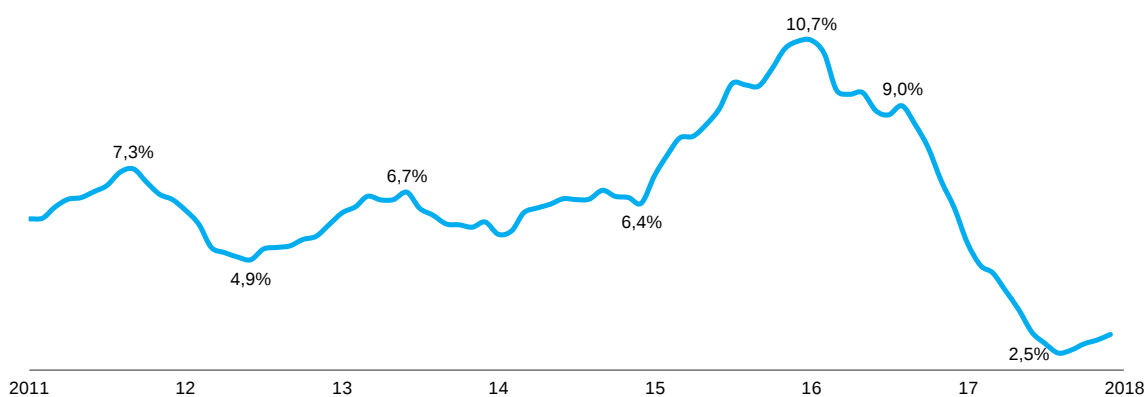


Figura 2 - Caracterização de Ativos Reais; fonte: MERCER, junho, 2014.

Segundo DAMODARAN (2002), as diferenças entre os retornos esperados em ativos reais e em ativos financeiros inclusive são mais acentuadas quando as taxas de inflação mudam. Este fenômeno pode ser observado no Gráfico 6.

Gráfico 6 - Evolução do indicador de Inflação brasileiro (IPCA); fonte: FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, outubro, 2018.



Um exemplo de aplicação do SLB foi a GGR (*ticker* B3: GGRC11), empresa que identificou estas condições mencionadas e realizou a compra de 8 centros de distribuição por meio de operações de SLB por emissões de cotas de FII que, de acordo com a JONES LANG LASALLE (2018), totalizaram quase R\$200 milhões. Conforme o exposto no prospecto do fundo, os contratos de locação dos imóveis do fundo serão atípicos, com um prazo mínimo de locação de 5 anos.

Em resumo, vários são os motivos que hoje incentivam a desmobilização de imóveis no Brasil, como os enumerados abaixo:

- (i) baixa disponibilidade de crédito ao setor privado;
- (ii) momento atual no ciclo imobiliário;
- (iii) tendência de redução das taxas de juros;
- (iv) liquidez de mercado;
- (v) projeção de crescimento;
- (vi) aumento na confiança do consumidor;
- (vii) Brasil como um bom mercado para o desenvolvimento de *Real Estate*.

1.3. Objetivos do Trabalho

Visto todo o contexto favorável dos últimos anos, evidenciado pela recuperação e retomada da economia brasileira (mesmo considerada sensível), a queda da taxa Selic a níveis historicamente baixos, as suaves quedas na rentabilidade bruta exigida pelos investidores em *Real Estate*, os aumentos da liquidez do mercado e as diversas projeções de crescimento aliadas ao aumento da confiança do consumidor, o presente Trabalho visa verificar os impactos econômico-financeiros e a possível geração de valor com a prática da desmobilização de imóveis em uma empresa posicionada no setor de varejo no Brasil – o Grupo Carrefour Brasil.

Ainda, em *Real Estate* não é comum verificar-se uma sólida e madura governança corporativa, no sentido de existirem diretrizes em relação ao portfólio dessas empresas. São conhecidas as diversas vantagens da desmobilização de imóveis nos resultados das empresas (GREGÓRIO, 2017), como:

- (i) maior ganho global no resultado dos acionistas da corporação, mantendo o *Real Estate* com os acionistas, no entanto, em ambiente segregado;
- (ii) redução da pressão de caixa para novos investimentos no negócio principal com o recurso gerado na venda dos ativos de *Real Estate* para investidores poupadores;
- (iii) melhora do perfil de endividamento das corporações (trocando dívidas de custo elevado e curto prazo, por obrigações de longo prazo);
- (iv) melhora nos índices financeiros da corporação (como os índices de endividamento, liquidez e grau de imobilização).

São estes impactos que o Trabalho buscará evidenciar por meio da análise de indicadores econômico-financeiros entre uma estrutura de capital com ativos de *Real Estate* imobilizados e outras nas quais são administrados em um ambiente segregado, como a SPE-LP (Sociedades de Propósito Específico em Regime de Lucro Presumido) e os Fundos de Investimento Imobiliário - FIIs. Por fim, o Trabalho visa também ao fornecimento de sugestões de diretrizes a serem implantadas na estratégia empresarial das empresas, principalmente no ramo imobiliário.

1.4. Estrutura do texto

O Trabalho consiste em três seções, os quais contemplam os seguintes conteúdos:

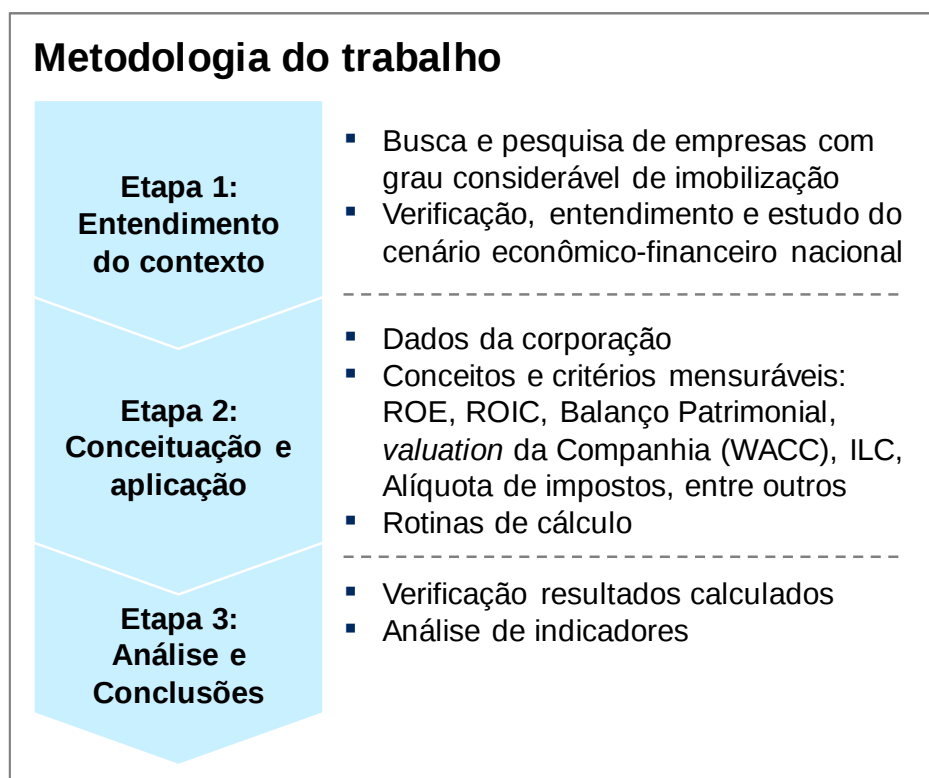
- (i) Seção 1 - Introdução: trata-se do capítulo introdutório que contextualiza o tema do Trabalho com as práticas ocorridas no passado e as práticas atuais do mercado. Em seguida, justifica-se a relevância da proposta e os objetivos do Trabalho;
- (ii) Seção 2 - Metodologia: trata-se da descrição de como o grupo analisará os dados pesquisados e obtidos para se chegar aos resultados esperados, apresentando conceitos de análise financeira e suas relações com a proposta do Trabalho. Trata também das premissas e projeções do cenário econômico-financeiro utilizados nos cálculos. Por fim, há a formação da metodologia para configuração do método de cálculo, geração e análise dos resultados do Trabalho;
- (iii) Seção 3 - Estudo de caso: trata-se da apresentação das premissas adotadas para o estudo, das premissas adotadas para a empresa de estudo cujos dados foram obtidos e analisados, e uma discussão qualitativa da empresa. Trata também da apresentação dos resultados obtidos oriundos do modelo, conforme metodologia desenvolvida na seção anterior, e da sumarização dos resultados obtidos na modelagem. Por fim, realiza-se uma conclusão, fazendo-se uma descrição e verificação dos resultados obtidos, uma análise crítica dos mesmos, e as considerações finais do estudo do Trabalho.

2. Metodologia

A metodologia baseia-se na Carta do Núcleo de *Real Estate* nº49-17, desenvolvida por GREGÓRIO (2017) e na tese de doutoramento também de GREGÓRIO (2010), com adaptações, incluindo a análise dos resultados da desmobilização para a venda por meio de dois diferentes ambientes de segregação dos ativos imobiliários: SPE-LP e FII.

A metodologia para configuração do método está ilustrada no Quadro 1.

Quadro 1 - Etapas na elaboração do método; fonte: GREGÓRIO, 2017 e 2010, com modificações.



Na etapa 1, será entendido o contexto, por meio da verificação e compreensão do cenário econômico-financeiro nacional, impactantes à prática de desmobilização de imóveis em *Real Estate*, além da pesquisa de empresas com considerável grau de imobilização de seus ativos.

Parte-se então para a etapa 2, de conceituação, com o entendimento de determinados índices financeiros mensuráveis de apoio na tomada de decisão, e aplicação de rotinas de cálculo para verificação de resultados calculados. Para isso, a etapa 2 inicia-se com a revisão bibliográfica dos conceitos teóricos necessários para a formação dos indicadores, além da busca de dados de entrada das empresas identificadas para possibilitar as análises, seja em prospectos, sites de relação com

investidores, ou até análises anteriores feitas obtendo-se informações quantitativas sobre as negociações, dados de operações e resultados econômico-financeiros. Além disso, discute-se qualitativamente as vantagens e as desvantagens da prática da imobilização e da desmobilização com aplicação direcionada ao estudo de caso.

Por fim, na etapa 3, analisa-se os resultados de saída das rotinas de cálculo, verificando quantitativamente os impactos da desmobilização de ativos para as empresas que possuem considerável grau de ativos imobilizados em sua composição financeira, inclusive impactos no balanço, e a alavancagem de recursos no negócio principal das empresas.

2.1. Análise de Dados

Os demonstrativos financeiros são as fontes primárias de informações para investidores e analistas, sendo esses: o Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE), o Balanço Patrimonial (BP) e o Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC). A DRE e o DFC são resultados pontuais para um período, enquanto o BP tem função cumulativa, ou seja, consolida os resultados desde o início da operação de uma empresa.

Esse último demonstrativo expõe como o capital está sendo alocado, bem como a fonte de financiamento, sendo por dívida (passivos) ou capital de acionistas (Patrimônio Líquido). O BP ainda classifica os ativos e passivos quanto o grau de liquidez, como se verifica no Quadro 2.

Quadro 2 - A estrutura de um BP

Ativos		Passivos e Patrimônio Líquido		Liquidez + -
Ativo não circulante	Ativo circulante: recursos disponíveis em caixa	Passivo circulante: dívidas que serão liquidadas em curto prazo	Passivo	
	Realizável a longo prazo: contas a receber (serviços ou vendas)	Passivo não circulante: dívidas que serão liquidadas em longo prazo		
	Investimentos: geram rendimentos e não são necessários no core business	Capital social: capital investido pelos sócios acionistas da corporação	Patrimônio Líquido	
	Imobilizado: direitos e bens corpóreos destinados à manutenção das atividades da empresa (imóveis, máquinas, equipamentos, ...)	Reservas: recursos gerados ainda não distribuídos aos acionistas		
	Intangível: direitos por bens incorpóreos destinados à manutenção da empresa	Lucros ou prejuízos acumulados: ainda não destinados		
		Ajustes de avaliação patrimonial: ajustes em decorrência de avaliações a valor justo		

Decisões tomadas ao longo do ciclo operacional de uma empresa ficam registradas no BP. O Trabalho terá foco em analisar financeiramente decisões quanto à imobilização de capital em ativos reais ou ativos de *Real Estate*. Estes ativos são reportados como ativos imobilizados e são de baixa liquidez, de acordo com o quadro acima.

A decisão de ser proprietário de ativos imobiliários possui vantagens e desvantagens para o desempenho financeiro da companhia. Segundo GREGÓRIO (2010), as principais vantagens são:

- (i) Depreciação do ativo, contabilizado como despesa e, portanto, reduz o lucro tributável;
- (ii) Possibilidade de ganho na valorização do imóvel;
- (iii) Proteção do capital investido, eliminando o risco de negociações com proprietários no futuro.

Por outro lado, as desvantagens apontadas são:

- (i) Oneração do balanço, com impacto negativo nos índices financeiros;
- (ii) Risco de desvalorização do imóvel relacionado a ciclos macroeconômicos ou à obsolescência tecnológica;
- (iii) Perda da oportunidade de investimento na atividade principal para desenvolvimento e expansão dos negócios da corporação.

A primeira etapa da metodologia abordada consiste na identificação de empresas com significativa alocação de capital em ativos imobiliários e os impactos financeiros desta decisão, conforme diretrizes apresentadas por GREGÓRIO (2010). Para isso, serão analisados os demonstrativos financeiros (DRE, BP e DCF) da empresa estudada, bem como algumas métricas financeiras extraíveis a partir deles.

2.2. Análise Financeira

De posse dos demonstrativos financeiros, analistas buscam normalizar tais informações para que comparações, tanto setoriais quanto temporais, possam ser feitas e quantificadas. Ou seja, para que diferentes empresas possam ser comparadas ou terem sua evolução financeira analisada no tempo, vê-se necessário o cálculo de índices financeiros.

Os indicadores financeiros quantificam diferentes características de uma empresa: a lucratividade (retorno sobre o patrimônio líquido e o retorno sobre o capital investido), o perfil de liquidez (índice de liquidez corrente) e a alavancagem financeira (dívida sobre patrimônio líquido). A abordagem do Trabalho busca quantificar o impacto nesses indicadores a partir da decisão de desmobilizar ativos de *Real Estate*.

A proposta dessa seção consiste em definir os indicadores utilizados na avaliação dos cenários de desmobilização e promover uma análise de sensibilidade inicial para cada um deles. Discussões além do escopo do Trabalho vistas como essenciais pela literatura também serão brevemente abordadas. Por fim, considerações sobre a metodologia de *valuation* adotada também serão expostas.

2.2.1 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)

Este indicador mede a rentabilidade oferecida pela empresa ao acionista. É a razão entre o lucro líquido do período e o patrimônio líquido médio da empresa, informações essas que podem ser obtidas no Balanço Patrimonial da companhia. De acordo com KOLLER, GOEDHART e WESSELS (2010), leva em consideração tanto a performance operacional quanto a estrutura de capital, ou seja, toda a companhia.

Dada uma situação na qual a empresa não é alavancada financeiramente e a alocação de capital do patrimônio líquido está entre capital de giro para o negócio principal e ativos de base imobiliária, não ligados diretamente ao retorno do negócio principal, o ROE resultante é uma ponderação entre alocação e retorno.

A renda gerada por imóveis é, na média, menor do que a rentabilidade do negócio principal devido ao menor perfil de risco. Assim, a desmobilização para canalizar os investimentos no negócio da corporação altera a estrutura de alocação para um perfil mais rentável, porém também com um maior perfil de risco. Nessa situação o ROE tende a crescer.

2.2.2 Retorno sobre o Capital Investido (ROIC)

É a razão entre o resultado operacional líquido depois de impostos - também conhecido como NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) - e o total do capital investido da empresa.

Este indicador mede qual a eficiência com que uma empresa gera lucros sobre seu capital investido por meio de uma taxa de retorno e terá o mesmo impacto quando submetido à situação apresentada anteriormente. Ou seja, a canalização dos recursos provenientes da desmobilização no negócio principal impactaria positivamente o ROIC.

Segundo STERN, STEWART e CHEW (1995), o ROIC é a variável fundamental para determinar a geração de valor de uma empresa ao acionista no conceito de *Economic Value Added* (EVA), ou Valor Econômico Adicionado em português. A formulação do conceito consiste no cálculo do valor residual gerado pela operação, subtraindo do NOPAT o custo de capital (WACC⁴) relativo ao Capital Investido (IC⁵).

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{IC} \quad (1)$$

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{IC} \quad (2)$$

$$\text{NOPAT} = \text{ROIC} \times \text{IC} \quad (3)$$

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{IC} \quad (4)$$

De acordo com a dedução, quanto maior a diferença entre o ROIC e o custo de capital, maior será o valor econômico da companhia em questão. Desta forma, conclui-se que, elevando o ROIC da companhia, eleva-se consequentemente seu Valor Econômico.

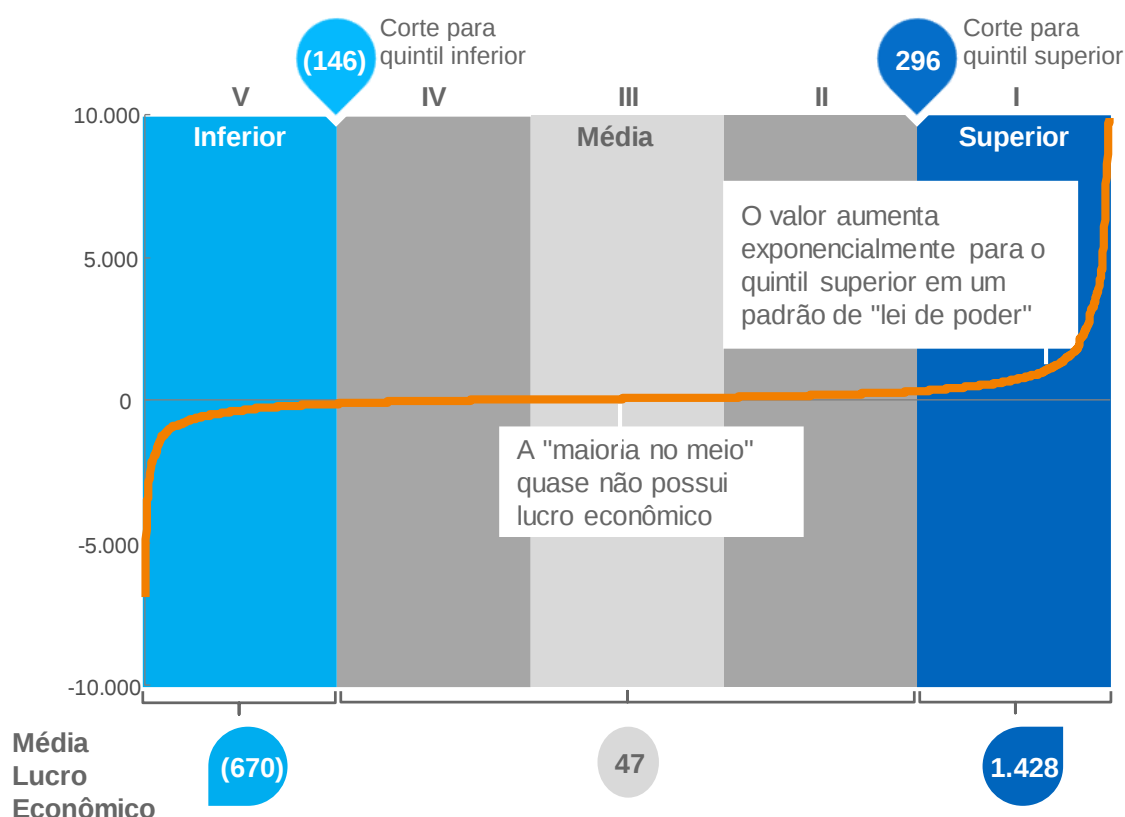
Se forem ranqueadas empresas por lucro econômico, obtém-se uma *Power Curve*, conforme estudo feito por HIRT (2018) que demonstra que a medida se concentra no primeiro quintil destas companhias. Essa *Power Curve* é feita por meio da plotagem do lucro econômico de mais de 2.000 empresas e o gráfico resultante mostra que a maioria das empresas obtém muito pouco lucro econômico, enquanto os 20% das empresas acumulam 90% do valor criado, como mostrado no Quadro 3. Globalmente, as chances de sair do meio da curva para o quintil superior são de apenas 8%, demonstrando como é difícil obter o lucro econômico. Os movimentos ao longo do tempo na *Power Curve* resultam de uma combinação de diferentes métricas de desempenho,

⁴ Em inglês, *Weighted Average Cost of Capital*, i.e., o que a empresa custa simplesmente para existir.

⁵ Em inglês, *Invested Capital*.

especialmente o ROIC e crescimento de receita. As probabilidades de mobilidade mudam dependendo do desempenho da empresa nestas duas métricas - o baixo desempenho nas duas reduz as probabilidades de subir para 2%, enquanto desempenho superior em ambas aumentam em 19% as chances da companhia de subir de patamar. Mover para o topo significa aumentar ainda mais tanto o lucro econômico como o ROIC.

Quadro 3 - Power Curve para os anos de 2010 a 2014, que plota o Lucro Econômico médio anual por empresa, considerando uma amostra de 2393 companhias com lucro econômico entre US\$ 10 e -10 bilhões; fonte: McKinsey Performance Analytics™, janeiro 2018.



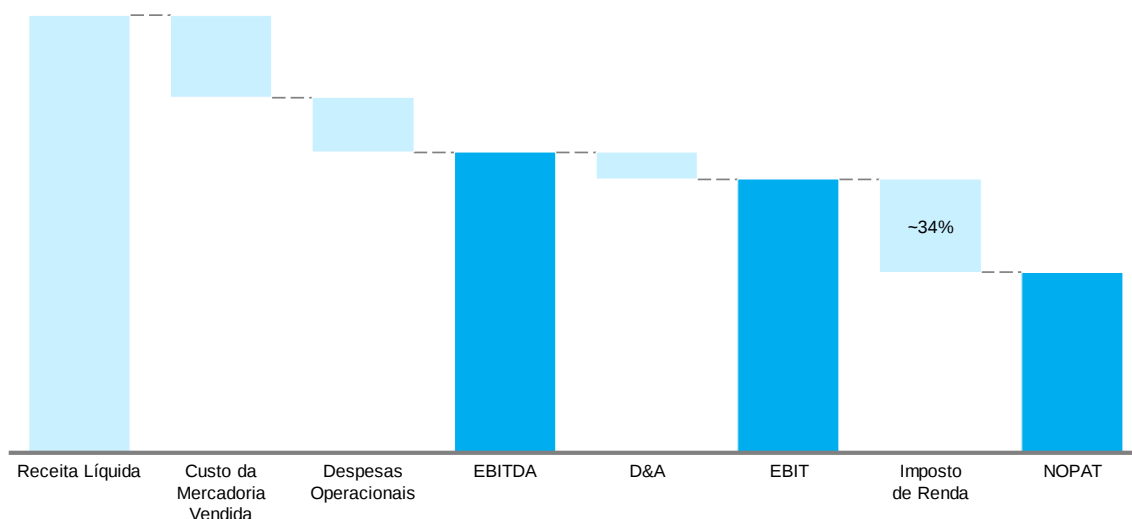
Conclui-se então que elevar o ROIC da companhia conduz a um aumento no lucro econômico – ou EVA – o que a proporciona a uma maior liberdade de movimentação na *Power Curve* e portanto, melhor desempenho global.

Para calcular o ROIC é necessário entender dois componentes essenciais: o NOPAT e o Capital Investido.

O NOPAT representa o resultado disponível para os credores e acionistas da empresa, após o pagamento de todas as outras despesas operacionais e impostos, como se pode ser observado no

Gráfico 7. O NOPAT retrata muito bem a realidade do resultado de uma empresa para as partes interessadas (credores e acionistas) por ser um valor líquido de impostos.

Gráfico 7 - composição do NOPAT a partir das informações fornecidas em DREs; fonte: análise da equipe.

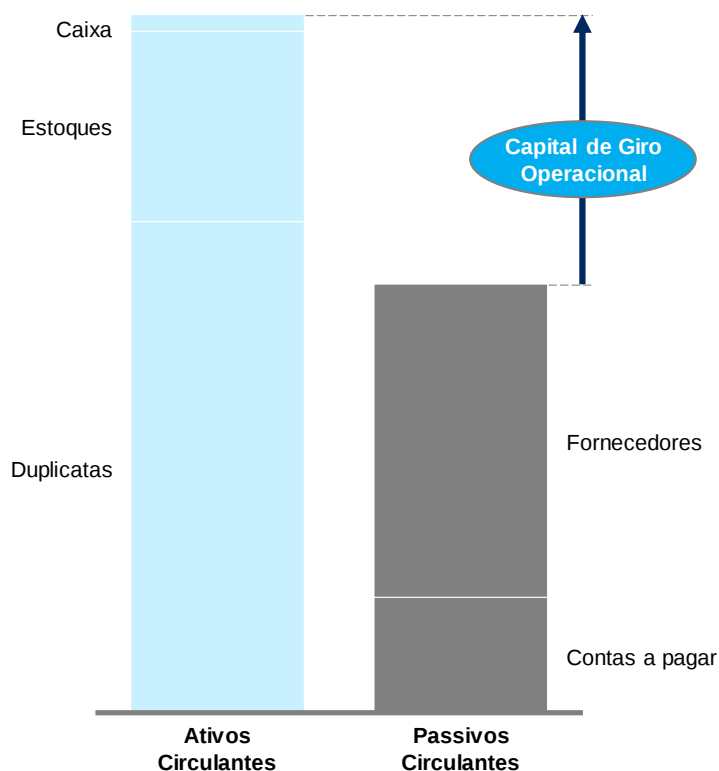


Além disso, o NOPAT também considera a depreciação, um custo sem efeito direto no caixa que contabiliza a perda de valor no tempo de ativos fixos. É fundamental contabilizar tal custo principalmente em empresas que dependem de máquinas e equipamentos, uma vez que a depreciação considera o valor econômico necessário para a reposição do bem quando esse atingir sua vida útil (DAMODARAN, 2002).

Já o Capital Investido da companhia é composto pelo Capital de Giro Operacional Líquido somado aos Ativos Fixos Operacionais, ambos encontrados no BP:

- (i) Capital de Giro Operacional Líquido, ou em inglês *Net Operating Working Capital* (NOWC): consiste no investimento de curto prazo em estoques, duplicatas a receber, contas a pagar e outras obrigações necessárias para a continuidade da operação em um determinado período, conforme ilustrado na Gráfico 8.

Gráfico 8 - Composição do NOWC; fonte: análise da equipe.

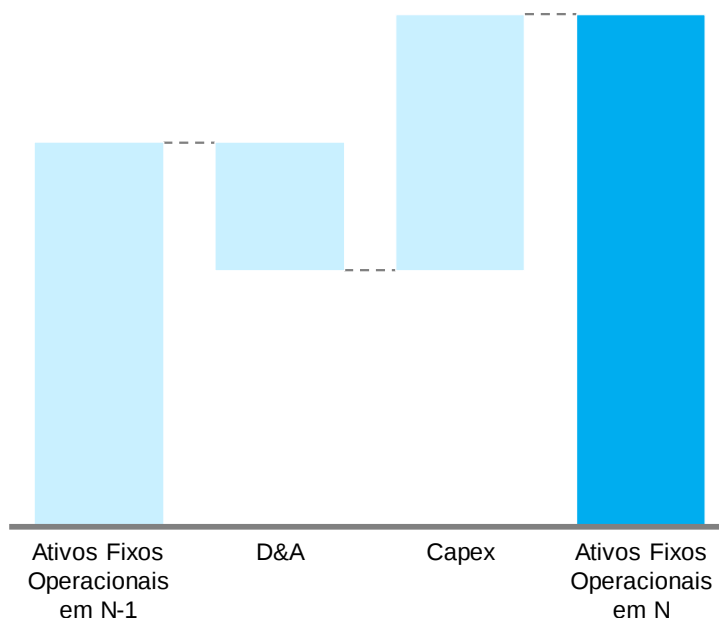


- (ii) **Ativos Fixos Operacionais⁶**: são ativos, tangíveis ou intangíveis, com ciclo operacional de longo prazo referentes à operação. Alguns exemplos são investimentos em fábricas, prédios, máquinas, marcas, patentes, etc. É o resultado da soma dos Investimentos Bens de Capital⁷ históricos líquidos de depreciação e amortização (D&A), conforme o Gráfico 9.

⁶ Também conhecido como ativos permanentes operacionais ou ativos dos bens imobilizados (em inglês, por *Net Plant, Property, and Equipment*: PP&E).

⁷ Também conhecido como *Capital Expenditures* (CAPEX).

Gráfico 9 - Composição dos Ativos Fixos Operacionais; fonte: análise da equipe.



2.2.3 Índice de Liquidez Corrente (ILC)

Avalia a capacidade da empresa em cumprir suas obrigações de curto prazo. É também conhecida por *current ratio*. É a razão entre o ativo circulante e o passivo circulante (PETERSON, 1999).

A melhoria do ILC é dada pelo aumento do ativo circulante ou pela redução do passivo circulante. A desmobilização é, por natureza, a transferência da parcela do ativo não circulante para o ativo circulante e, portanto, essa operação aumenta a liquidez corrente da empresa.

2.2.4 Dívida sobre Patrimônio Líquido

É uma das principais formas de medir o endividamento de uma empresa. O índice representa a proporção entre suas fontes de capitalização, isto é, quanto de dívida que uma empresa usa para financiar seus ativos. Por consequência, identifica o grau de alavancagem financeira da companhia. Geralmente, práticas de alavancagem agressivas são frequentemente associadas a altos níveis de risco (REIS, 2018).

Seu cálculo é a razão entre a dívida total (parcela circulante e não circulante) e o patrimônio líquido total (PETERSON, 1999). Uma alternativa para a redução deste índice é a venda dos ativos imobiliários para a amortização da dívida.

2.2.5 Valuation

Além da análise feita pelos itens acima, a geração de valor com a desmobilização de imóveis também será abordada por meio dos valores obtidos no *valuation* da companhia estudada.

Segundo DAMODARAN (2002), o valor justo de um ativo é igual à somatória dos fluxos de caixa futuros descontados a uma taxa de atratividade associada ao risco do negócio. O fluxo de caixa mais tangível ao acionista, por sua vez, é na forma de dividendos. Assim, para o *valuation* da operação varejo do Grupo Carrefour, será utilizado o modelo de dividendos descontados assumido um ciclo operacional de 20 anos.

Para as operações em *Real Estate*, o *valuation* será fundamentado no conceito de Valor de Oportunidade do Investimento (VOI) que, como investimento, é o *fair value* remunerado no ciclo de vida competitiva a uma taxa de retorno considerada atrativa pelo investidor (LIMA JR, MONETTI, DE ALENCAR, 2011).

2.3. Premissas e Projeções

As análises quantitativas apresentadas neste Trabalho são baseadas em projeções financeiras e, portanto, estão condicionadas às premissas assumidas. Desta forma, para melhor embasar os números arbitrados, serão usadas nos modelos as expectativas de variáveis macroeconômicas divulgadas pelo Banco Central do Brasil (BACEN). Variáveis não divulgadas pelo BACEN serão arbitradas e contextualizadas de acordo com a necessidade.

Conforme divulgado na trigésima quarta edição do Boletim Focus, estas expectativas seguem no Quadro 4.

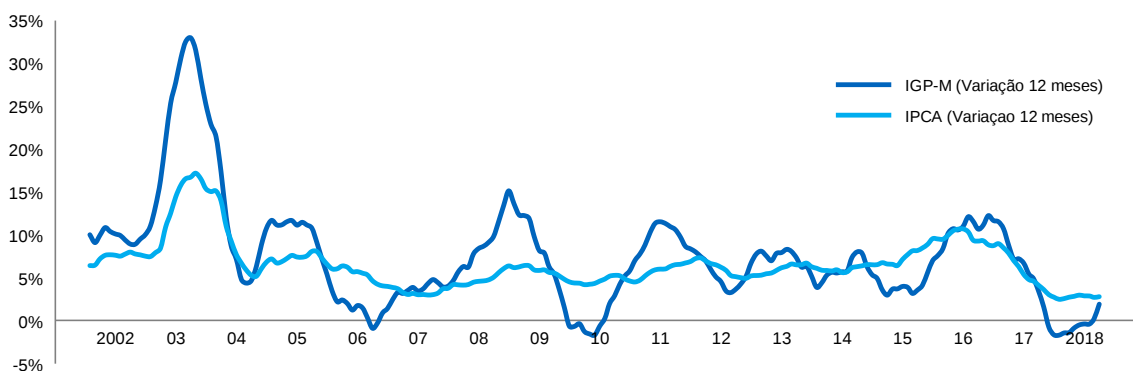
Quadro 4 - Expectativas de mercado; fonte: BOLETIM FOCUS, Outubro de 2018.

Expectativas	2018	2019	2020	2021
IPCA	4,4%	4,2%	4,0%	4,0%
PIB	1,3%	2,5%	2,5%	2,5%
Câmbio (FX)	3,89	3,83	3,75	3,86
Taxa Selic	6,5%	8,0%	8,4%	8,0%
IGP-M	9,6%	4,5%	4,1%	4,0%

O Índice de preços ao Consumidor (IPCA) e o Índice Geral de Preços ao Mercado (IGP-M) têm como objetivo medir a inflação de um determinado período. O primeiro é divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e mede a inflação de um conjunto de produtos e serviços comercializados no varejo, de acordo a definição da própria instituição. Essa métrica é utilizada por analistas para arbitrar o crescimento de despesas e receitas pelo aumento de preço dos produtos. O segundo indicador é divulgado pela Fundação Getúlio Vargas e é utilizado como indexador de contratos de aluguéis.

O Gráfico 10 mostra a evolução desses indicadores durante os anos de 2002 a 2018.

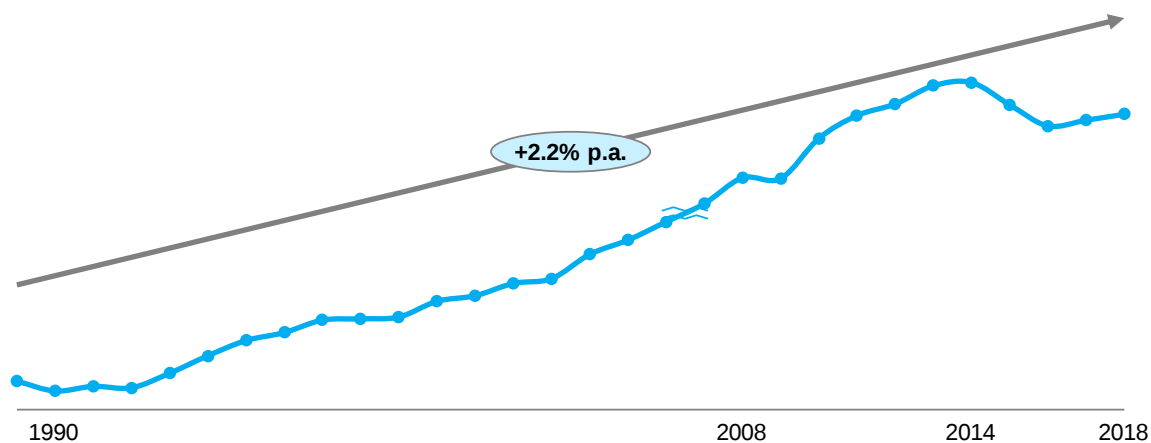
Gráfico 10 - Evolução do IPCA e IGP-M. Fonte: FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, Outubro, 2018.



Já o Produto Interno Bruto (PIB) indica o crescimento de uma economia e representa a soma, em valores monetários, de todos os bens e serviços finais produzidos numa determinada região (e.g.: país, estados, cidades), durante um determinado período de tempo (e.g.: mês, trimestre, semestre, ano).

O PIB é um dos indicadores mais utilizados na macroeconomia, e tem o objetivo principal de mensurar a atividade econômica de uma região. Na contagem do PIB, considera-se apenas bens e serviços finais, excluindo da conta todos os bens de consumo intermediários. No entanto, para analisar o comportamento do PIB de um país é preciso diferenciar o PIB nominal do PIB real: enquanto o primeiro calcula a preços correntes, ou seja, no ano em que o produto foi produzido e comercializado, o segundo é calculado a preços constantes, onde é escolhido um ano-base para eliminar o efeito da inflação. Assim, o PIB real é o mais indicado para análises. O Gráfico 11 mostra a evolução do PIB real brasileiro entre o período 1990 e 2018.

Gráfico 11 - Evolução do PIB real; fonte: BANCO MUNDIAL, 2018.



3. Estudo de caso: Grupo Carrefour Brasil

3.1. A Companhia

O Carrefour Brasil é o principal varejista de produtos de alimentos no Brasil, sendo o líder indiscutível no segmento de *cash & carry*⁸ (C&C). A empresa iniciou suas operações no país em 1975, com sua primeira unidade de hipermercados em São Paulo. Depois de algumas décadas focado em expandir sua cadeia de hipermercados, o Carrefour mergulhou no formato de atacado e C&C ao adquirir o Atacadão. Posteriormente, lançou uma empresa de soluções financeiras em uma *joint venture* com o Itaú: Carrefour Soluções Financeiras. Em 2014, o escritório da família Abílio Diniz, Península Participações, adquiriu uma participação relevante da empresa, agregando *know-how* relevante do mercado de varejo local. O Carrefour então começou a diversificar suas operações de varejo, explorando novos formatos de lojas e expandindo para o comércio eletrônico.

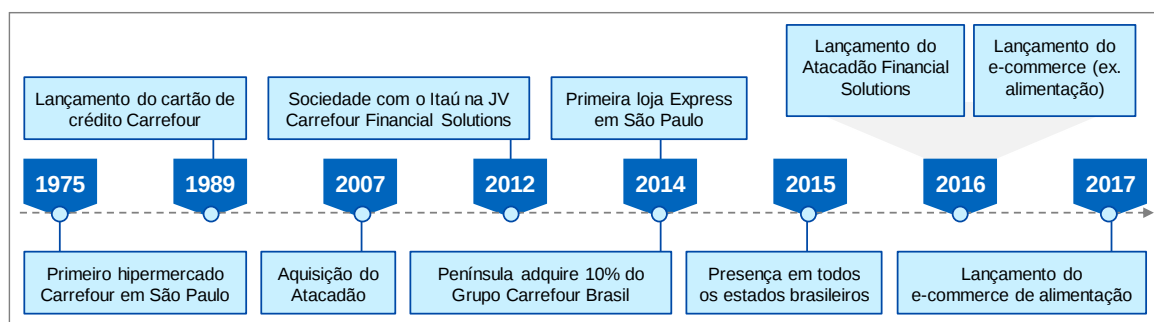


Figura 3 - timeline do Grupo Carrefour Brasil; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.

Quanto a estrutura de plano de negócio da companhia, o CRFB opera um modelo de negócio dual - bastante focado em C&C e varejo - e multiformato (bandeiras e proposições de lojas diferentes, conforme a Figura 3). Em relação a canais, serve como B2C e B2B⁹ e vem agregando

⁸ *Cash & Carry*: também conhecido como atacado de autosserviço ou ainda *atacarejo*, designa um sistema comercial de livre serviço, onde o ponto de venda oferece um modelo de negócios híbrido, voltado tanto para o comprador profissional (transformadores e pequenos varejistas) como para o consumidor final. Este modelo tem especiais vantagens para os pequenos comerciantes, transformadores e grupos profissionais que isoladamente têm pouco poder de negociação junto aos fabricantes e distribuidores. O princípio do *Cash & Carry* é que o próprio cliente escolha o produto diretamente nas prateleiras, comprando-o e levando-o com ele, evitando assim os custos com vendedores, com transportes e com diversos tipos de serviços não essenciais.

⁹ *Business-to-business*, também conhecido como *B to B* ou B2B, se refere a transações conduzidas entre companhias. Por outro lado, uma *business-to-consumer*, ou *B to C* ou B2C, se refere a transações diretamente entre uma companhia e os consumidores finais de tal produto ou serviço. O modelo B2C é muito diferente de um modelo B2B a medida que o termo ficou muito popular durante o *boom* da Internet no fim da década de 1990, quando era usado especialmente para se referir a varejistas online, bem como a empresas que vendiam produtos e serviços por meio de um meio digital. Existe ainda o termo B2G, ou *business-to-government*, em que uma das partes necessariamente é relacionada ao governo.

estratégias *omnichannel*¹⁰. Enquanto o Atacadão atrai pessoas de baixa renda devido à sua proposta de valor (via C&C) e pequenas e médias empresas (atacadistas ou Pequenas e Médias Empresas - PMEs), a rede de varejo Carrefour tem como objetivo atender às diferentes necessidades dos consumidores brasileiros com seus quatro formatos diferentes: hipermercados, supermercados, supermercados compactos e lojas de conveniência. Além disso, a empresa possui postos de combustíveis e drogarias, principalmente próximos ou dentro de seus hipermercados, que servem como canal de venda cruzada e como forma de fidelizar os clientes.

Enquanto isso, sua divisão de serviços financeiros - Carrefour Soluções Financeiras, ou CSF - na qual a empresa detém uma participação de 51%, é a maior operadora de financiamento ao consumidor dentro de varejistas no Brasil, focada na emissão de cartões de crédito. Como os cartões são *co-branded* (principalmente sob a bandeira da Mastercard), eles podem ser usados dentro e fora das lojas do Carrefour, aprimorando o apelo do negócio de varejo e, ao mesmo tempo, apoiando a geração de fluxo de caixa por meio de juros. A parceria com um renomado *player* financeiro como o Itaú proporciona profunda *expertise* no negócio e também garante que irá operar de forma rentável.

Além disso, a empresa também possui um braço imobiliário, o Carrefour Property Division. Este veículo possui e gerencia propriedades alugadas a terceiros. Como será visto mais adiante, diferentemente de seus pares, o CRFB detém uma grande parte dos imóveis de seus pontos de venda.

No

Quadro 5 encontra-se um resumo sobre a atuação do CRFB em relação ao seu portfólio de negócios.

¹⁰ *Omnichannel* é uma tendência que se baseia na convergência de todos os canais utilizados por uma empresa. Trata-se da possibilidade de fazer com que o consumidor não veja diferença entre o mundo *online* e o *offline*. Integra lojas físicas, virtuais e compradores, podendo explorar todas as possibilidades de interação. Essa tendência é uma evolução do conceito de multicanal, pois foca na experiência do consumidor nos canais existentes de uma determinada marca. Como exemplo, há os aplicativos móveis, que combinam o layout do site com a temática interna das lojas físicas. Por meio da integração de canais, o consumidor satisfaz suas necessidades onde e quando desejar, no momento mais confortável para ele, não havendo restrições de local, horário ou meio.

Quadro 5 - Resumo do portfólio multiformato de negócios do CRFB; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.

							
Proposta de Valor	Preço	Variedade	Proximidade	Proximidade, conveniência	Conveniência	E-commerce	Complementos
Formato	Cash & Carry e atacado	Hiper	Super	Super compacto	Conveniência	Digital	Posto de gasolina, drogaria
Plataforma alvo	Preços de atacado para todos	Variedade por um preço competitivo	Opção de comida perto de casa, foco em mercearia	Opção de comida perto de casa, foco em mercearia	Necessidades diárias essenciais	Maior variedade a qualquer hora, lugar e dispositivo	Otimizar a venda cruzada e fidelização
# de SKUs	Até 8.600 em C&C, 3.200 no atacado	Até 41.000	Até 20.000	Até 7.000	Até 4.500	Até 200.000	-
Média de Área de loja (m²)	6.400	7.100	1.500	500	190	-	-
# lojas (1Q2018)	150 C&C, 23 atacado	103	40	1	119	-	76 postos de gasolina, 126 drogarias
Localização foco	Principais cidades	Principais cidades	Áreas residenciais	Áreas residenciais verticalizadas	Áreas comerciais	Online	Principais cidades

Durante seus anos no mercado brasileiro, o Carrefour apresentou um forte histórico de crescimento e expansão. A empresa passou a ter presença nacional, sendo o primeiro varejista de alimentos a ter lojas em todos os estados brasileiros. Eles estimam que sua cadeia de lojas cubra até 40% das cidades brasileiras e até 70% de sua população, o que indica tanto que suas marcas têm forte presença no mercado quanto que ainda há espaço para mais crescimento.

Desde sua entrada no segmento de *Cash & Carry*, em 2007, com a aquisição do Atacadão, a empresa inaugurou mais de uma centena de novas lojas, o que levou a um forte crescimento nas vendas e expandiu sua capilaridade geográfica, saindo de 9 estados em que estava presente e alcançando hoje todos os 26 estados mais o Distrito Federal, conforme ilustrado na Figura 4.

Isso colocou o Atacadão como o principal ativo do Carrefour, que gera mais de 60% da receita líquida e do EBITDA da empresa (será analisado em mais profundidade adiante), de forma a aproximar cada vez mais seu lucro bruto com o da operação varejo, vide Gráfico 12. Olhando para o futuro, o segmento é mais proeminente para crescer e deve impulsionar os resultados da empresa com base na mudança de hábitos de consumo e na expansão geográfica.

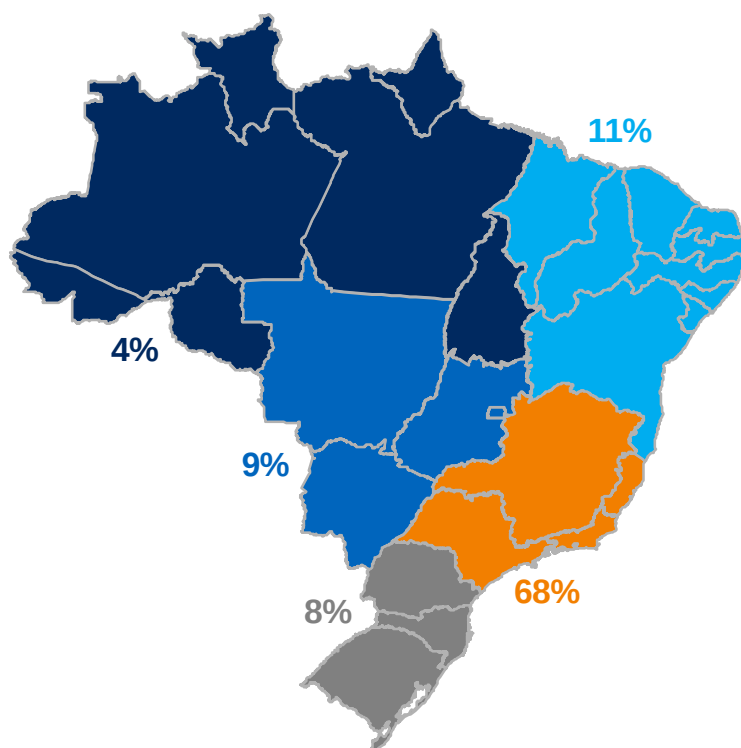
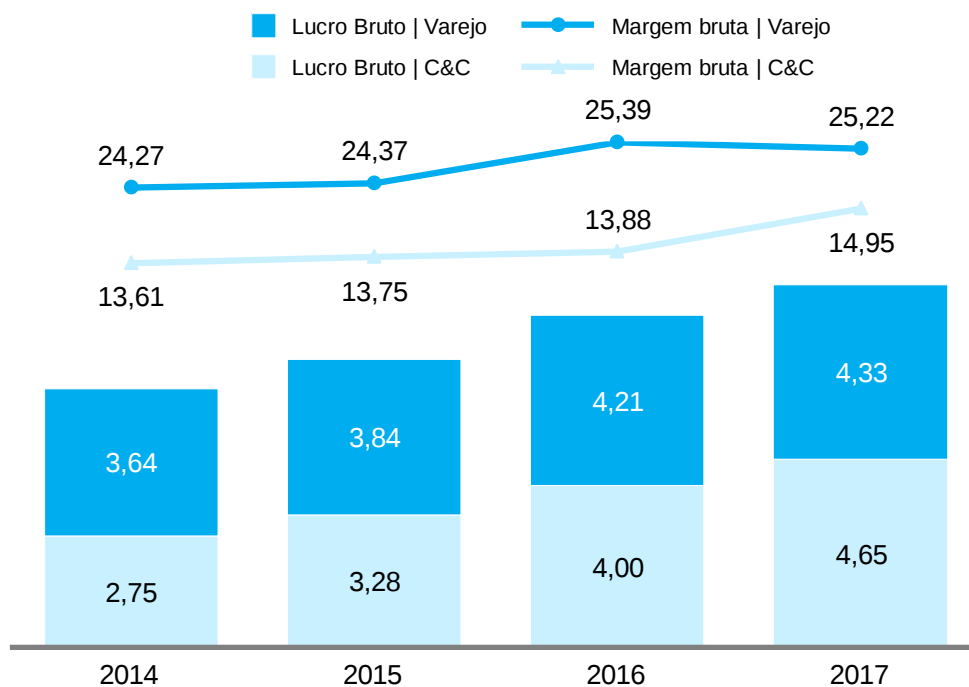


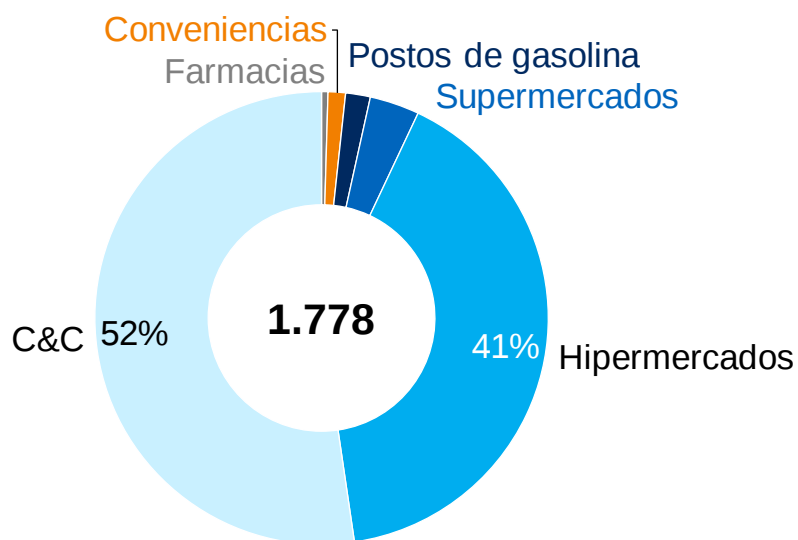
Figura 4 - Distribuição geográfica de lojas do Carrefour por região, em 2017; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.

Gráfico 12 - Evolução do lucro bruto e margens brutas por segmento do CRFB3, em R\$ bilhões e %, respectivamente; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.



Ao fim de 2017, as lojas Atacadão representavam mais de 52% da área total de vendas do CRFB, seguidas pelas lojas de hipermercados com 41%, enquanto os supermercados e lojas de conveniência somavam cerca de 5% - conforme o Gráfico 13.

Gráfico 13 - Quebra de área de lojas do CRFB3 entre os segmentos, em 2017; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.



De 2014 a 2017, a receita líquida do grupo cresceu a um CAGR de 11%, em a EBITDA houve um crescimento de 13,6% CAGR, enquanto os lucros líquidos alcançaram quase 45% de CAGR – vide Gráfico 14, Gráfico 15 e Gráfico 16.

Gráfico 14 - Evolução da Receita Líquida por segmentos do CRFB3, em R\$ bilhões; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.

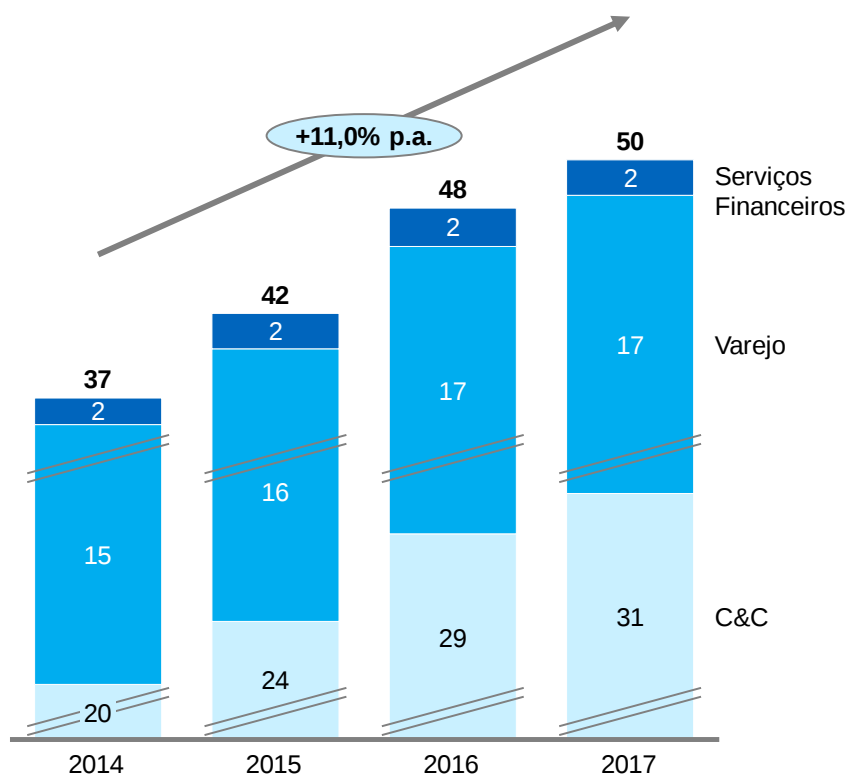


Gráfico 15 - Evolução do EBITDA ajustado por segmento do CRFB3, em R\$ milhões; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.

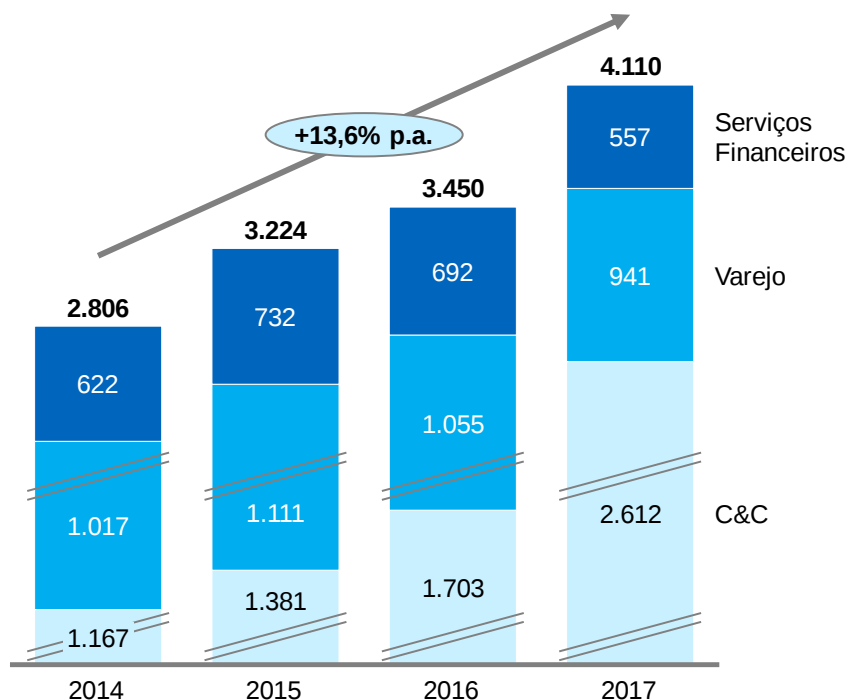
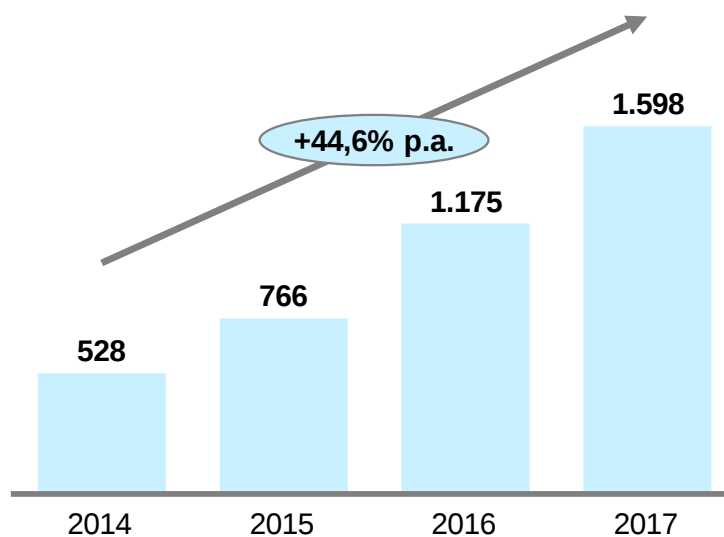


Gráfico 16 - Evolução do Lucro Líquido do CRFB3, em R\$ milhões; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017.



Quanto à estrutura de acionistas do Carrefour, a empresa é controlada por sua controladora francesa Carrefour SA (parte da participação por meio de sua subsidiária holandesa) com uma participação total de mais de 70%, enquanto seu segundo grande acionista é a Península

Participações, um escritório familiar de Abílio Diniz, com mais de 11%. Todo o resto do capital social conta como *free float*¹¹.

A estrutura corporativa da empresa é um dos seus principais pontos fortes. Por um lado, o CRFB se beneficia da experiência global de varejo do Carrefour Group. Como as operações brasileiras são muito relevantes para os resultados gerais do grupo, fica claro que eles pretendem operá-lo da maneira mais lucrativa possível. Por outro lado, a Península proporciona um grande conhecimento do mercado brasileiro, em grande parte porque o Sr. Abílio era um ex-CEO e presidente do Grupo Pão de Açúcar, principal concorrente do Carrefour no país.

A estrutura societária do Carrefour é ilustrada no organograma do Quadro 6.

Quadro 6 - Estrutura societária do Grupo Carrefour Brasil em 2018; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2018.



¹¹ *Free-float* são todas as ações emitidas por uma companhia, excetuadas as ações detidas pelo Acionista Controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia, aquelas em tesouraria e preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados e sejam intransferíveis e de propriedade exclusiva do ente desestatizante. Em outras palavras, representa as ações livres e disponíveis para negociação em bolsa.

3.2. Análise Qualitativa

Conforme mencionado anteriormente, a companhia apresenta alto grau de imobilização de capital em ativos de *Real Estate*, sendo proprietária de um volume expressivo de ativos imobiliário: mais de 20% de seus ativos totais são ativos imobilizados do grupo, conforme mostrado na Tabela 1.

Tabela 1 - Composição dos ativos imobilizados do Grupo Carrefour Brasil; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2018.

	2014	2015	2016	2017
Terrenos	1.712	1.868	1.956	1.992
Edifícios	3.381	3.831	4.456	5.072
Outros	1.850	2.218	2.529	2.533
Total de Ativos Imobilizados	6.943	7.917	8.941	9.597
Total de Ativos	21.581	26.041	28.328	33.878
	23,6%	21,9%	22,6%	20,9%

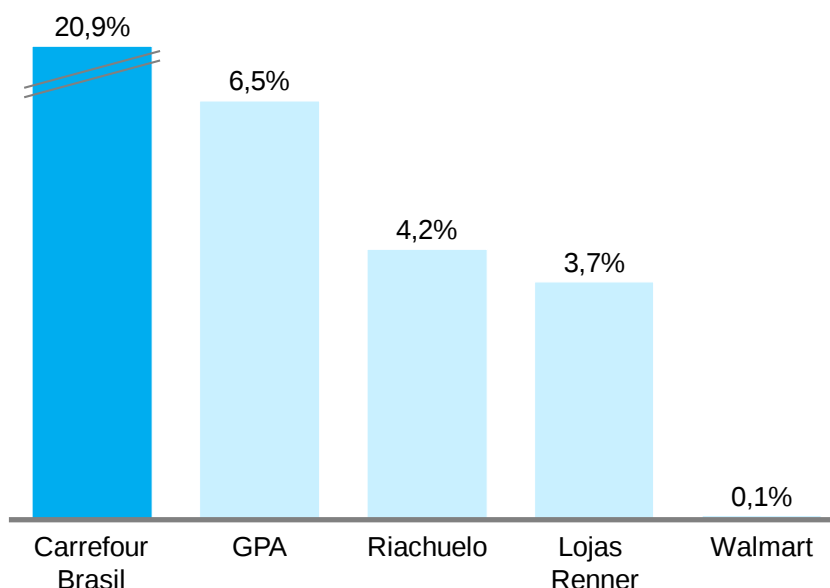
Os ativos imobilizados são formados pelo conjunto de bens necessários à manutenção das atividades da empresa, caracterizados por apresentar-se na forma tangível (e.g.: edifícios, máquinas, etc.) abrangendo também os custos das benfeitorias realizadas em bens locados ou arrendados (são classificados ainda, no imobilizado, os recursos aplicados ou já destinados à aquisição de bens de natureza tangível, mesmo que ainda não em operação, tais como construções em andamento, adiantamentos para aquisição de bens em consórcio, importações em andamento, entre outros). Eles dividem-se entre ativo imobilizado bruto ou líquido, considerando-se neste último a depreciação acumulada.

A depreciação corresponde ao encargo periódico que determinados bens sofrem, por uso, obsolescência ou desgaste natural, e é calculada a partir de uma taxa anual de depreciação, fixada em função de determinado prazo durante o qual se possa esperar utilização econômica. Sua contabilização no Balanço Patrimonial da empresa se dá como custo ou despesa operacional, e começa quando o item está em condições de operar na forma pretendida pela administração, cessando-se quando o ativo é baixado ou transferido do imobilizado. Uma vez que o ativo atinge sua depreciação total, não possui mais benefício fiscal.

Assim, se comparado com os *players* do mesmo setor, a fração imobilizada líquida de tais ativos como porcentagem do ativo total do Grupo Carrefour é bastante relevante, uma vez que fica

bastante à frente do segundo colocado, o Grupo Pão de Açúcar, com 7%. Estes *benchmarks* podem ser analisados no Gráfico 17.

Gráfico 17 - Imobilização Líquida em Real Estate das empresas do setor; fontes: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2017, GPA RELAÇÕES COM INVESTIDORES, 2017, GUARARAPES CONFECÇÕES S/A, 2017, LOJAS RENNER SA, 2017, WALMART, 2017.



Estes ativos imobiliários consistem em terrenos e edifícios, os quais estão listados na Tabela 11Tabela 11, no Anexo, todos os ativos imobiliários da companhia com a respectiva metragem de loja, bem como se é próprio ou alugado. Em resumo, a distribuição entre imóveis alugados e próprios, por região brasileira encontra-se resumida no Quadro 7.

Quadro 7 - Quebra a área de ativos imobiliários do CRFB3 pelas regiões brasileiras; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2018.

Regiões	Alugado		Próprio		Total
Centro-Oeste	285.305	2%	1.097.915	8%	1.383.220
Nordeste	303.000	2%	2.181.424	16%	2.484.424
Norte	143.410	1%	543.216	4%	686.626
Sudeste	1.432.422	11%	5.895.697	44%	7.328.119
Sul	337.149	3%	1.156.102	9%	1.493.251
Total	2.501.287	19%	10.874.354	81%	13.375.641

Ao se analisar a operação de SLB nestes imóveis, deve-se, entretanto, entender que o resultado financeiro não é o único condicionante para a tomada de decisão. Do ponto de vista estratégico, a importância da propriedade para o desempenho das atividades da corporação pode significar um veto a desmobilização dado o risco de renegociação com o proprietário.

Segundo GREGÓRIO (2010), deve-se avaliar o impacto destes ativos para o negócio principal. Isto pode ser feito classificando-se as propriedades consideradas críticas para o *core business* das não críticas, mas também necessárias para o suporte e bom funcionamento das atividades desenvolvidas. O Quadro 8 ilustra o grau de importância da propriedade para as atividades fins e operacional.

Quadro 8 - Grau de importância da propriedade para as atividades desenvolvidas; fonte: GREGÓRIO, 2010.

Propriedades Rurais Mineração	Varejo Lazer	Escritórios Educação	Centros de Distribuição Armazéns
Essencial pela dependência direta	Importantes pela dependência direta	Significativo, mas dependência indireta	Periférico e com pouca relação

Grau de importância da propriedade para a atividade operacional nela executada

Quanto maior a dependência da propriedade para as atividades operacionais lá executadas ocorrerem, maior é a importância do ativo de *Real Estate* para a companhia, e a posse de imóveis se torna um recurso estratégico (localização, logística, dimensão, etc.). Assim, quanto mais as atividades dependem do lugar onde acontecem, maior é a importância do mesmo para a corporação.

No caso do Carrefour, os imóveis são bastante relevantes para o desenvolvimento das atividades operacionais, uma vez que os consumidores e clientes da empresa gozam do espaço para comprarem os produtos lá oferecidos. Além disso, a localização das lojas em pontos estratégicos e atrativos para consumidores alvos contribui mais ainda para a dependência do imóvel para a companhia. Não apenas de lojas, mas o Carrefour também depende de centros de distribuição e logística, os quais são periféricos e têm pouca relação direta para o negócio principal da empresa. A propriedade acaba sendo uma “estrutura de proteção” para os recursos utilizados nas atividades fins.

Cabe ainda, nesse sentido, a discussão da relevância de se possuir centros de distribuição e logística bem localizados na cidade, por exemplo, em alternativa a localizações periféricas, normalmente em estradas e/ou cidades vizinhas aos polos atrativos. Esse viés existe pois boa localização é comumente associada com facilidade de acesso às vias principais de escoamento dos produtos para as várias lojas, o que facilita a logística de operações.

Por fim, GREGÓRIO (2010) aborda as vantagens e desvantagens da desmobilização patrimonial no aspecto operacional, conforme enumerado abaixo:

- (i) Com a venda dos ativos de *Real Estate* há uma garantia de permanência do inquilino no imóvel caso o mesmo tenha o direito de renovatória compulsória, além de que o risco de desocupação ao fim do contrato tem pouca expressão. Isso acontece pois ambas as partes, locatário e proprietário, utilizam de mecanismos que garantam relações bilaterais que proporcionam benefícios e proteções. No entanto, a flexibilidade de mudanças durante o ciclo operacional, em curto e médio prazos, é comprometida, já que tais contratos de SLB são atípicos, dado os maiores prazos de duração;
- (ii) A curto e médio prazo, o espaço continua a atender as especificações técnicas e as necessidades para a continuidade das operações da companhia. Porém, há o risco de obsolescência do imóvel, inclusive a redução do controle operacional do espaço durante o uso, pois podem haver restrições quanto às intervenções permitidas para novas especificações necessárias, em geral, aquelas que agregam valor à operação;
- (iii) Há a manutenção da tradução da identidade corporativa (marca), tanto interna quanto externa. Segundo GIBSON e LOUARGAND (2002), não se preocupar com a tradução da imagem da corporação por meio dos imóveis ocupados pode minar gradativamente a marca e reduzir o valor da corporação. Os imóveis da corporação apresentam próxima interface com seus clientes e consumidores. Isto não se limita ao setor de varejo e lazer. Nos escritórios de uma empresa, independente do seu setor de atuação, ocorrem os principais encontros com clientes e prestadores de serviço. O espaço que reflete a imagem da corporação transmite uma mensagem para os visitantes e clientes e, feito de forma efetiva, pode resultar em geração de valor agregado para a corporação;
- (iv) Com a desmobilização patrimonial a empresa continua operando normalmente, mas com capital incorporado da venda destes ativos (alavancagem de recursos) pode

haver melhorias nos processos e atividades operacionais do *core business* da empresa.

É importante ressaltar ainda a importância do alinhamento desta tomada de decisão com o planejamento estratégico da companhia. Se analisado do ponto de vista do modelo de negócio da companhia, reter certos imóveis pode ser a ação que a empresa opte por tomar mesmo que isso infira em menor geração de caixa, dado o risco operacional que a desmobilização traz. Assim, a definição do apetite de risco e a calibragem entre risco e retorno dentro do contexto da desmobilização deve ser abordado.

Para fins deste Trabalho será considerado que, dado a pulverização de lojas e negócios distribuídos geograficamente, nenhuma delas tem um viés estratégico tão destacado e, assim, não impõe nenhum empecilho para a operação de SLB. Sendo assim, para efeitos de análise e estudo do Trabalho, a segregação dos ativos imobiliários acontecerá em todos os ativos.

Por fim, cabe-se ainda a discussão acerca do futuro do setor do varejo, o que acaba influenciando nas perspectivas decisórias de seus líderes. Deve-se ser levado em consideração que o setor de varejo alimentício está sob forte pressão, seja do ponto de vista da concorrência, que segundo HERRING (2017), aumentou consideravelmente em muitos mercados, mas também sob a ótica de novas tecnologias. Hoje, uma proliferação de oferta de diferentes formatos tomou espaço, o que significa que os clientes têm mais opções de onde comprar, levando à fragmentação de onde comprem. Para efeitos de análise e estudo do Trabalho, uma vez que este não é o objetivo desta dissertação, tal alteração comportamental dos consumidores será apenas pontuada.

3.3. Análise Quantitativa

Definidos os indicadores financeiros e exposto a operação em termos qualitativos, o último passo da análise apresentada nesse Trabalho será quantificar o desempenho financeiro da decisão de desmobilizar o capital em ativos de *Real Estate* a partir de cenários apresentados nessa seção.

Serão apresentados três cenários:

- (i) Cenário 1: consiste na projeção da estrutura atual da companhia, i.e., nenhuma proposta de desmobilização será incorporada no modelo;
- (ii) Cenário 2: considera a transferência do portfólio de *Real Estate* da companhia para um ambiente de SPE-LP, que alugará os imóveis para a Companhia;
- (iii) Cenário 3: considera a transferência do portfólio de *Real Estate* da companhia para um ambiente de FII, que alugará os imóveis para a Companhia após a venda total da posição imobiliária via mercado de capitais.

Propõe-se uma análise relativa, ou seja, os resultados obtidos serão comparados com a estrutura atual da empresa (Cenário 1) que, como já observado, possui grande alocação de capital em ativos reais.

É importante lembrar que os modelos são baseados em projeções financeiras e, portanto, são dependentes das premissas adotadas. Deve-se considerar também que os resultados aqui obtidos dependem do modelo tributário nacional estabelecido em 2018, de forma que uma das premissas adotadas durante todo o Trabalho é a manutenção do atual modelo tributário, mas que está sujeito a mudanças ao longo do tempo e tais mudanças possivelmente alterarão os resultados.

3.3.1. Cenário 1: Estrutura Atual

O Cenário 1 consiste na projeção financeira do Grupo Carrefour a partir da estrutura atual da empresa, ou seja, nenhum tipo de desmobilização é incorporado nesse caso. Esse cenário será utilizado como base para comparações com as propostas de desmobilização ao longo desse capítulo.

As premissas necessárias para a construção do modelo relativo a operação varejo são:

- (i) a receita líquida da empresa cresce à inflação, arbitrado pelo IPCA, reflexo no repasse de preços, e pelo crescimento de volume, arbitrado pelo crescimento do PIB;
- (ii) a margem bruta se comportará igual ao último ano reportado (2017);
- (iii) as despesas com vendas, gerais e administrativas crescem com o IPCA;
- (iv) o imposto de Renda e Contribuição Social somam 34,0%;
- (v) a taxa de atratividade arbitrada será de 12,0%;
- (vi) foi assumido um ciclo operacional de 20 anos para o cálculo do *valuation*.

Definidos os parâmetro de entrada do modelo, os indicadores financeiros da companhia estão expostos na

Tabela 2. Nesse cenário, o *valuation* obtido foi de R\$ 20,307 bilhões, conforme detalhado no Anexo “5.2.1. Cenário 1: Estrutura Atual”.

Gráfico 18 - Valuation do Cenário 2 em comparação com o Cenário 1, valores em R\$ milhões; fonte: análise da equipe.

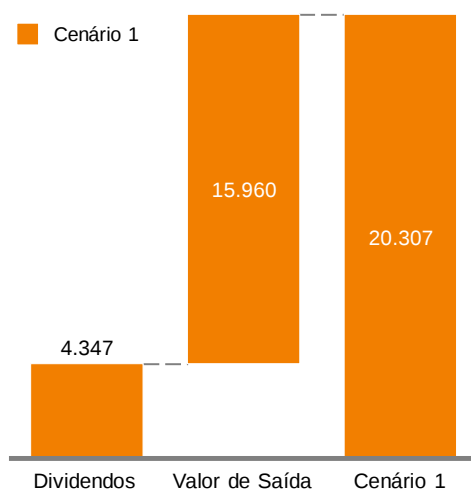


Tabela 2 - Indicadores obtidos no Valuation do Cenário 1, valores em R\$ milhões, % ou razão; fonte: análise da equipe.

INDICADORES	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Lucro Líquido	622	987	1.364	1.713	2.039	2.197
Patrimônio Líquido	13.140	6.108	7.031	8.449	13.140	14.160
NOPAT	1.100	1.507	1.753	2.049	2.260	2.481
IC	11.144	12.283	13.187	13.720	14.985	16.334
ROE		15,0%	17,6%	15,9%	14,9%	14,9%
ROIC		12,9%	13,8%	15,2%	15,7%	15,8%
ILC	0,90x	1,10x	1,03x	1,03x	1,02x	1,01x
Dívida sobre PL	94,7%	108,1%	84,3%	50,4%	46,8%	43,4%

3.3.2. Cenário 2: Sociedade de Propósito Específico – Lucro Presumido

Como destacado anteriormente, a alocação de capital em ativos reais também possui vantagens. Do lado contábil, a depreciação do ativo imobilizado incide como despesas dedutíveis de imposto de renda e contribuição social e, portanto, oferece benefício fiscal.

Uma maneira de se obter tal benefício é abordada por GREGÓRIO (2017) e consiste na segregação do portfólio de *Real Estate* em uma SPE-LP. O trabalho desenvolvido nessa seção busca quantificar a geração de valor para o acionista a partir dessa nova estrutura.

No Brasil, empresas enquadradas em uma SPE-LP são tributadas em cima da base de receita. Essa estrutura assume uma margem de lucro de 32,0% que será tributada em uma alíquota de imposto de renda de 34,0% além de uma parcela de Programa de Integração Social (PIS) e Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS) de 3,65%. No consolidado, a alíquota efetiva é de 14,53% sobre a receita.

Por outro lado, a operação varejo da companhia é tributada no regime de lucro real, ou seja, possui uma alíquota de imposto de renda e contribuição social efetiva de 34,0% incidente sobre o lucro líquido do período.

Uma prática comum entre as empresas brasileiras consiste em transferir o portfólio de ativos imobiliários para uma SPE-LP sem abrir mão do controle da nova empresa. Dessa maneira, a operação principal da empresa fica responsável pelo pagamento de aluguel à empresa detentora dos ativos imobiliários, criando uma despesa dedutível de impostos de renda e contribuição social. Ao manter o controle da SPE-LP, a empresa possui direitos sobre os lucros de tal, que, por sua vez, será tributada em um regime diferenciado, reduzindo o imposto efetivo do conjunto de empresas. Como exemplo, a Lojas Renner reportou, em 2017, uma estrutura semelhante a partir da empresa controlada Dromegon, responsável pela administração de uma parcela dos imóveis utilizados na operação varejo da companhia.

O modelo a seguir projeta a transferência do portfólio de *Real Estate* do Grupo Carrefour Brasil para um ambiente SPE-LP no qual a empresa é controladora e, portanto, tem direitos sobre o lucro do período dessa nova empresa. Os números apresentados estão na base R\$ milhões, a menos que informado pontualmente.

Foram utilizadas as seguintes premissas iniciais, ilustradas na Tabela 3:

- (i) Para fins de simplificação, foi considerada a transferência de todo o portfólio de imóveis da empresa para o ambiente SPE-LP;
- (ii) Em 2018, ano de transferência do portfólio para esse novo ambiente, o aluguel foi arbitrado em 2,0% sobre a receita total projetada para 2018 – número observado em uma transação semelhante de uma empresa do mesmo setor;
- (iii) O Imposto sobre Transmissão de Bens Imóveis (ITBI) foi definido como 3,0% do valor venal do portfólio, calculado como duas vezes o valor apresentado nos livros (*price-to-book*).

Tabela 3 - Premissas utilizadas na modelagem do Cenário 2; fonte: análise da equipe.

PREMISSAS DE PORTFÓLIO	
Área de vendas (m ²)	1.721.000
Terrenos (R\$ mil)	1.992
Edifícios (R\$ mil)	5.072
Total (R\$ mil)	7.064
Valor Venal (R\$ mil)	14.128
<i>Price-to-Book</i>	2,0x
PREMISSAS DE ALUGUEL	
Receita Projetada (R\$ mil)	53.147
Despesas com aluguel (R\$ mil)	1.063
% da receita	2,0%
Aluguel Mensal (R\$/m ²)	51,50
PREMISSAS DE CUSTOS DE TRANSAÇÃO	
ITBI	424
Taxa	3,0%

Além das premissas iniciais de transferência do portfólio, foi necessário a determinação de outras premissas operacionais para a construção do modelo para avaliação financeira da proposta, tais como:

- (i) Foi assumido que não haverá novas transferências de imóveis para a SPE-LP;
- (ii) O aluguel mensal de R\$ 51,50 por metro quadrado em 2018 é reajustado pelo IGP-M, arbitrado pela média do consenso das projeções de mercado;

(iii) As despesas administrativas da SPE-LP são arbitradas como sendo 3,0% da receita dos aluguéis.

A modelagem detalhada se encontra nas tabelas Anexo “5.2.2. Cenário 2: Sociedade de Propósito Específico – Lucro Presumido”.

Como a geração de valor a partir dessa situação é proveniente de um benefício fiscal, uma primeira análise do modelo consiste em quantificar a taxa de imposto de renda e contribuição social efetiva para o grupo de empresas.

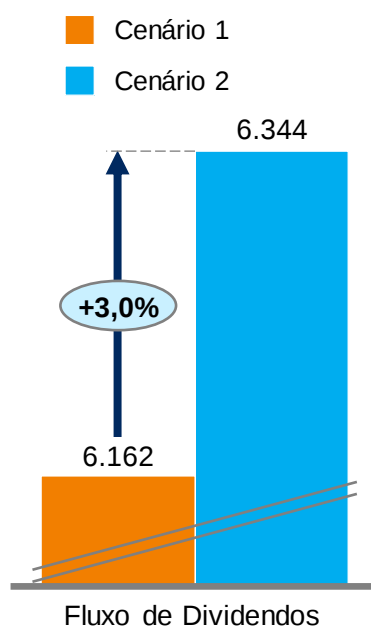
Tabela 4 - Imposto efetivo do Cenário 2 e comparação com o Cenário 1; fonte: análise da equipe.

CONSOLIDADO (R\$ milhões)	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBITDA - Operação Varejo	3.761	3.012	3.414	3.852	4.327	4.842
EBITDA - SPE-LP	-	618	1.088	1.132	1.177	1.224
(=) EBITDA	3.761	3.630	4.503	4.984	5.504	6.066
(-) Depreciação e Amortização	(657)	(651)	(766)	(879)	(996)	(1.116)
(+) Resultado Financeiro	(660)	(334)	(442)	(456)	(462)	(461)
(=) Lucro Antes de Impostos	2.444	2.645	3.295	3.649	4.046	4.489
IR & CS - Operação Varejo	(731)	(732)	(793)	(899)	(1.018)	(1.153)
IR & CS - SPE-LP	-	(154)	(161)	(168)	(175)	(182)
(=) IR & CS	(731)	(887)	(955)	(1.067)	(1.193)	(1.335)
Taxa Efetiva - Cenário 2	29,9%	33,5%	29,0%	29,2%	29,5%	29,7%
Taxa Efetiva - Cenário 1	29,9%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
Diferença	0,0%	-0,5%	-5,0%	-4,8%	-4,5%	-4,3%

Conforme analisado na Tabela 4, o benefício fiscal é reduzido no primeiro ano (2018) devido o pagamento do ITBI. Como no ambiente SPE-LP o imposto é tributado na forma de lucro presumido, despesas não têm o efeito de diminuir a base tributável como visto em um ambiente de lucro real. Contudo, a taxa efetiva no consolidado é 0,5, 5,0, 4,8, 4,5 e 4,3 pontos percentuais menor nos anos de 2018, 2019, 2020, 2021 e 2022, respectivamente, em relação à taxa efetiva do cenário 1 (arbitrada em 34%).

Em termos financeiros, o ganho para o acionista, quantificado na forma do fluxo de dividendos, é sintetizado no Gráfico 19. Vale notar que há um ganho de valor de 3,0% entre os Cenários 1 e 2 se considerado apenas o fluxo de dividendos.

Gráfico 19 - Fluxo de dividendos para acionistas no Cenário 1; fonte: análise da equipe.

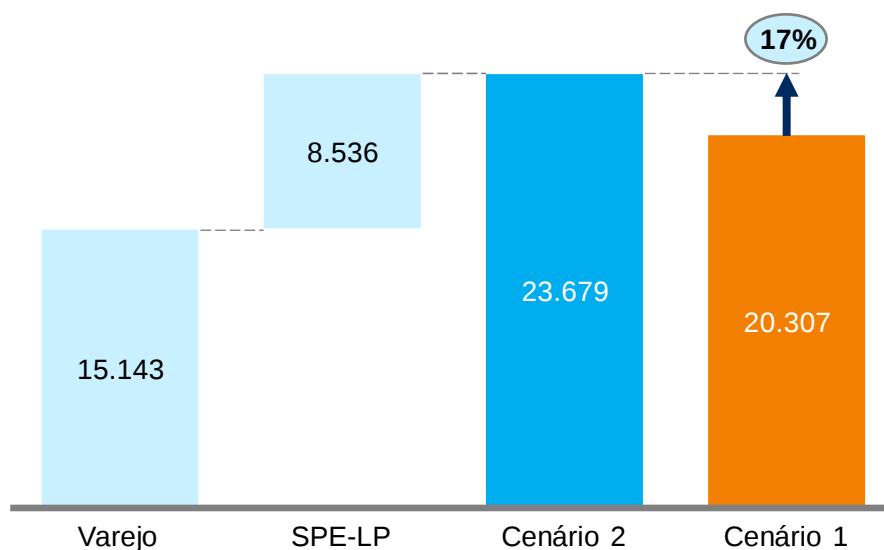


De posse do fluxo de dividendos, pode-se determinar o valor intrínseco relativo a esse conjunto de empresas. É importante que o fluxo de caixa de cada operação seja descontado a uma taxa adequada ao seu perfil de risco, ou seja, investimentos mais arriscados devem ser remunerados a uma taxa superior (DAMODARAN, 2002). Segundo JONES LANG LASALLE (2018), a operação de ativos imobiliários possui fluxos relativamente previsíveis e, portanto, possui menor risco quando comparados a uma operação de varejo. Como consequência, a taxa de atratividade para um investimento em *Real Estate* deve ser menor.

Em linha a afirmação anterior, o modelo assume uma taxa de atratividade de 8% para o fluxo de caixa gerado pela SPE-LP e 12% para a Operação Varejo.

O Gráfico 20 resume o *valuation* das partes e o *fair value* para o Cenário 2. Na comparação com o Cenário 1, tem-se geração de valor de R\$ 3,3 bilhões, ou 17%.

Gráfico 20 - Valuation do Cenário 2 em comparação com o Cenário 1, valores em R\$ milhões; fonte: análise da equipe.



Os indicadores financeiros do Cenário 2 estão expostos na Tabela 5. É importante ressaltar que o ano de 2018 incorpora itens não recorrentes relativos a transferência do portfólio como, por exemplo, o pagamento do ITBI. Esse fato explica a piora dos indicadores de rentabilidade no ano em questão. No entanto, a partir do estabelecimento de regime, nota-se a considerável mudança nos indicadores.

Tabela 5 - Indicadores obtidos no valuation do Cenário 2, valores em R\$ milhões, % e razão; fonte: análise da equipe.

INDICADORES	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Lucro Líquido	1.713	1.758	2.340	2.582	2.853	3.154
Patrimônio Líquido	13.140	13.140	14.019	15.189	16.480	17.907
NOPAT	2.049	1.978	2.632	2.883	3.158	3.458
IC	13.720	14.985	16.334	17.708	19.114	20.558
ROE	15,9%	12,9%	16,0%	16,3%	16,6%	16,9%
ROIC	15,2%	13,8%	16,8%	16,9%	17,2%	17,4%
ILC	1,03x	1,01x	1,01x	1,01x	1,02x	1,03x
Dívida sobre PL	50,4%	47,3%	43,6%	40,2%	37,0%	34,0%

Quando comparado com o Cenário 1, pode-se concluir que, a partir de 2019, os indicadores relativos a rentabilidade - ROE e ROIC – apresentaram melhoras significativas como consequência direta de uma menor taxa efetiva de imposto de renda e contribuição social, conforme discutido anteriormente.

Os indicadores de liquidez e alavancagem financeira, por sua vez, não apresentam mudanças significativas quando comparados com o Cenário 1 tendo em vista que (i) os ativos imobiliários permanecem consolidados no balanço e (ii) o modelo não incorpora novas emissões ou amortizações da dívida.

3.3.3. Cenário 3: Fundo de Investimento Imobiliário

A discussão proposta no Cenário 2 teve como foco o benefício fiscal observado a partir da segregação do portfólio imobiliário em um ambiente SPE-LP no Brasil. A redução do imposto efetivo a partir dessa nova estrutura implica principalmente no aumento dos índices de rentabilidade do conjunto de empresas, gerando valor ao acionista.

O próximo passo da análise consiste na simulação de um completo *spin-off* dos ativos imobiliários da empresa, ou seja, a venda do portfólio de *Real Estate* à terceiros a partir de uma estrutura de FII. Desta maneira, a companhia pode capitalizar recursos para investir no *core-business* ou melhorar a estrutura de capital.

Esta estratégia foi verificada nos últimos anos a nível internacional. A indústria hoteleira passou por uma reestruturação a partir de operações de SLB e securitização do portfólio de *Real Estate* por meio da criação de estruturas de *Real Estate Investment Trust* (REIT). Como exemplo, em 2016 a rede de hotéis Hilton realizou um *spin-off* de parte do seu portfólio por meio de um REIT - a Park Hotels & Resorts - para canalizar os investimentos no *core-business*. Acrescenta-se ainda como exemplo a Accor Hotels que, no mesmo ano, captou €7 bilhões com o *spin-off* do braço de investimento imobiliário – a HotelInvest - a partir de uma estrutura semelhante aos REITs.

Do ponto de vista do acionista, a securitização dos ativos de *Real Estate* do Grupo Carrefour permite uma melhor alocação de acordo com o perfil de risco de cada investidor, ou seja, investidores com perfil conservador possuem a opção de alocar capital nos ativos de base imobiliária voltados para renda.

Além disso, de acordo com a Lei 11.196/2005, os cotistas pessoa física de um FII possuem isenção tributária sobre os rendimentos, desde que o FII (i) seja negociado exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado e (ii) atenda a característica de pulverização de cotas, possuindo, no mínimo, 50 cotistas e que o cotista tenha uma participação menor do que 10% do total de cotas emitidas.

O modelo a seguir simula a Oferta Pública Inicial (IPO¹²) de um FII contendo os ativos imobiliários do Grupo Carrefour. A precificação do instrumento será feita no conceito Valor de Oportunidade do Investimento (VOI).

¹² Em inglês, *Initial Public Offer*.

As premissas necessárias para a construção do modelo estão descritas abaixo e sumarizadas na Tabela 6.

- (i) O FII atenderá aos requisitos necessários para ter isenção tributária sobre os rendimentos;
- (ii) O aluguel mensal de R\$ 51,47 por metro quadrado foi arbitrado como 2,0% da receita líquida projetada das operações de varejo para 2018, sendo reajustado anualmente pelo IGP-M;
- (iii) As despesas de gestão e administrativas são de 2,0% da receita dos aluguéis;
- (iv) O fundo para reposição de ativos (FRA) é arbitrado como 2,0% da receita dos aluguéis;
- (v) O horizonte utilizado no cálculo é de 20 anos, sendo a taxa de atratividade de 8,0%.

Tabela 6 - Premissas utilizadas na modelagem do Cenário 3; fonte: análise da equipe.

PREMISSAS DO FII	
Aluguel (% ROL)	2,0%
Aluguel (R\$/m²/mês)	51,47
Despesas (% receita de aluguéis)	2,0%
FRA (% da receita de aluguéis)	2,0%
Taxa de Atratividade ao Investidor	8%
Alfa	75%
Horizonte (anos)	20

A modelagem detalhada pode ser encontrada nas tabelas do Anexo “5.2.3 Cenário 3: Fundo de Investimento Imobiliário”.

O VOI encontrado para a partir de tais premissas foi de aproximadamente R\$ 17 bilhões, sendo que 80% desse valor é composto pelo fluxo do Resultado Operacional Disponível (RODi), conforme a Tabela 7.

Tabela 7 - Estatísticas para o FII no Cenário 3; fonte: análises da equipe.

VOI-0 (R\$ milhões)	16.990	100%
formado pelo fluxo de RODi	13.577	80%
formado por VOI-20	3.412	20%
Duration (anos)	11,4	
Payback (anos)	13,0	

Após a venda dos ativos imobiliários na estrutura de um FII, o balanço patrimonial do Grupo Carrefour deverá sofrer ajustes. O montante levantado a partir do IPO do FII deve entrar como caixa, descontando os impostos decorrentes da transação do bem imobiliário, como o ITBI, de 3% sobre o valor venal, e o imposto sobre ganho de capital de 15% sobre a diferença entre o VOI e o valor venal. O valor venal, como discutido anteriormente, foi arbitrado como duas vezes o valor reportado nos livros, ou *price-to-book*.

Para fins de simplificação, o modelo não incorpora nenhum plano de expansão e, portanto, o caixa líquido obtido a partir da venda dos ativos será utilizado para amortização da dívida e o restante será devolvido aos acionistas na forma de dividendo extraordinário - uma possibilidade de alocação para o caixa gerado na operação. No entanto, vale levantar a discussão sobre as possibilidades de alocação de tal capital. Caso a operação fora feita para investir em um crescimento orgânico da operação varejo, poder-se-ia incorporar ao modelo o rendimento desse caixa aplicando o ROE histórico observado, conforme discutido por GREGÓRIO (2010).

Ainda, amortizar toda a dívida pode não ser a melhor alternativa de alocação de capital. Segundo DAMODARAN (2002), o custo da dívida é, na média, menor do que o custo de *equity*. Assim, a combinação do capital entre dívida e *equity* otimiza o custo de capital de uma companhia.

Os ajustes de caixa para a situação adotada estão expostos na Tabela 8.

Tabela 8 - Fluxo de Caixa, em R\$ milhões, para o Cenário 3; fonte: análise da equipe.

Caixa 2017	4.804
(+) Fluxo de Caixa	380
Atividades Operacionais	1.555
Atividades de Investimento	(633)
Atividades de Financiamento	(542)
(+) Venda de Ativos	16.051
VOI FII	16.990
Imposto sobre ganho de capital	(429)
ITBI	(510)
(-) Amortização da dívida	(6.625)
(-) Dividendo Extraordinário	(9.426)
(=) Caixa 2018	5.184

Da mesma maneira, o patrimônio líquido também sofrerá alterações devido a venda dos ativos imobilizados. A Tabela 9 resume tais ajustes.

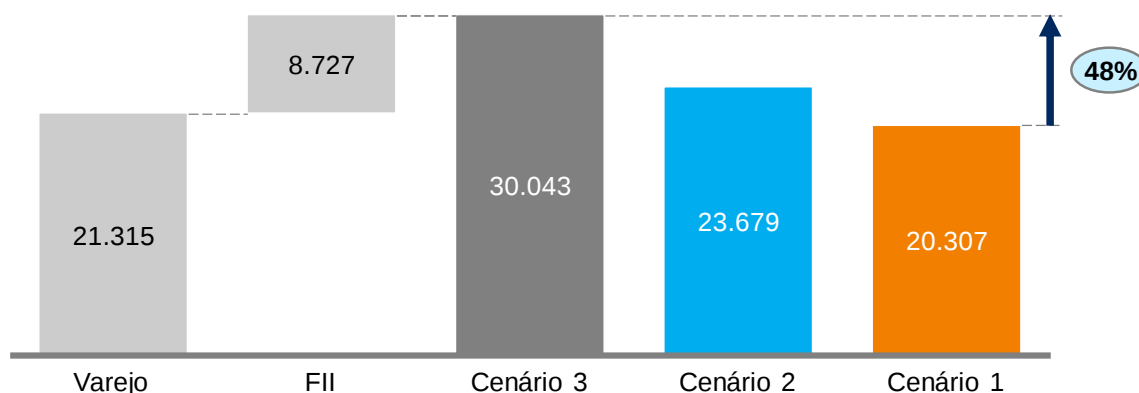
Tabela 9 - Variação no PL, em R\$ milhões, para o Cenário 3; fonte: análise da equipe.

PL 2017	13.140
(+) Operação Varejo	542
Lucro Líquido	1.083
Dividendos	(542)
(+) Venda de Ativos	8.987
VOI FII	16.990
Variação no ativo imobilizado	(7.064)
Imposto sobre ganho de capital	(429)
ITBI	(510)
(+) Dividendo Extraordinário	(9.426)
PL 2018	13.243

Por fim, para cálculo do *fair value* toma-se como base o fluxo de dividendos para o acionista anterior à operação de desmobilização, ou seja, o acionista que detém o direito sobre o dividendo extraordinário resultante da operação. Dessa forma, o valor gerado para tal acionista com a estruturação do FII é composto pelo fluxo de dividendos, cada qual descontado a uma taxa

apropriada de 8% para o FII e 12% para a operação varejo. O Gráfico 21 resume esse novo *valuation* a partir da estruturação do FII. Nota-se uma geração de valor de R\$ 9,8 bilhões, ou 48%, quando comparado com o Cenário 1.

Gráfico 21 - Valuation do Cenário 3 em comparação com os Cenários 1 e 2, valores em R\$ milhões; fonte: análise da equipe.



Os indicadores financeiros após a operação de desmobilização apresentam alterações significativas, conforme ilustrado na Tabela 10.

Tabela 10 - Indicadores obtidos no Valuation do Cenário 3, valores em R\$ milhões, % e razão; fonte: análise da equipe.

INDICADORES	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Lucro Líquido	1.713	1.083	2.180	2.499	2.844	3.216
Patrimônio Líquido	13.140	13.243	14.332	15.582	17.004	18.612
NOPAT	2.049	1.304	1.906	2.183	2.481	2.800
IC	13.720	6.817	7.106	7.460	7.890	8.345
ROE	15,9%	8,2%	15,8%	16,7%	17,5%	18,1%
ROIC	15,2%	12,7%	27,4%	30,0%	32,3%	34,5%
ILC	1,03x	1,56x	1,61x	1,66x	1,70x	1,76x
Dívida sobre PL	50,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nota-se que:

- (i) Os indicadores de rentabilidade, como o ROE e o ROIC, apresentam forte melhora em decorrência, principalmente, da menor base de capital investido;

- (ii) A operação de desmobilização tem, por natureza, a característica de aumentar o índice de liquidez da companhia, tendo em vista a operação transforma os ativos não circulantes (ativos imobilizados) em ativos circulantes (caixa);
- (iii) A modelagem adotada no Trabalho considera que a companhia utiliza o capital levantado na operação para amortizar a sua dívida. Dessa forma, o índice de alavancagem (dívida sobre PL) se torna nulo.

3.4. Conclusões

Muitas empresas foram impactadas pela crise político-econômica que acometeu o Brasil entre os anos de 2015 a 2018 e necessitam hoje de capital para estruturarem o seu crescimento. A economia nacional tem apresentando sinais de recuperação, com destaque às quedas e estabilizações da taxa básica de juros e da taxa de inflações (a níveis historicamente baixos), e análises relativamente otimistas vêm sendo projetadas. Neste cenário, o movimento de SLB surge como uma alternativa de capitalização por meio de uma venda atrelada a um contrato de locação de longo prazo. Este tipo de operação vem se instalando aos poucos no mercado brasileiro, apesar de ser já bastante consolidado na Europa e Estados Unidos, em que o mercado imobiliário é mais maduro.

Como aplicação do instrumento de SLB, o estudo de caso aqui apresentado se dá por meio de um grande varejista brasileiro, que possui uma estratégia multicanais e multiformato: o Grupo Carrefour Brasil. A escolha da empresa se embasou em seu modelo de imobilização de capital em ativos imobiliários, sendo proprietário de 81% dos imóveis no qual ocupa, de acordo com os dados consolidados de 2017. Tal número se torna expressivo quando uma análise vertical do balanço patrimonial da companhia é posta em perspectiva: cerca de 21% do ativo total é composto por edifícios e terrenos.

Em uma perspectiva setorial, é fato que certas indústrias demandam uma base imobiliária maior do que outras para a manutenção de suas operações. Ainda, o desenvolvimento tecnológico pode alterar significativamente tais necessidades. Como exemplo, a evolução dos serviços digitais e o aumento do acesso à internet no Brasil permitiu uma reestruturação do modelo de negócios da indústria financeira, reduzindo a necessidade de ativos imobiliários. Em 2017, os bancos brasileiros fecharam cerca de 1.500 agências, ou 6% do total de agências, de acordo com o BACEN.

A companhia em análise está inserida na indústria varejista brasileira que, por sua vez, possui uma demanda considerável por imóveis para a manutenção de suas atividades. Nesse contexto, a discussão proposta diz respeito à decisão de imobilizar capital em *Real Estate*. Na comparação entre o Grupo Carrefour Brasil e o seu principal concorrente, o Grupo Pão de Açúcar, é notável a diferença entre os modelos de gestão. Enquanto o primeiro possui 21% do ativo total alocado em ativos imobiliários, o segundo possui apenas 7%, de acordo com os dados do consolidado de 2017.

Tal observação motiva a análise de possíveis propostas de desmobilização para a companhia em questão. O Trabalho expõe duas alternativas: a segregação do portfólio de *Real*

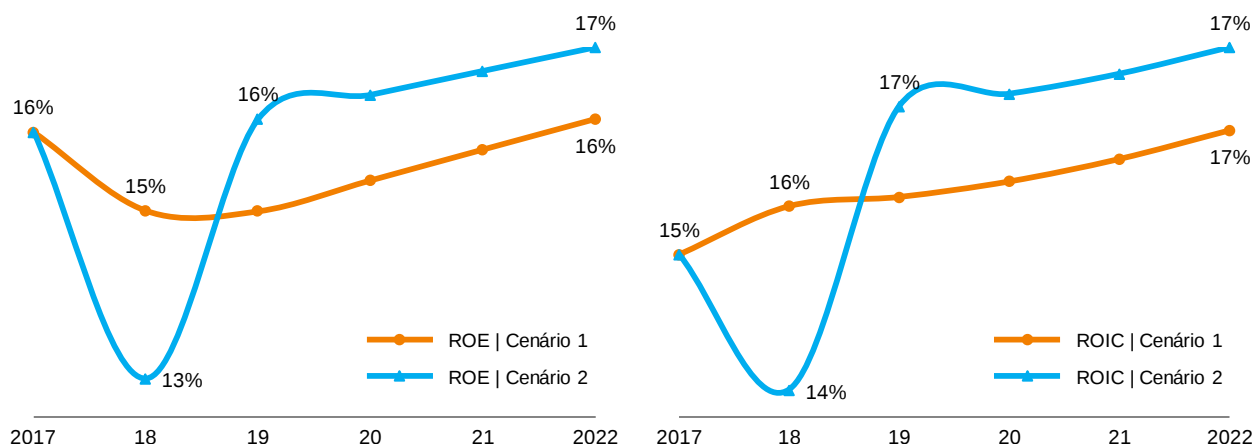
Estate em um ambiente de SPE-LP (Cenário 2) e o completo *spin-off* dos ativos imobiliários a partir de uma estrutura de FII (Cenário 3). A proposta consiste em uma análise relativa, isto é, os resultados obtidos são comparados com a estrutura atual da empresa (Cenário 1). Ressalta-se que tais análises não necessariamente refletem decisões tomadas (ou que serão futuramente tomadas pela companhia), mas sim, são tomadas pelo Trabalho para fins de análise e estudo. Ademais, esta opção pela desmobilização de imóveis deve estar atrelada ao planejamento estratégico do Grupo Carrefour Brasil, independente das sugestões do Trabalho.

Então, para quantificar o ganho de valor para o acionista, a análise é fundamentada no cálculo dos indicadores financeiros de rentabilidade, como ROE e ROIC, de liquidez, como o ILC, e de alavancagem financeira, como a dívida sobre o patrimônio líquido. Além disso, foi calculado o *fair value* de cada cenário. É importante ressaltar que tais análises são baseadas em premissas adotadas pelo grupo e de projeções econômico-financeiras de diversas entidades especializadas no assunto, portanto, os resultados calculados estão condicionados aos mesmos.

O Cenário 2 explora o benefício fiscal de uma SPE-LP no Brasil. Em 2018, uma companhia tributada no regime de lucro real possui uma alíquota de imposto de renda e contribuição social de 34,0% sobre o lucro líquido do período. Por outro lado, uma SPE-LP é tributada no regime de lucro presumido, sendo tributada em uma alíquota de 14,53% sobre a receita bruta. Dessa forma, a segmentação do portfólio de Real Estate em um ambiente SPE-LP permite uma redução no imposto efetivo do conjunto de empresas.

A modelagem da transferência de todo o portfólio de Real Estate para o ambiente SPE-LP implica, para a operação varejo da companhia, uma redução no imposto efetivo de 5% a partir do segundo ano, devido a dedução da base tributável. Como consequência, tem-se uma melhora nos indicadores de rentabilidade, conforme ilustrado no Gráfico 22. Ainda, a modelagem sugere um incremento de 17% no *fair value* quando comparado com o Cenário 1.

Gráfico 22 - Comparação entre ROE e ROIC para os Cenários 1 e 2; fonte: análise da equipe.

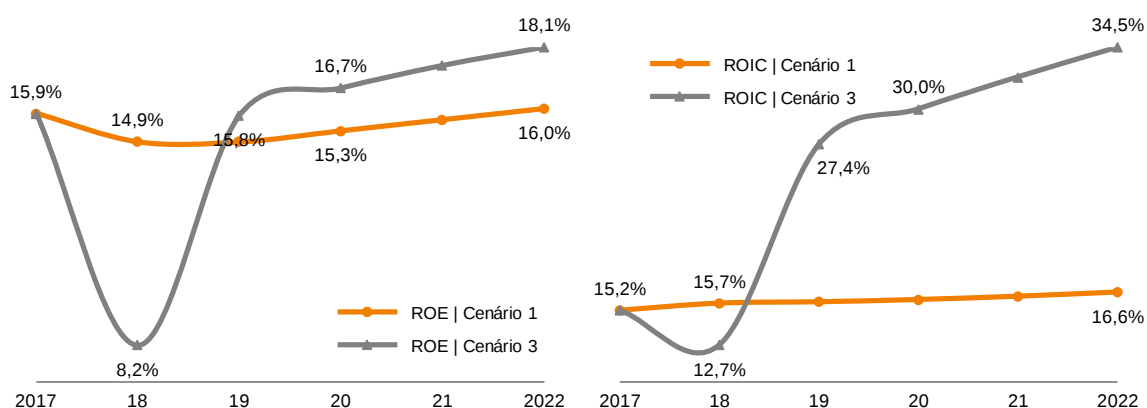


O outro cenário traçado no Trabalho - Cenário 3 - simula a venda do portfólio de *Real Estate* da companhia a terceiros a partir de uma estrutura de FII. A precificação do instrumento foi feita a partir do conceito de VOI, obtendo-se um valor de R\$ 16,9 bilhões. O caixa líquido gerado na operação é utilizado na amortização de dívida e o restante é devolvido ao acionista na forma de dividendo extraordinário.

É importante ressaltar que as discussões sobre as alternativas de alocação de capital são extensas e, de forma geral, a utilização do caixa gerado na operação deve estar em linha com a estratégia da empresa, seja essa de expansão, com investimentos em capital de giro, ou de desalavancagem, com amortização de dívida. Para fins de simplificação, não foi assumido nenhum plano de expansão na modelagem do Cenário 3.

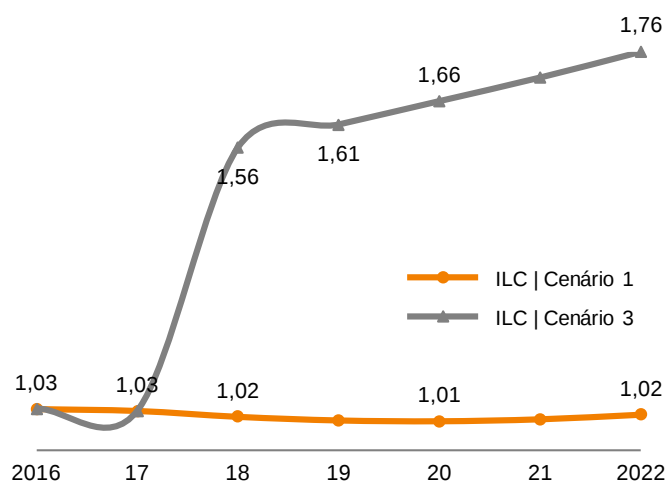
Dito isso, o Cenário 3 apresenta melhora nos indicadores de rentabilidade principalmente na diminuição da base do capital investido, como pode-se observar no Gráfico 23.

Gráfico 23 - Comparação entre ROE e ROIC para os Cenários 1 e 3; fonte: análise da equipe.



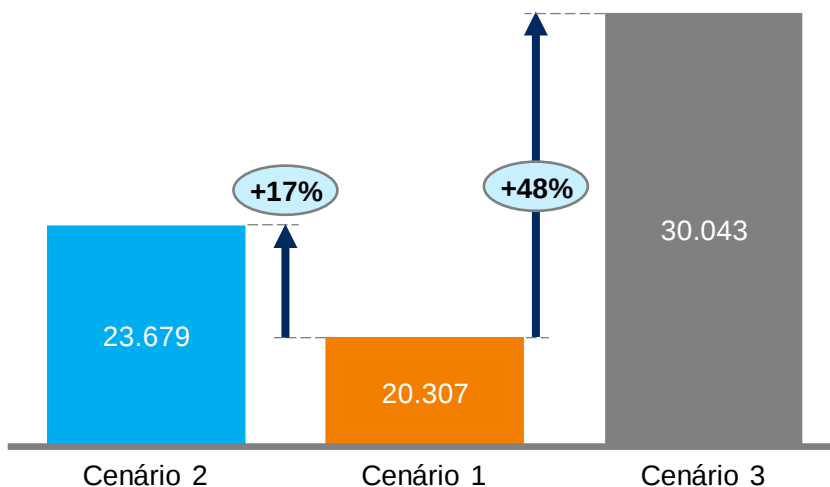
Ainda, a operação do Cenário 3 tem como característica aumentar a liquidez corrente, tendo em vista que se trata de uma venda de ativos não circulantes. O Gráfico 24 compara a evolução do ILC dos Cenários 1 e 3.

Gráfico 24 - Comparação de ILC para os Cenários 1 e 3; fonte: análise da equipe



Por fim, o cálculo do *fair value* para o Cenário 3 sugere um incremento de 48% quando comparado com o Cenário 1.

Gráfico 25 - Conclusão Comparativa entre o Cenário 1 e os Cenários 2 e 3; fonte: análise da equipe.



Conclui-se então que, estabelecidos regimes de segregação e posterior desmobilização de imóveis dentro de uma companhia com *core-business* não imobiliário, pode haver criação de valor para o investidor da companhia, como no caso analisado do Grupo Carrefour Brasil apresentado neste Trabalho. Por fim, ressalta-se novamente que as análises realizadas neste Trabalho estão condicionadas ao modelo tributário vigente na época da elaboração do mesmo, podendo, futuramente, ter resultados radicalmente diferentes em caso de mudanças no modelo tributário nacional.

4. Referências bibliográficas

ADAMS, A. T., CLARKE, R. T. **Stock market reaction to sale and leaseback announcements in the UK.** *Journal of Property Research*, Volume 13. London: Routledge Taylor & Francis Group, 1996.

AFIRE. **Countries providing the best Opportunity for capital appreciation.** 2018. Disponível em <https://www.afire.org/Files/2018_Survey/PR_Graphs/COUNTRIES_PROVIDING_THE_BEST_OPPORTUNITY_FOR_CAPITAL_APPRECIATION.pdf>. Consultado em junho, 2018.

AFIRE. **Foreign Investment Survey: Graphs for Hamilton Ink Press Release.** 2017. Disponível em <https://www.afire.org/files/2017_Survey/PR_Slides%202017%20REI%20Survey_Full.pdf>. Consultado em junho, 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Conglomerados Financeiros: carteira de crédito ativa.** Disponível em <<https://www3.bcb.gov.br/ifdata/>>. Consultado em junho, 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **FAQ - Arrendamento Mercantil (leasing).** Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/leasing.asp>. Consultado em junho, 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 2.309.** Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45787/Res_2309_v5_P.pdf>. Consultado em junho, 2018.

STERN, J. M., STEWART, B. G., CHEW, D. H. **The EVA Financial Management System.** *Journal of Applied Corporate Finance*. 1995. p.18,32-46.

BR-CAPITAL DTVM S.A. **Informe mensal – FII C S Faria Lima.** Publicado em outubro, 2018. Disponível em <<http://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=33518>>. Consultado em outubro, 2018.

BRADLEY, C., HIRT, M., SMIT, S., **Strategy Beyond the Hockey Stick: People, Probabilities, and Big Moves to Beat the Odds.** New York: John Wiley & Sons, Inc., 2018. 256p.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo.** Qualitymark. Rio de Janeiro, 2002. 1.036p.

FIUSA, V. **O que é free-float?** Disponível em <<http://vemprabolsa.com.br/2017/03/29/o-que-e-free-float>>. Consultado em setembro, 2018. Artigo de março, 2017.

GGRC. **Prospecto da Oferta Pública de Distribuição de Cotas.** Disponível em <http://www1.coinvalores.com.br/arquivos/Ofertas/Comunicados/Prospectos/GGRC_Prospecto.pdf>. Consultado em junho, 2018.

GOMES, F. H. **Análise dos Impactos do uso do Sale-Leaseback para desmobilização de ativos: estudo de caso do Centro de Distribuição da General Motors.** Tese de MBA apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo, SP, 2017. 72p.

GPA RELAÇÕES COM INVESTIDORES. **Dados Operacionais e Financeiros. Ferramenta GPA.** Dados referentes a 31 de dezembro, 2017. Disponível em <<http://fundamentos.mz-ir.com/Default.aspx?c=162&f=890&u=1&idm=0&cc=3>>. Consultado em março, 2018.

GPA RELAÇÕES COM INVESTIDORES. **Formulário de Referência - 2018 - CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO.** Disponível em <http://www.gpari.com.br/default_pt.asp?idioma=0&conta=28>. Consultado em abril, 2018.

GREGÓRIO, C. A. G. **Carta do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.** 3º Trimestre de 2017, nº 49-17. 8p.

GREGÓRIO, C. A. G. **Método para análise da oportunidade de imobilização em imóveis corporativos.** Tese de doutorado apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo, SP, 2010. 344p.

GRÖNLUND, T., LOUKO, A., VAIHEKOSKI, M. *Corporate real estate sale and leaseback effect: Empirical evidence from Europe.* GSFFA Workshop, 2004. 28p.

GRUPO CARREFOUR BRASIL. **Apresentação Institucional - Abril 2018.** Publicado em 18 de abril, 2018. Disponível em <<https://www.grupocarrefourbrasil.com.br/Download.aspx?Arquivo=KlmoSdjO3KCX7zjiwvHt/A==>>. Consultado em agosto, 2018.

GRUPO CARREFOUR BRASIL. *Cash and Carry.* Disponível em <<https://www.grupocarrefourbrasil.com.br/show.aspx?idCanal=TSxOReDhHIDSet/604/+cQ==>>. Consultado em agosto, 2018.

GRUPO CARREFOUR BRASIL. *Carrefour Day 2018.* Publicado em 12 de março, 2018. Disponível em

<<https://www.grupocarrefourbrasil.com.br/Download.aspx?Arquivo=Z8uaxuZFGtT/7B4FYeLaxg==>>. Consultado em agosto, 2018.

GRUPO CARREFOUR BRASIL. **E-commerce**. Disponível em <<https://www.grupocarrefourbrasil.com.br/show.aspx?idCanal=nOyxikHVTQ4mu3B3WZ17Mg==>>. Consultado em agosto, 2018.

GRUPO CARREFOUR BRASIL. **Estatuto Social**. Publicado em 27 de abril, 2018. Disponível em <<https://www.grupocarrefourbrasil.com.br/Download.aspx?Arquivo=+nE/P6Cu72fuTNJQpkOwf==>>. Consultado em agosto, 2018.

GRUPO CARREFOUR BRASIL. **Estrutura Societária**. Disponível em <<https://www.grupocarrefourbrasil.com.br/show.aspx?idCanal=OYASBdCWViE/nBGJiDIx1A==>>. Consultado em setembro, 2018.

GRUPO CARREFOUR BRASIL. **Formulário de Referência - 2018 - ATACADÃO S.A.** Publicado em 28 de setembro, 2018. Disponível em <<https://www.grupocarrefourbrasil.com.br>>. Consultado em setembro, 2018.

GRUPO CARREFOUR BRASIL. **Nosso Histórico**. Disponível em <<https://www.grupocarrefourbrasil.com.br/show.aspx?idCanal=NEoScyldHmcGgxt42NZw1w==>>. Consultado em agosto, 2018.

GRUPO CARREFOUR BRASIL. **Planilha de Dados**. Publicado em junho, 2018. Disponível em <<https://www.grupocarrefourbrasil.com.br/show.aspx?idCanal=BTPm97L7pNjFBodCzkgN8Q==>>. Consultado em agosto, 2018.

GRUPO CARREFOUR BRASIL. **Presença no Brasil**. Disponível em <<https://www.grupocarrefourbrasil.com.br/show.aspx?idCanal=VNVfAEKwKMxwm6AwmF1ADA==>>. Consultado em agosto, 2018.

GRUPO CARREFOUR BRASIL. **Resultados 2T18**. Publicado em 26 de julho, 2018. Disponível em <<https://www.grupocarrefourbrasil.com.br/listresultados.aspx?idCanal=K5NbtR5Wyxm2KlgjV30qxw==>>. Consultado em setembro, 2018.

GRUPO CARREFOUR BRASIL. **Serviços Complementares**. Disponível em <https://www.grupocarrefourbrasil.com.br/show.aspx?idCanal=qy8d2hxDgwuYjA8q6P5ypA==>. Consultado em agosto, 2018.

GRUPO CARREFOUR BRASIL. **Varejo**. Disponível em <https://www.grupocarrefourbrasil.com.br/show.aspx?idCanal=ktfNJGzVmB+rFaPXvWthKw=>>. Consultado em agosto, 2018.

GUARARAPES CONFECÇÕES S/A. **Formulário de Referência - 2017 - GUARARAPES CONFECÇÕES S.A.** Disponível em <http://ri.riachuelo.com.br/list.aspx?idCanal=9p5I+fU1iISpns3TESY7fg==&ano=2018>. Consultado em março, 2018.

HAYNES, B. P., NUNNINGTON, N. *Corporate real estate asset management strategy and implementation*. 2 ed. London: Routledge, 2010. 298p.

HERRING, L., TORIELLO, M., MOULTON, J. *The future of grocery—in store and online*. Podcast, junho, 2017. Disponível em <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/the-future-of-grocery-in-store-and-online>. Consultado em novembro, 2018.

HIRT, M. *Is your strategy good enough to move you up on the power curve?* McKinsey, 2018. Disponível em <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-strategy-and-corporate-finance-blog/is-your-strategy-good-enough-to-move-you-up-on-the-power-curve>. Consultado em outubro, 2018.

IBRE - FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Índice de Confiança do Consumidor**. Disponível em <http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92BA032B198D>. Consultado em maio, 2018.

IBRE - FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Metodologia IGP-M**. Disponível em <http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92B6B6420E96>. Consultado em outubro, 2018.

INVESTIDOR INSTITUCIONAL. **GGR capta R\$ 141 milhões com fundo imobiliário de contratos atípicos**. Disponível em <https://www.investidorinstitucional.com.br/index.php/br/investidoronline/31144-ggr-capta-r-141-milhoes-com-fundo-imobiliario-de-contratos-atipicos.html>. Consultado em junho, 2018.

INVESTOPEDIA. **Business to Business - B to B.** Disponível em <<https://www.investopedia.com/terms/b/btob.asp>>. Consultado em setembro, 2018.

INVESTOPEDIA. **Business to Consumer - B2C.** Disponível em <<https://www.investopedia.com/terms/b/btoc.asp>>. Consultado em setembro, 2018.

INVESTOPEDIA. **Business To Government - B2G.** Disponível em <<https://www.investopedia.com/terms/b/business-to-government.asp>>. Consultado em setembro, 2018.

JONES LANG LASALLE. **City Momentum Index 2018: Agility, Talent and Technology.** Disponível em <<http://www.jll.com/Research/JLL-City-Momentum-Index-2018.pdf?1a8f8c4a-a16e-44cd-abe6-908b0d945eb9>>. 2018. Consultado em abril, 2018

JONES LANG LASALLE. **Está na hora do sale and leaseback.** Disponível em <http://www.jll.com.br/brazil/pt-br/Research/paper_sale_leaseback_pt.pdf?3ce90db7-c036-4157-b0a9-9dc847f49f23>. 2018. Consultado em abril, 2018.

JONES LANG LASALLE. **The Advancement of Real Estate as a Global Asset Class.** Disponível em <<http://www.jll.com/Research/JLL-Real-Estate-as-a-Global-Asset-Class.pdf?759296f6-3049-40d3-b64f-3a229b6fab5b>>. 2013. Consultado em maio, 2018.

KOLLER, T., GOEDHART, M., WESSELS, D. **Valuation: Measuring and Managing the Values of Companies.** New York: John Wiley & Sons, Inc., 2010. 862p.

LIMA JR., J. R., MONETTI, E., ALENCAR, C. T. **Real Estate - Fundamentos para análise de investimentos.** Ed. Elsevier. Rio de Janeiro, RJ, 2011. 456p.

LIMA JR, J. R. **Análise da Qualidade do Investimento em Empreendimentos Imobiliários: a Questão da Margem de Resultado.** Texto para Coluna do NRE-POLI na Revista Construção e Mercado – Pini. Publicado em junho, 2015. Disponível em <http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Coluna_Real_Estate_na_CM/pini_colunadejunho_15_joao.pdf>. Consultado em novembro, 2018.

DE LIMA, J. P. **Você sabe qual é a diferença entre EBITDA, Lucro Líquido e NOPAT? E como calculá-los?** Disponível em <<https://www.valorebrasil.com.br/2017/07/01/o-que-e-ebitda-e-qual-a-diferenca-entre-ebitda-lucro-liquido-e-nopat/>>. Consultado em setembro, 2018. Artigo de julho, 2017.

LOJAS RENNER SA. **Formulário de Referência - 2017 - LOJAS RENNER AS**. Disponível em <http://lojasrenner.mzweb.com.br/download_arquivos.asp?id_arquivo=DD4C97C6-7DFA-4F30-A98F-3F82F4FD7A5F>. Consultado em março, 2018.

MERCER. **Building a Real Asset Portfolio**. Relatório. New York: Marsch & McLennan. Publicado em junho, 2014. 10p.

MIMICK, R. **Financial Ratio Analysis**. Ontario: Richard Ivey School of Business, 1995. 27p.

MONTEIRO, H. A., SPRITZER, I. M. P. A. **Investimentos Em Ativos Reais: Fundos de Pensão, Cenário Econômico e Conceito**. XXX Encontro Nacional de Engenharia de Produção - Maturidade e desafios da Engenharia de Produção: competitividade das empresas, condições de trabalho, meio ambiente. Publicado em Outubro, 2010. 14p.

NAIR, D., SMYTH, S. R. **Saudi Sovereign Fund Seeks 15% Stake in Accor's Unit**. Publicado em fevereiro, 2018. Disponível em <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-21/saudi-sovereign-fund-is-said-to-seek-15-stake-in-accor-s-unit>>. Consultado em outubro, 2018.

OLIVEIRA, A. F. **A Retomada do Setor Imobiliário em 3 pontos**. Publicado em 16 de maio, 2018. Disponível em <<https://urbe.me/lab/mercado-imobiliario-reaquecido-a-oficializacao/>>. Consultado em outubro, 2018.

OGASAVARA, R. S. **Leasing no Brasil: aspectos de arrendamento mercantil**. Tese de mestrado apresentada à Escola de Pós-Graduação em Economia do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, RJ, 2000. 36p.

OLSSON, F. **Alternative Financing Options of Corporate Real Estate**. Tese de bacharelado apresentada à KTC Architecture and the Built Environment. Estocolmo, 2015. 41p.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei nº 11.196, de 21 de Novembro de 2005**. Brasília, 2005. Lei disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11196.htm>. Consultado em outubro, 2018.

PETERSON, P., FABOZZI, F. J. **Analysis of Financial Statements**. 2 ed. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1999. 294p.

REIS, T. **Dívida Líquida e Patrimônio Líquido: entenda um pouco mais sobre esta métrica**. Artigo de junho, 2018. Disponível em <<https://www.sunoresearch.com.br/artigos/divida-liquida-patrimonio-liquido/>>. Consultado em setembro, 2018.

SAURIN, W., LOPES, A. L. M., COSTA JUNIOR, N. C. A. **Comparação dos Modelos de Avaliação de Empresas com base no Fluxo de Caixa Descontado e no Lucro Residual: Estudo de Caso de uma Empresa de Energia Elétrica.** Revista de Administração Mackenzie, Vol 10, n. 1, publicado em janeiro, 2009. 25p.

SANTHINON, R. **Cash and Carry invade o Brasil e acirra a disputa por mercado.** Artigo de abril, 2014. Disponível em <<http://adnews.com.br/adarticles/cash-and-carry-invade-o-brasil.html>>. Consultado em setembro, 2018.

SEBRAE. **Integre seus canais de vendas a partir do conceito de omnichannel.** Artigo de novembro, 2017. Disponível em <<http://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/integre-seus-canais-de-vendas-a-partir-do-conceito-de-omni-channel,87426f65a8f3a410VgnVCM2000003c74010aRCRD>>. Consultado em setembro, 2018.

SMYTH, S.R. **AccorHotels to Fund Acquisitions with Sale of Property Unit for \$5.4 Billion.** Publicado em fevereiro, 2018. Disponível em <<https://skift.com/2018/02/28/accorhotels-to-fund-acquisitions-with-sale-of-property-unit-for-5-4-billion/>>. Consultado em outubro, 2018.

SOBRAL, L. **Dá para investir em hotéis por meio de fundos.** Publicado em janeiro, 2012. Disponível em <<https://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/da-para-investir-em-hoteis-por-meio-de-fundos>>. Consultado em outubro, 2018.

PANTUCCI FILHO, R. **Lease-back.** Tese de mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, SP, 2014. 195p.

VIDALON, D. **Offers for AccorHotels' property unit stake seen in October.** Publicado em setembro, 2017. Disponível em <<https://www.reuters.com/article/us-accorhotels-investors/offers-for-accorhotels-property-unit-stake-seen-in-october-report-idUSKCN1C412N>>. Consultado em outubro, 2018.

WALMART. **10K.** Disponível em <<https://stock.walmart.com/investors/financial-information/sec-filings/>>. Consultado em março, 2018.

WORLD BANK. **GDP Metadata.** Disponível em <<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KN?end=2016&locations=BR&start=1960>>. Consultado em setembro, 2018.

5. Anexos

5.1. Lista de Ativos Imobiliários da Companhia

Tabela 11 - Lista de Ativos Imobiliários da Companhia; fonte: GRUPO CARREFOUR BRASIL, 2018.

Cidade	UF	Próprio ou alugado	Área do terreno (m²)	Região
02 Campo Grande-AT	MS	Próprio	34.812	Centro-Oeste
03 Campo Grande Cel. Antonino	MS	Próprio	34.812	Centro-Oeste
04 América	SP	Próprio	22.368	Sudeste
06 Taipas	SP	Próprio	47.820	Sudeste
07 Dourados	MS	Próprio	29.900	Centro-Oeste
08 Taguatinga-AT e 14 Taguatinga	DF	Próprio	93.147	Centro-Oeste
09 Maringá-AT	PR	Alugado	48.400	Sul
16 Salvador	BA	Próprio	36.960	Nordeste
17 Praia Grande	SP	Próprio	31.828	Sudeste
20 Santo Amaro	SP	Próprio	20.577	Sudeste
21 Santo André	SP	Alugado	9.337	Sudeste
23 Campinas Dom Pedro	SP	Próprio	190.499	Sudeste
28 Cuiabá	MT	Próprio	21.290	Centro-Oeste
30 Uberlândia	MG	Próprio	26.979	Sudeste
31 Campo Grande Costa Silva	MS	Próprio	33.029	Centro-Oeste
32 Limeira	SP	Próprio	63.047	Sudeste
35 São Miguel	SP	Alugado	16.508	Sudeste

39 Londrina	PR	Alugado	11.261	Sul
42 Maringá	PR	Próprio	12.600	Sul
43 Carapicuíba	SP	Próprio	25.396	Sudeste
44 Rondonópolis	MT	Próprio	34.898	Centro-Oeste
45 Tijucal e 81 Tijucal-AT	MT	Próprio	102.570	Centro-Oeste
46 Santos	SP	Próprio	21.747	Sudeste
47 Recife	PE	Próprio	34.186	Nordeste
48 Itaquera	SP	Próprio	44.731	Sudeste
49 Guarulhos	SP	Próprio	23.499	Sudeste
50 Olinda	PE	Próprio	27.800	Nordeste
51 Natal	RN	Próprio	43.840	Nordeste
52 Lauro Freitas	BA	Próprio	61.953	Nordeste
53 Guarujá	SP	Próprio	29.610	Sudeste
54 Suzano	SP	Próprio	201.455	Sudeste
55 Jaboatão	PE	Próprio	39.750	Nordeste
56 Caruaru	PE	Próprio	31.442	Nordeste
57 Parelheiros	SP	Próprio	52.757	Sudeste
58 Cajazeiras	BA	Próprio	46.000	Nordeste
59 Cotia	SP	Próprio	74.340	Sudeste
60-Vila Maria	SP	Próprio	33.276	Sudeste
61 Brasília Norte	DF	Próprio	32.501	Centro-Oeste

62 Natal Norte	RN	Próprio	27.119	Nordeste
63 Automóvel Clube e 162 Automovel Clube-AT	RJ	Alugado	87.544	Sudeste
64 Goiânia Norte	GO	Alugado	111.944	Centro-Oeste
65 Guadalupe	RJ	Alugado	83.000	Sudeste
66 Feira Morada das Árvores e 124 Feira de Santana-AT	BA	Próprio	52.283	Nordeste
67 Nova Iguaçu	RJ	Alugado	47.594	Sudeste
68 Aracaju e 109 Aracaju-AT	SE	Próprio	55.314	Nordeste
69 Mossoró	RN	Próprio	87.176	Nordeste
70 Sinop	MT	Próprio	102.646	Centro-Oeste
71 Franca	SP	Alugado	34.593	Sudeste
72 Porto Velho	RO	Próprio	68.548	Norte
73 Juazeiro	BA	Próprio	53.244	Nordeste
74 João Pessoa	PB	Próprio	56.245	Nordeste
75 Sapucaia do Sul e 142 Sapucaia-AT	RS	Próprio	140.580	Sul
77 Valparaíso	GO	Próprio	65.432	Centro-Oeste
78 Vila Velha e 103 Vila Velha-AT	ES	Alugado	110.018	Sudeste
80 Fortaleza	CE	Próprio	62.298	Nordeste
82 Juazeiro do Norte	CE	Próprio	50.188	Nordeste
83 Vitória da Conquista e 94 Vitória da Conquista-AT	BA	Próprio	131.648	Nordeste

84 Jacareí	SP	Próprio	81.000	Sudeste
85 Piracicaba	SP	Próprio	19.078	Sudeste
86 São Bernardo do Campo	SP	Próprio	41.685	Sudeste
87 Igarassu-AT e 150 Igarassu	PE	Próprio	81.509	Nordeste
88 Sertório	RS	Alugado	35.000	Sul
89 Campina Grande	PB	Próprio	31.334	Nordeste
90 Palmas	TO	Próprio	44.075	Norte
91 São José dos Campos	SP	Alugado	34.755	Sudeste
92 Ribeirão Preto	SP	Próprio	73.791	Sudeste
93 Eunápolis	BA	Próprio	50.238	Nordeste
96 Ribeirão Preto- AT	SP	Próprio	73.791	Sudeste
97 Mauá	SP	Próprio	18.308	Sudeste
98 Maceió	AL	Próprio	230.681	Nordeste
99 Barreiras	BA	Próprio	46.478	Nordeste
101 Palmas-AT	TO	Alugado	12.945	Norte
102 Campos dos Goytacazes	RJ	Próprio	42.120	Sudeste
104 Atibaia	SP	Próprio	24.435	Sudeste
105 Campinas Jd. Yeda	SP	Próprio	31.160	Sudeste
107 Gravataí	RS	Próprio	92.209	Sul
110 Fortaleza-AT	CE	Alugado	11.792	Nordeste
111 Matriz-AT	SP	Alugado	100.252	Sudeste

113 São Luís	MA	Próprio	35.298	Nordeste
114 João Pessoa AT	PB	Alugado	196.690	Nordeste
115 Ilhéus	BA	Próprio	44.303	Nordeste
117 Rio Verde	GO	Próprio	40.506	Centro-Oeste
118 Manaus Grande Circular e 119 Manaus-AT	AM	Próprio	55.791	Norte
120 Jacuí	SP	Alugado	32.670	Sudeste
121 Santa Maria	RS	Próprio	61.650	Sul
122 Pelotas	RS	Próprio	50.060	Sul
123 Rio Grande	RS	Próprio	107.109	Sul
125 Itajaí-AT	SC	Alugado	14.315	Sul
126 Primavera de Teresina	PI	Próprio	55.214	Nordeste
127 Imperatriz e 155 Imperatriz-AT	MA	Próprio	46.022	Nordeste
128 Chapada	MT	Próprio	38.985	Centro-Oeste
130 Macaé	RJ	Próprio	50.000	Sudeste
131 Aparecida de Goiânia	GO	Alugado	36.172	Centro-Oeste
132 Novo Hamburgo	RS	Alugado	47.013	Sul
133 Ipiranga	SP	Alugado	27.510	Sudeste
134 Campinas Dunlop	SP	Alugado	39.536	Sudeste
135 Ponta Grossa	PR	Próprio	86.163	Sul
136 Santa Cruz	RJ	Próprio	135.659	Sudeste
137 Campo Grande Aeroporto	MS	Próprio	32.607	Centro-Oeste

138 Ananindeua	PA	Próprio	53.409	Norte
139 Bauru	SP	Alugado	32.282	Sudeste
140 Marília	SP	Próprio	68.799	Sudeste
141 Rio Branco	AC	Próprio	45.991	Norte
143 Taubaté	SP	Próprio	54.704	Sudeste
144 Caucaia	CE	Próprio	49.198	Nordeste
145 Araraquara	SP	Próprio	46.184	Sudeste
146 Santa Rita	PB	Próprio	50.106	Nordeste
147 Juiz de Fora	MG	Próprio	70.605	Sudeste
148 Arapiraca	AL	Próprio	34.843	Nordeste
149 Manaus Cidade Nova	AM	Alugado	28.600	Norte
151 Itapevi	SP	Próprio	51.236	Sudeste
152 Camaragibe	PE	Próprio	40.216	Nordeste
153 Belém e 154 Belém-AT	PA	Próprio	55.020	Norte
156 Serra	ES	Próprio	33.747	Sudeste
157 Cabo Frio	RJ	Próprio	16.520	Sudeste
158 Fortaleza Eusébio	CE	Próprio	39.699	Nordeste
159 Macapá	AP	Próprio	39.021	Norte
160 Teresina Bela Vista	PI	Próprio	36.000	Nordeste
161 Anápolis	GO	Próprio	33.451	Centro-Oeste
165 Camaçari	BA	Próprio	28.996	Nordeste

166 Santa Bárbara d'Oeste	SP	Próprio	26.685	Sudeste
167 Betim	MG	Próprio	73.275	Sudeste
168 Itajaí	SC	Próprio	27.941	Sul
169 Várzea Grande	MT	Próprio	86.150	Centro-Oeste
170 Governador Valadares	MG	Próprio	35.400	Sudeste
171 Londrina Norte	PR	Próprio	26.449	Sul
172 Cascavel	PR	Próprio	50.062	Sul
173 Sobral	CE	Próprio	33.460	Nordeste
174 Duque de Caxias	RJ	Próprio	31.600	Sudeste
176 Araguaína	TO	Alugado	19.370	Norte
177 Curitiba-AT	PR	Alugado	59.683	Sul
178 Foz do Iguaçu	PR	Próprio	27.757	Sul
179 Boa Vista	RR	Próprio	49.043	Norte
181 Bicas-AT	MG	Alugado	21.424	Sudeste
182 Santarém	PA	Próprio	29.407	Norte
184 Ferraz de Vasconcelos	SP	Próprio	28.788	Sudeste
185 Santo Antônio de Jesus	BA	Próprio	22.445	Nordeste
186 Vilhena	RO	Próprio	44.000	Norte
188 Manaus Educando	AM	Próprio	28.910	Norte
190 Jandira	SP	Próprio	19.167	Sudeste
191 Feira Subaé	BA	Próprio	36.020	Nordeste

193 Itaboraí	RJ	Próprio	31.517	Sudeste
194 Jundiaí	SP	Próprio	61.587	Sudeste
195 Caraguatatuba	SP	Próprio	29.745	Sudeste
196 Tamboré	SP	Alugado	28.619	Sudeste
197 Lucas do Rio Verde	MT	Próprio	28.800	Centro-Oeste
198 Estrela	RS	Próprio	27.890	Sul
Brasília	DF	Próprio	46.826	Centro-Oeste
São Paulo	SP	Alugado	21.738	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	130.381	Sudeste
Belo Horizonte	MG	Alugado	10.000	Sudeste
Contagem	MG	Próprio	96.503	Sudeste
Belo Horizonte	MG	Alugado	11.794	Sudeste
Belo Horizonte	MG	Próprio	46.720	Sudeste
Belo Horizonte	MG	Próprio	11.332	Sudeste
São Paulo	SP	Alugado	18.926	Sudeste
Santo André	SP	Próprio	36.230	Sudeste
Brasília	DF	Próprio	59.404	Centro-Oeste
Santos	SP	Próprio	25.174	Sudeste
Brasília	DF	Próprio	48.279	Centro-Oeste
São Paulo	SP	Próprio	34.442	Sudeste
São Paulo	SP	Alugado	5.534	Sudeste

São Paulo	SP	Alugado	29.356	Sudeste
São Gonçalo	RJ	Alugado	22.205	Sudeste
Rio de Janeiro	RJ	Alugado	97.526	Sudeste
Rio de Janeiro	RJ	Alugado	9.983	Sudeste
Osasco	SP	Próprio	213.669	Sudeste
Manaus	AM	Alugado	14.795	Norte
Brasília	DF	Alugado	95.364	Centro-Oeste
Duque de Caxias	RJ	Alugado	110.294	Sudeste
Barueri	SP	Alugado	254.642	Sudeste
Contagem	MG	Alugado	18.989	Sudeste
Cabo De Santo Agostinho	PE	Alugado	23.769	Nordeste
Vacaria	RS	Alugado	15.695	Sul
Limeira	SP	Próprio	10.280	Sudeste
Manaus	AM	Alugado	5.260	Norte
Manaus	AM	Alugado	6.952	Norte
Canoas	RS	Próprio	59.028	Sul
Campinas	SP	Próprio	71.261	Sudeste
Campinas	SP	Próprio	93.738	Sudeste
São Jose do Rio Preto	SP	Alugado	6.000	Sudeste
Pinhais	PR	Próprio	114.106	Sul
Curitiba	PR	Alugado	89.972	Sul

Curitiba	PR	Próprio	37.317	Sul
Farroupilha	RS	Próprio	73.840	Sul
Duque de Caxias	RJ	Alugado	5.762	Sudeste
Diadema	SP	Próprio	18.008	Sudeste
Campo Grande	MS	Próprio	35.211	Centro-Oeste
São Paulo	SP	Alugado	13.569	Sudeste
Campinas	SP	Alugado	20.020	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	11.790	Sudeste
Embu	SP	Alugado	18.289	Sudeste
Presidente Prudente	SP	Alugado	10.103	Sudeste
São Paulo	SP	Alugado	13.669	Sudeste
Santos	SP	Próprio	5.196	Sudeste
Fortaleza	CE	Alugado	4.100	Nordeste
Fortaleza	CE	Próprio	4.100	Nordeste
Goiânia	GO	Alugado	4.168	Centro-Oeste
Goiânia	GO	Próprio	62.661	Centro-Oeste
Guarulhos	SP	Próprio	99.030	Sudeste
Gravataí	RS	Alugado	7.671	Sul
Gravataí	RS	Próprio	7.671	Sul
Goiânia	GO	Alugado	37.658	Centro-Oeste
Guarujá	SP	Próprio	16.990	Sudeste

São Paulo	SP	Próprio	5.754	Sudeste
Jundiaí	SP	Próprio	80.292	Sudeste
Juiz de Fora	MG	Próprio	71.381	Sudeste
João Pessoa	PB	Próprio	9.173	Nordeste
João Pessoa	PB	Próprio	97.035	Nordeste
Londrina	PR	Próprio	60.000	Sul
Manaus	AM	Alugado	18.000	Norte
Manaus	AM	Próprio	30.000	Norte
Manaus	AM	Alugado	37.489	Norte
Natal	RN	Próprio	104.200	Nordeste
São Paulo	SP	Próprio	19.961	Sudeste
Natal	RN	Alugado	25.572	Nordeste
Osasco	SP	Próprio	159.289	Sudeste
Piracicaba	SP	Próprio	130.329	Sudeste
Porto Alegre	RS	Próprio	59.028	Sul
Campo Grande	RS	Próprio	34.642	Sul
Recife	PE	Alugado	41.077	Nordeste
Recife	PE	Alugado	115.65,31	Nordeste
Recife	PE	Próprio	115.36,01	Nordeste
Recife	PE	Próprio	77.413	Nordeste
Rio de Janeiro	RJ	Próprio	104.158	Sudeste

Rio de Janeiro	RJ	Próprio	88.279	Sudeste
Rio de Janeiro	RJ	Próprio	99.247	Sudeste
Campos dos Goitacazes	RJ	Próprio	99.525	Sudeste
Rio de Janeiro	RJ	Próprio	50.186	Sudeste
Ribeirão Preto	SP	Próprio	48.161	Sudeste
Ribeirão Preto	SP	Próprio	25.854	Sudeste
São Vicente	SP	Próprio	59.633	Sudeste
São Bernardo do Campo	SP	Próprio	93.241	Sudeste
São Bernardo do Campo	SP	Próprio	36.406	Sudeste
São Paulo	SP	Alugado	9.789	Sudeste
São Bernardo do Campo	SP	Próprio	20.023	Sudeste
São Caetano	SP	Próprio	103.899	Sudeste
São Paulo	SP	Alugado	8.789	Sudeste
São Jose dos Campos	SP	Próprio	78.421	Sudeste
São Jose do Rio Preto	SP	Próprio	187.987	Sudeste
São Paulo	RS	Alugado	8.139	Sul
Sorocaba	SP	Próprio	89.609	Sudeste
Sorocaba	SP	Próprio	40.500	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	76.712	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	53.925	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	70.340	Sudeste

São Paulo	SP	Próprio	71.555	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	55.870	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	16.264	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	57.850	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	41.644	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	97.000	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	61.049	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	83.197	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	25.324	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	74.264	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	15.480	Sudeste
Santo André	SP	Próprio	73.649	Sudeste
Santo André	SP	Próprio	42.839	Sudeste
Taboão Da Serra	SP	Próprio	40.000	Sudeste
Taubaté	SP	Próprio	34.928	Sudeste
Barueri	SP	Próprio	23.297	Sudeste
São Paulo	SP	Próprio	27.234	Sudeste
Uberlândia	MG	Próprio	59.887	Sudeste
Vila Velha	ES	Alugado	9.800	Sudeste

5.2. Memorial de Cálculo

5.2.1. Cenário 1: Estrutura Atual

Tabela 12 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – DRE para a Operação Varejo; fonte: análise da equipe.

OPERAÇÃO VAREJO	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	36.751	41.538	47.534	50.280	53.147	56.720	60.463	64.454	68.708
a/a		13,0%	14,4%	5,8%	5,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%
Lucro Bruto	7.466	8.405	9.501	10.257	10.842	11.571	12.334	13.149	14.016
Margem	20,3%	20,2%	20,0%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%
SG&A¹³	(5.276)	(5.598)	(6.271)	(6.496)	(6.767)	(7.046)	(7.328)	(7.621)	(7.925)
a/a		6,1%	12,0%	3,6%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%
EBITDA	2.190	2.807	3.230	3.761	4.075	4.525	5.007	5.528	6.091
Margem	6,0%	6,8%	6,8%	7,5%	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%
D&A	(524)	(524)	(574)	(657)	(651)	(766)	(879)	(996)	(1.116)
Resultado Financeiro	(498)	(703)	(781)	(660)	(334)	(430)	(450)	(463)	(468)
Lucro antes de impostos	1.168	1.580	1.875	2.444	3.090	3.328	3.678	4.069	4.506
IR & CS¹⁴	(546)	(593)	(511)	(731)	(1.051)	(1.132)	(1.250)	(1.383)	(1.532)
Imposto efetivo	46,7%	37,5%	27,3%	29,9%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
Lucro Líquido	622	987	1.364	1.713	2.039	2.197	2.427	2.686	2.974
Margem	1,7%	2,4%	2,9%	3,4%	3,8%	3,9%	4,0%	4,2%	4,3%
Dividendos					1.020	1.098	1.214	1.343	1.487
% do lucro					50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
a/a						8%	10%	11%	11%
DVD (12%)					910	876	864	853	844

¹³ Selling, General and Administrative Expenses, em português, Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas.

¹⁴ Imposto de Renda e Contribuição Social.

Tabela 13 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – Indicadores Financeiros; fonte: análise da equipe.

INDICADORES FINANCEIROS	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Lucro Líquido	622	987	1.364	1.713	2.039	2.197	2.427	2.686	2.974
Patrimônio Líquido	6.108	7.031	8.449	13.140	14.160	15.258	16.472	17.814	19.302
NOPAT	1.100	1.507	1.753	2.049	2.260	2.481	2.725	2.991	3.283
IC	11.144	12.283	13.187	13.720	14.985	16.334	17.708	19.114	20.558
ROE		15,0%	17,6%	15,9%	14,9%	14,9%	15,3%	15,7%	16,0%
ROIC		12,9%	13,8%	15,2%	15,7%	15,8%	16,0%	16,2%	16,6%
ILC	0,90x	1,10x	1,03x	1,03x	1,02x	1,01x	1,01x	1,01x	1,02x
Dívida sobre PL	94,7%	108,1%	84,3%	50,4%	46,8%	43,4%	40,2%	37,2%	34,3%

Tabela 14 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – Balanço Patrimonial; fonte: análise da equipe.

BALANÇO	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Caixa e equivalentes	1.852	2.882	3.242	4.804	4.559	4.308	4.148	4.084	4.128
Recebíveis	4.191	4.874	5.336	6.298	6.643	7.090	7.558	8.057	8.588
Estoques	3.341	4.009	4.751	4.999	5.288	5.644	6.016	6.413	6.836
Outros	697	1.376	432	657	657	657	657	657	657
ATIVO CIRCULANTE	10.081	13.141	13.761	16.758	17.148	17.699	18.379	19.211	20.210
Investimentos	0	45	66	75	75	75	75	75	75
Imobilizado	6.943	7.917	8.941	9.597	10.338	11.104	11.867	12.636	13.413
Intangível	2.009	2.053	2.166	2.236	2.704	3.156	3.630	4.122	4.633
Outros	2.548	2.885	3.394	5.212	5.212	5.212	5.212	5.212	5.212
ATIVO NÃO CIRCULANTE	11.500	12.900	14.567	17.120	18.329	19.547	20.785	22.045	23.333
ATIVO TOTAL	21.581	26.041	28.328	33.878	35.476	37.246	39.163	41.256	43.543
Fornecedores	5.340	6.570	8.007	9.410	9.989	10.660	11.364	12.114	12.913
Empréstimos e Financiamentos	2.146	1.243	645	1.461	1.461	1.461	1.461	1.461	1.461
Operações com cartão de crédito	2.643	2.771	3.042	4.032	4.032	4.032	4.032	4.032	4.032
Outros	1.063	1.405	1.627	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381
PASSIVO CIRCULANTE	11.192	11.989	13.321	16.284	16.863	17.534	18.238	18.988	19.787
Empréstimos e Financiamentos	920	3.565	3.394	1.016	1.016	1.016	1.016	1.016	1.016
Operações com cartão de crédito	78	22	38	116	116	116	116	116	116
Outros	3.283	3.434	3.126	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	4.281	7.021	6.558	4.454	4.454	4.454	4.454	4.454	4.454
PASSIVO TOTAL	15.473	19.010	19.879	20.738	21.317	21.988	22.692	23.442	24.241
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	6.108	7.031	8.449	13.140	14.160	15.258	16.472	17.814	19.302

Tabela 15 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – Fluxo de Caixa; fonte: análise da equipe.

FLUXO DE CAIXA	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Lucro Líquido - Operação Varejo		987	1.364	1.713	2.039	2.197	2.427	2.686	2.974
Lucro Líquido		987	1.364	1.713	2.039	2.197	2.427	2.686	2.974
Margem líquida		2,4%	2,9%	3,4%	3,8%	3,9%	4,0%	4,2%	4,3%
Depreciação e amortização		524	574	657	651	766	879	996	1.116
Variação no Capital de Giro		(121)	233	193	(56)	(131)	(137)	(146)	(156)
Variação em outros ativos não circ		(186)	(817)	(1.622)	-	-	-	-	-
Outros ajustes		(944)	722	(975)	-	-	-	-	-
FLUXO AT. OPERACIONAIS		260	2.076	(34)	2.635	2.833	3.169	3.535	3.935
FLUXO AT. INVESTIMENTO		(1.592)	(1.786)	(1.808)	(1.860)	(1.985)	(2.116)	(2.256)	(2.405)
Dívida		956	(815)	(2.267)	-	-	-	-	-
Equity		-	208	3.028	-	-	-	-	-
Dividendos		(58)	(63)	(205)	(1.020)	(1.098)	(1.214)	(1.343)	(1.487)
FLUXO AT. INVESTIMENTO		898	(670)	556	(1.020)	(1.098)	(1.214)	(1.343)	(1.487)
FLUXO DE CAIXA		(434)	(380)	(1.286)	(245)	(251)	(161)	(63)	43
Caixa BOP ¹⁵		1.852	2.882	3.242	4.804	4.559	4.308	4.148	4.084
Caixa EOP ¹⁶		2.882	3.242	4.804	4.559	4.308	4.148	4.084	4.128
FC		1.030	360	1.562	(245)	(251)	(161)	(63)	43

¹⁵ *Beginning of period*, em português, início do período, i.e., dia 1 de janeiro do ano fiscal referido.

¹⁶ *End of period*, em português, fim do período, i.e., dia 31 de dezembro do ano fiscal referido.

Tabela 16 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – Ativos Fixos; fonte: análise da equipe.

ATIVOS FIXOS	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Terrenos	1.712	1.868	1.956	1.992	1.992	1.992	1.992	1.992	1.992
Edifícios	3.381	3.831	4.456	5.072	5.282	5.537	5.763	5.974	6.173
Outros	1.850	2.218	2.529	2.533	3.063	3.575	4.112	4.670	5.248
Imobilizado	6.943	7.917	8.941	9.597	10.338	11.104	11.867	12.636	13.413
Intangível	2.009	2.053	2.166	2.236	2.704	3.156	3.630	4.122	4.633

Tabela 17 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – D&A; fonte: análise da equipe.

D&A	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Terrenos		-	-	-	-	-	-	-	-
Edifícios		(90)	(104)	(119)	(127)	(132)	(138)	(144)	(149)
Intangível e Outros Imobilizados		(434)	(470)	(538)	(525)	(634)	(740)	(852)	(967)
Taxa implícita		10,7%	10,5%	11,4%	10,0%	10,2%	10,2%	10,3%	10,4%
Depreciação e amortização	(524)	(524)	(574)	(657)	(651)	(766)	(879)	(996)	(1.116)
Taxa implícita		5,5%	5,4%	5,7%	5,2%	5,6%	5,9%	6,2%	6,4%

Tabela 18 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – Capex; fonte: análise da equipe.

CAPEX	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Terrenos					-	-	-	-	-
Edifícios					337	386	365	355	348
Intangível e Outros Imobilizados					1.523	1.599	1.752	1.901	2.057
Capital Expenditures	1.653	1.592	1.786	1.808	1.860	1.985	2.116	2.256	2.405
% receita líquida	4,5%	3,8%	3,8%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Tabela 19 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – Capital de Giro; fonte: análise da equipe.

CAPITAL DE GIRO	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	36.751	41.538	47.534	50.280	53.147	56.720	60.463	64.454	68.708
COGS ¹⁷	(29.285)	(33.133)	(38.033)	(40.023)	(42.305)	(45.149)	(48.129)	(51.305)	(54.691)
Recebíveis	4.191	4.874	5.336	6.298	6.643	7.090	7.558	8.057	8.588
# de dias	41	42	40	45	45	45	45	45	45
Estoques	3.341	4.009	4.751	4.999	5.288	5.644	6.016	6.413	6.836
# de dias	41	44	45	45	45	45	45	45	45
Fornecedores	5.340	6.570	8.007	9.410	9.989	10.660	11.364	12.114	12.913
# de dias	66	71	76	85	85	85	85	85	85
Capital de Giro	2.192	2.313	2.080	1.887	1.943	2.073	2.210	2.356	2.512
Ciclo de conversão de caixa	16	14	10	5	5	5	5	5	5

¹⁷ Cost of Goods Sold, em português, Custo da Mercadoria Vendida.

Tabela 20 - Memorial de Cálculo para o Cenário 1 – Resultado Financeiro; fonte: análise da equipe.

RESULTADO FINANCEIRO	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Caixa	1.852	2.882	3.242	4.804	4.559	4.308	4.148	4.084	4.128
Divida	5.787	7.601	7.119	6.625	6.625	6.625	6.625	6.625	6.625
Dívida Líquida	3.935	4.719	3.877	1.821	2.066	2.317	2.477	2.541	2.497
Selic	11,75%	14,25%	13,75%	6,75%	6,50%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Receita Financeira		1.533	1.160	422	312	365	345	332	327
Taxa		64,8%	37,9%	10,5%	6,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
%CDI		454,5%	275,5%	155,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Despesa Financeira		(2.236)	(1.941)	(1.082)	(646)	(795)	(795)	(795)	(795)
Taxa		33,4%	26,4%	15,7%	9,8%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
%CDI		234,4%	191,8%	233,3%	150,0%	150,0%	150,0%	150,0%	150,0%
Receita Financeira		(703)	(781)	(660)	(334)	(430)	(450)	(463)	(468)
Dívida/PL		67,1%	45,9%	13,9%	14,6%	15,2%	15,0%	14,3%	12,9%

5.2.2. Cenário 2: Sociedade de Propósito Específico – Lucro Presumido

Tabela 21 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – DRE para a Operação Varejo; fonte: análise da equipe.

OPERAÇÃO VAREJO	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	36.751	41.538	47.534	50.280	53.147	56.720	60.463	64.454	68.708
a/a		13,0%	14,4%	5,8%	5,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%
Lucro Bruto	7.466	8.405	9.501	10.257	10.842	11.571	12.334	13.149	14.016
Margem	20,3%	20,2%	20,0%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%
Despesas Totais	(5.276)	(5.598)	(6.271)	(6.496)	(7.830)	(8.156)	(8.483)	(8.822)	(9.175)
SG&A	(5.276)	(5.598)	(6.271)	(6.496)	(6.767)	(7.046)	(7.328)	(7.621)	(7.925)
a/a		6,1%	12,0%	3,6%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%
Aluguéis	-	-	-	-	(1.063)	(1.111)	(1.155)	(1.201)	(1.249)
%receita					2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%
EBITDA	2.190	2.807	3.230	3.761	3.012	3.414	3.852	4.327	4.842
Margem	6,0%	6,8%	6,8%	7,5%	5,7%	6,0%	6,4%	6,7%	7,0%
D&A	(524)	(524)	(574)	(657)	(525)	(640)	(752)	(869)	(990)
Resultado Financeiro	(498)	(703)	(781)	(660)	(334)	(442)	(456)	(462)	(461)
Lucro antes de impostos	1.168	1.580	1.875	2.444	2.154	2.333	2.644	2.995	3.391
IR & CS	(546)	(593)	(511)	(731)	(732)	(793)	(899)	(1.018)	(1.153)
Imposto efetivo	46,7%	37,5%	27,3%	29,9%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
Lucro Líquido	622	987	1.364	1.713	1.422	1.540	1.745	1.977	2.238
Margem	1,7%	2,4%	2,9%	3,4%	2,7%	2,7%	2,9%	3,1%	3,3%

Tabela 22 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – DRE para a Operação SPE-LP; fonte: análise da equipe.

OPERAÇÃO SPE-LP	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Área de vendas (m²)	1.540.500	1.619.200	1.701.900	1.721.000	1.721.000	1.721.000	1.721.000	1.721.000	1.721.000
a/a		5,1%	5,1%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aluguel mensal por m²					51	54	56	58	60
IGP-M						4,5%	4,0%	4,0%	4,0%
Receita Bruta					1.063	1.111	1.155	1.201	1.249
Despesas administrativas					(21)	(22)	(23)	(24)	(25)
% receita bruta					2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
ITBI					(424)				
% valor venal					3,0%				
EBITDA					618	1.088	1.132	1.177	1.224
D&A					(127)	(127)	(127)	(127)	(127)
Lucro antes de impostos					491	962	1.005	1.050	1.098
IR & CS					(154)	(161)	(168)	(175)	(182)
SPE-LP					14,53%	14,53%	14,53%	14,53%	14,53%
Taxa efetiva					31,5%	16,8%	16,7%	16,6%	16,5%
Lucro Líquido					337	800	837	876	916
Margem					31,7%	72,1%	72,5%	72,9%	73,3%

Tabela 23 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – DRE Consolidada; fonte: análise da equipe.

CONSOLIDADO	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBITDA - Operação Varejo	2.807	3.230	3.761		3.012	3.414	3.852	4.327	4.842
EBITDA - SPE-LP	-	-	-		618	1.088	1.132	1.177	1.224
EBITDA Total	2.807	3.230	3.761		3.630	4.503	4.984	5.504	6.066
D&A	(524)	(574)	(657)		(651)	(766)	(879)	(996)	(1.116)
Resultado Financeiro	(703)	(781)	(660)		(334)	(442)	(456)	(462)	(461)
Lucro Antes de Impostos	1.580	1.875	2.444		2.645	3.295	3.649	4.046	4.489
IR & CS - Operação Varejo	(593)	(511)	(731)		(732)	(793)	(899)	(1.018)	(1.153)
IR & CS - SPE-LP	-	-	-		(154)	(161)	(168)	(175)	(182)
IR & CS Total	(593)	(511)	(731)		(887)	(955)	(1.067)	(1.193)	(1.335)
Taxa Efetiva - Cenário 2	37,5%	27,3%	29,9%		33,5%	29,0%	29,2%	29,5%	29,7%
Taxa Efetiva - Cenário 1	37,5%	27,3%	29,9%		34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
Diferença	0,0%	0,0%	0,0%		(0,5%)	(5,0%)	(4,8%)	(4,5%)	(4,3%)
Lucro Líquido - Operação Varejo	987	1.364	1.713		1.422	1.540	1.745	1.977	2.238
Lucro Líquido - SPE-LP	-	-	-		337	800	837	876	916
Lucro Líquido Total	987	1.364	1.713		1.758	2.340	2.582	2.853	3.154
Margem líquida	2,4%	2,9%	3,4%		3,3%	4,1%	4,3%	4,4%	4,6%

Tabela 24 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Dividendos Consolidados; fonte: análise da equipe.

DIVIDENDOS CONSOLIDADOS	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Dividendos - Operação Varejo					711	770	872	988	1.119
Dividendos - SPE-LP					168	400	419	438	458
Dividendos Total					879	1.170	1.291	1.426	1.577
% do lucro					50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Dividendos - Cenário 1					1.020	1.098	1.214	1.343	1.487
Dividendos - Cenário 2					879	1.170	1.291	1.426	1.577
%					(13,8%)	6,5%	6,4%	6,2%	6,1%
Valuation - Varejo (12%)					635	614	621	628	635
Valuation - SPE-LP (8%)					156	343	332	322	312

Tabela 25 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Indicadores Financeiros; fonte: análise da equipe.

INDICADORES FINANCEIROS	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Lucro Líquido	622	987	1.364	1.713	1.758	2.340	2.582	2.853	3.154
Patrimônio Líquido	6.108	7.031	8.449	13.140	14.019	15.189	16.480	17.907	19.484
NOPAT	1.100	1.507	1.753	2.049	1.978	2.632	2.883	3.158	3.458
IC	11.144	12.283	13.187	13.720	14.985	16.334	17.708	19.114	20.558
ROE		15,0%	17,6%	15,9%	12,9%	16,0%	16,3%	16,6%	16,9%
ROIC		12,9%	13,8%	15,2%	13,8%	16,8%	16,9%	17,2%	17,4%
ILC	0,90x	1,10x	1,03x	1,03x	1,01x	1,01x	1,01x	1,02x	1,03x
Dívida sobre PL	94,7%	108,1%	84,3%	50,4%	47,3%	43,6%	40,2%	37,0%	34,0%

Tabela 26 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Balanço Patrimonial; fonte: análise da equipe.

BALANÇO	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Caixa e equivalentes	1.852	2.882	3.242	4.804	4.419	4.239	4.156	4.177	4.310
Recebíveis	4.191	4.874	5.336	6.298	6.643	7.090	7.558	8.057	8.588
Estoques	3.341	4.009	4.751	4.999	5.288	5.644	6.016	6.413	6.836
Outros	697	1.376	432	657	657	657	657	657	657
ATIVO CIRCULANTE	10.081	13.141	13.761	16.758	17.007	17.630	18.387	19.304	20.392
Investimentos	-	45	66	75	75	75	75	75	75
Imobilizado	6.943	7.917	8.941	9.597	10.338	11.104	11.867	12.636	13.413
Intangível	2.009	2.053	2.166	2.236	2.704	3.156	3.630	4.122	4.633
Outros	2.548	2.885	3.394	5.212	5.212	5.212	5.212	5.212	5.212
ATIVO NÃO CIRCULANTE	11.500	12.900	14.567	17.120	18.329	19.547	20.785	22.045	23.333
ATIVO TOTAL	21.581	26.041	28.328	33.878	35.336	37.177	39.172	41.348	43.725
Fornecedores	5.340	6.570	8.007	9.410	9.989	10.660	11.364	12.114	12.913
Empréstimos e Financiamentos	2.146	1.243	645	1.461	1.461	1.461	1.461	1.461	1.461
Operações com cartão de crédito	2.643	2.771	3.042	4.032	4.032	4.032	4.032	4.032	4.032
Outros	1.063	1.405	1.627	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381
PASSIVO CIRCULANTE	11.192	11.989	13.321	16.284	16.863	17.534	18.238	18.988	19.787
Empréstimos e Financiamentos	920	3.565	3.394	1.016	1.016	1.016	1.016	1.016	1.016
Operações com cartão de crédito	78	22	38	116	116	116	116	116	116
Outros	3.283	3.434	3.126	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	4.281	7.021	6.558	4.454	4.454	4.454	4.454	4.454	4.454
PASSIVO	15.473	19.010	19.879	20.738	21.317	21.988	22.692	23.442	24.241
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	6.108	7.031	8.449	13.140	14.019	15.189	16.480	17.907	19.484

Tabela 27 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Fluxo de Caixa; fonte: análise da equipe.

FLUXO DE CAIXA	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Lucro Líquido - Operação Varejo	987	1.364	1.713		1.422	1.540	1.745	1.977	2.238
Lucro Líquido - Real Estate	-	-	-		337	800	837	876	916
Lucro Líquido	987	1.364	1.713		1.758	2.340	2.582	2.853	3.154
Margem líquida	2,4%	2,9%	3,4%		3,3%	4,1%	4,3%	4,4%	4,6%
Depreciação e amortização	524	574	657		651	766	879	996	1.116
Variação no Capital de Giro	(121)	233	193		(56)	(131)	(137)	(146)	(156)
Variação em outros ativos não circ	(186)	(817)	(1.622)		0	0	0	0	0
Outros ajustes	(944)	722	(975)		0	0	0	0	0
FLUXO AT. OPERACIONAIS	260	2.076	(34)		2.354	2.976	3.324	3.703	4.115
FLUXO AT. INVESTIMENTO	(1.592)	(1.786)	(1.808)		(1.860)	(1.985)	(2.116)	(2.256)	(2.405)
Dívida	956	(815)	(2.267)		-	-	-	-	-
Equity	-	208	3.028		-	-	-	-	-
Dividendos	(58)	(63)	(205)		(879)	(1.170)	(1.291)	(1.426)	(1.577)
FLUXO AT. INVESTIMENTO	898	(670)	556		(879)	(1.170)	(1.291)	(1.426)	(1.577)
FLUXO DE CAIXA	(434)	(380)	(1.286)		(385)	(179)	(83)	20	133
Caixa BOP	1.852	2.882	3.242		4.804	4.419	4.239	4.156	4.177
Caixa EOP	2.882	3.242	4.804		4.419	4.239	4.156	4.177	4.310
FC	1.030	360	1.562		(385)	(179)	(83)	20	133

Tabela 28 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Ativos Fixos; fonte: análise da equipe.

ATIVOS FIXOS	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Terrenos	1.712	1.868	1.956	1.992	1.992	1.992	1.992	1.992	1.992
Edifícios	3.381	3.831	4.456	5.072	5.282	5.537	5.763	5.974	6.173
Outros	1.850	2.218	2.529	2.533	3.063	3.575	4.112	4.670	5.248
Imobilizado	6.943	7.917	8.941	9.597	10.338	11.104	11.867	12.636	13.413
Intangível	2.009	2.053	2.166	2.236	2.704	3.156	3.630	4.122	4.633

Tabela 29 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – D&A; fonte: análise da equipe.

D&A	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Terrenos		-	-	-	-	-	-	-	-
Edifícios		(90)	(104)	(119)	(127)	(132)	(138)	(144)	(149)
Intangível e Outros Imobilizados		(434)	(470)	(538)	(525)	(634)	(740)	(852)	(967)
Taxa implícita		10,7%	10,5%	11,4%	10,0%	10,2%	10,2%	10,3%	10,4%
Depreciação e amortização	(524)	(524)	(574)	(657)	(651)	(766)	(879)	(996)	(1.116)
Taxa implícita		5,5%	5,4%	5,7%	5,2%	5,6%	5,9%	6,2%	6,4%

Tabela 30 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Capex; fonte: análise da equipe.

CAPEX	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Terrenos					-	-	-	-	-
Edifícios					337	386	365	355	348
Intangível e Outros Imobilizados					1.523	1.599	1.752	1.901	2.057
Capital Expenditures	1.653	1.592	1.786	1.808	1.860	1.985	2.116	2.256	2.405
% receita líquida	4,5%	3,8%	3,8%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Tabela 31 - Tabela 18 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Capital de Giro; fonte: análise da equipe.

CAPITAL DE GIRO	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	36.751	41.538	47.534	50.280	53.147	56.720	60.463	64.454	68.708
COGS	(29.285)	(33.133)	(38.033)	(40.023)	(42.305)	(45.149)	(48.129)	(51.305)	(54.691)
Recebíveis	4.191	4.874	5.336	6.298	6.643	7.090	7.558	8.057	8.588
# de dias	41	42	40	45	45	45	45	45	45
Estoques	3.341	4.009	4.751	4.999	5.288	5.644	6.016	6.413	6.836
# de dias	41	44	45	45	45	45	45	45	45
Fornecedores	5.340	6.570	8.007	9.410	9.989	10.660	11.364	12.114	12.913
# de dias	66	71	76	85	85	85	85	85	85
Capital de Giro	2.192	2.313	2.080	1.887	1.943	2.073	2.210	2.356	2.512
Ciclo de conversão de caixa	16	14	10	5	5	5	5	5	5

Tabela 32 - Memorial de Cálculo para o Cenário 2 – Resultado Financeiro; fonte: análise da equipe.

RESULTADO FINANCEIRO	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Caixa	1.852	2.882	3.242	4.804	4.419	4.239	4.156	4.177	4.310
Dívida	5.787	7.601	7.119	6.625	6.625	6.625	6.625	6.625	6.625
Dívida Líquida	3.935	4.719	3.877	1.821	2.206	2.386	2.469	2.448	2.315
Selic	11,75%	14,25%	13,75%	6,75%	6,50%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Receita Financeira		1.533	1.160	422	312	353	339	333	334
Taxa		64,8%	37,9%	10,5%	6,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
%CDI		454,5%	275,5%	155,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Despesa Financeira		(2.236)	(1.941)	(1.082)	(646)	(795)	(795)	(795)	(795)
Taxa		33,4%	26,4%	15,7%	9,8%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
%CDI		234,4%	191,8%	233,3%	150,0%	150,0%	150,0%	150,0%	150,0%
Receita Financeira		(703)	(781)	(660)	(334)	(442)	(456)	(462)	(461)
Dívida/PL		67,1%	45,9%	13,9%	15,7%	15,7%	15,0%	13,7%	11,9%

5.2.3 Cenário 3: Fundo de Investimento Imobiliário

Tabela 33 - Tabela 20 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – DRE para a Operação Varejo; fonte: análise da equipe.

OPERAÇÃO VAREJO	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	36.751	41.538	47.534	50.280	53.147	56.720	60.463	64.454	68.708
a/a		13,0%	14,4%	5,8%	5,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%
Lucro Bruto	7.466	8.405	9.501	10.257	10.842	11.571	12.334	13.149	14.016
Margem	20,3%	20,2%	20,0%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%
Despesas Totais	(5.276)	(5.598)	(6.271)	(6.496)	(8.340)	(8.156)	(8.483)	(8.822)	(9.175)
SG&A	(5.276)	(5.598)	(6.271)	(6.496)	(6.767)	(7.046)	(7.328)	(7.621)	(7.925)
a/a		6,1%	12,0%	3,6%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%
Aluguéis					(1.063)	(1.111)	(1.155)	(1.201)	(1.249)
%receita					(2,0%)				
ITBI					(510)	-	-	-	-
EBITDA	2.190	2.807	3.230	3.761	2.502	3.414	3.852	4.327	4.842
Margem	6,0%	6,8%	6,8%	7,5%	4,7%	6,0%	6,4%	6,7%	7,0%
D&A	(524)	(524)	(574)	(657)	(527)	(527)	(544)	(568)	(599)
Resultado Financeiro	(498)	(703)	(781)	(660)	(334)	415	479	550	630
Lucro antes de impostos	1.168	1.580	1.875	2.444	1.641	3.303	3.787	4.309	4.873
IR & CS	(546)	(593)	(511)	(731)	(558)	(1.123)	(1.287)	(1.465)	(1.657)
Imposto efetivo	46,7%	37,5%	27,3%	29,9%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
Lucro Líquido	622	987	1.364	1.713	1.083	2.180	2.499	2.844	3.216
Margem	1,7%	2,4%	2,9%	3,4%	2,0%	3,8%	4,1%	4,4%	4,7%
Dividendos					542	1.090	1.250	1.422	1.608
Imposto efetivo					50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Valuation - Varejo					484	869	889	904	912
Valuation - FII					8.727				

Tabela 34 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – DRE para a Operação FII; fonte: análise da equipe.

OPERAÇÃO FII	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Área de vendas (m²)					1.721.000	1.721.000	1.721.000	1.721.000	1.721.000
a/a						0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aluguel mensal por m² (2%)					51	54	56	58	60
IGPM						4,5%	4,0%	4,0%	4,0%
Receita Bruta					1.063	1.111	1.155	1.201	1.249
Despesas administrativas					(21)	(22)	(23)	(24)	(25)
% receita bruta					2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Imposto sobre receita de locações					0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA					1.042	1.088	1.132	1.177	1.224
FRA ¹⁸					(21)	(22)	(23)	(24)	(25)
% receita bruta					2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
RODi					1.020	1.066	1.109	1.153	1.199

¹⁸ Fundo de Reposição de Ativos.

Tabela 35 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Indicadores Financeiros; fonte: análise da equipe.

INDICADORES FINANCEIROS	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Lucro Líquido	622	987	1.364	1.713	1.083	2.180	2.499	2.844	3.216
Patrimônio Líquido	6.108	7.031	8.449	13.140	13.243	14.332	15.582	17.004	18.612
NOPAT	1.100	1.507	1.753	2.049	1.304	1.906	2.183	2.481	2.800
IC	11.144	12.283	13.187	13.720	6.817	7.106	7.460	7.890	8.345
ROE		15,0%	17,6%	15,9%	8,2%	15,8%	16,7%	17,5%	18,1%
ROIC		12,9%	13,8%	15,2%	12,7%	27,4%	30,0%	32,3%	34,5%
ILC	0,90x	1,10x	1,03x	1,03x	1,56x	1,61x	1,66x	1,70x	1,76x
Dívida sobre PL	94,7%	108,1%	84,3%	50,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Tabela 36 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Valuation do FII; fonte: análise da equipe.

Ano	ABL R\$ mil	Aluguel R\$/m²/mês	ROL R\$ mil	Despesas R\$ mil	RODi R\$ mil	VOI-20 R\$ mil	VP R\$ mil	Duration anos	Payback anos
2018	1.721	51,47	1.063	(43)	1.020	-	945	0,06	(15.969)
2019	1.721	53,78	1.111	(44)	1.066	-	914	0,11	(14.903)
2020	1.721	55,93	1.155	(46)	1.109	-	880	0,16	(13.794)
2021	1.721	58,17	1.201	(48)	1.153	-	848	0,20	(12.641)
2022	1.721	60,49	1.249	(50)	1.199	-	816	0,24	(11.441)
2023	1.721	62,91	1.299	(52)	1.247	-	786	0,28	(10.194)
2024	1.721	65,43	1.351	(54)	1.297	-	757	0,31	(8.897)
2025	1.721	68,05	1.405	(56)	1.349	-	729	0,34	(7.548)
2026	1.721	70,77	1.462	(58)	1.403	-	702	0,37	(6.145)
2027	1.721	73,60	1.520	(61)	1.459	-	676	0,40	(4.685)
2028	1.721	76,55	1.581	(63)	1.518	-	651	0,42	(3.168)
2029	1.721	79,61	1.644	(66)	1.578	-	627	0,44	(1.590)
2030	1.721	82,79	1.710	(68)	1.641	-	604	0,46	52
2031	1.721	86,10	1.778	(71)	1.707	-	581	0,48	1.759
2032	1.721	89,55	1.849	(74)	1.775	-	560	0,49	3.534
2033	1.721	93,13	1.923	(77)	1.846	-	539	0,51	5.381
2034	1.721	96,85	2.000	(80)	1.920	-	519	0,52	7.301
2035	1.721	100,73	2.080	(83)	1.997	-	500	0,53	9.298
2036	1.721	104,76	2.163	(87)	2.077	-	481	0,54	11.375
2037	1.721	108,95	2.250	(90)	2.160	15.905	3.876	4,56	13.535
VOI-0							16.990		

Tabela 37 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Balanço Patrimonial; fonte: análise da equipe.

BALANÇO	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Caixa e equivalentes	1.852	2.882	3.242	4.804	5.184	5.986	6.881	7.873	9.026
Recebíveis	4.191	4.874	5.336	6.298	6.643	7.090	7.558	8.057	8.588
Estoques	3.341	4.009	4.751	4.999	5.288	5.644	6.016	6.413	6.836
Outros	697	1.376	432	657	657	657	657	657	657
ATIVO CIRCULANTE	10.081	13.141	13.761	16.758	17.773	19.376	21.112	23.000	25.108
Investimentos	-	45	66	75	75	75	75	75	75
Imobilizado	6.943	7.917	8.941	9.597	2.642	2.726	2.842	2.993	3.153
Intangível	2.009	2.053	2.166	2.236	2.233	2.307	2.408	2.540	2.680
Outros	2.548	2.885	3.394	5.212	5.212	5.212	5.212	5.212	5.212
ATIVO NÃO CIRCULANTE	11.500	12.900	14.567	17.120	10.161	10.319	10.537	10.821	11.120
ATIVO TOTAL	21.581	26.041	28.328	33.878	27.934	29.696	31.649	33.821	36.228
Fornecedores	5.340	6.570	8.007	9.410	9.989	10.660	11.364	12.114	12.913
Empréstimos e Financiamentos	2.146	1.243	645	1.461	-	-	-	-	-
Operações com cartão de crédito	2.643	2.771	3.042	4.032	-	-	-	-	-
Outros	1.063	1.405	1.627	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381	1.381
PASSIVO CIRCULANTE	11.192	11.989	13.321	16.284	11.370	12.041	12.745	13.495	14.294
Empréstimos e Financiamentos	920	3.565	3.394	1.016	-	-	-	-	-
Operações com cartão de crédito	78	22	38	116	-	-	-	-	-
Outros	3.283	3.434	3.126	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	4.281	7.021	6.558	4.454	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322
PASSIVO TOTAL	15.473	19.010	19.879	20.738	14.692	15.363	16.067	16.817	17.616
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	6.108	7.031	8.449	13.140	13.243	14.332	15.582	17.004	18.612

Tabela 38 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Fluxo de Caixa; fonte: análise da equipe.

FLUXO DE CAIXA	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Lucro Líquido	987	1.364	1.713		1.083	2.180	2.499	2.844	3.216
Depreciação e amortização	524	574	657		527	527	544	568	599
Variação no Capital de Giro	(121)	233	193		(56)	(131)	(137)	(146)	(156)
Variação em outros ativos não circ	(186)	(817)	(1.622)		-	-	-	-	-
Outros ajustes	(607)	1.231	843		-	-	-	-	-
FLUXO AT. OPERACIONAIS	597	2.585	1.784		1.555	2.576	2.906	3.266	3.659
FLUXO AT. INVESTIMENTO	(1.592)	(1.786)	(1.808)		(633)	(685)	(762)	(852)	(898)
Dívida	956	(815)	(2.267)		-	-	-	-	-
Equity	-	208	3.028		-	-	-	-	-
Dividendos	(58)	(63)	(205)		(542)	(1.090)	(1.250)	(1.422)	(1.608)
Dividendo Extraordinário					(9.426)				
FLUXO AT. INVESTIMENTO	898	(670)	556		(9.967)	(1.090)	(1.250)	(1.422)	(1.608)
FLUXO DE CAIXA	(97)	129	532		(9.045)	801	895	992	1.153
Caixa BOP	1.852	2.882	3.242		4.804	5.184	5.986	6.881	7.873
Caixa EOP	2.882	3.242	4.804		5.184	5.986	6.881	7.873	9.026
FC	1.030	360	1.562		380	801	895	992	1.153

Tabela 39 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Ativos Fixos; fonte: análise da equipe.

ATIVOS FIXOS	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Terrenos	1.712	1.868	1.956	1.992	-	-	-	-	-
Edifícios	3.381	3.831	4.456	5.072	112	113	114	116	117
Outros	1.850	2.218	2.529	2.533	2.530	2.613	2.728	2.878	3.036
Imobilizado	6.943	7.917	8.941	9.597	2.642	2.726	2.842	2.993	3.153
Intangível	2.009	2.053	2.166	2.236	2.233	2.307	2.408	2.540	2.680

Tabela 40 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – D&A; fonte: análise da equipe.

D&A	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Terrenos		-	-	-	-	-	-	-	-
Edifícios		(90)	(104)	(119)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Intangível e Outros Imobilizados		(434)	(470)	(538)	(525)	(524)	(541)	(565)	(596)
Taxa implícita		10,7%	10,5%	11,4%	11,0%	10,8%	10,8%	10,7%	10,7%
Depreciação e amortização	(524)	(524)	(574)	(657)	(527)	(527)	(544)	(568)	(599)
Taxa implícita		5,5%	5,4%	5,7%	6,3%	10,6%	10,6%	10,5%	10,5%

Tabela 41 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Capex; fonte: análise da equipe.

CAPEX	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Terrenos					-	-	-	-	-
Edifícios					115	4	4	4	5
Intangível e Outros Imobilizados					518	681	758	847	894
Capital Expenditures	1.653	1.592	1.786	1.808	633	685	762	852	898
% Receita Líquida	4,5%	303,8%	311,1%	275,2%	120,0%	130,0%	140,0%	150,0%	150,0%

Tabela 42 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Capital de Giro; fonte: análise da equipe.

CAPITAL DE GIRO	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	36.751	41.538	47.534	50.280	53.147	56.720	60.463	64.454	68.708
COGS	(29.285)	(33.133)	(38.033)	(40.023)	(42.305)	(45.149)	(48.129)	(51.305)	(54.691)
Recebíveis	4.191	4.874	5.336	6.298	6.643	7.090	7.558	8.057	8.588
# de dias	41	42	40	45	45	45	45	45	45
Estoques	3.341	4.009	4.751	4.999	5.288	5.644	6.016	6.413	6.836
# de dias	41	44	45	45	45	45	45	45	45
Fornecedores	5.340	6.570	8.007	9.410	9.989	10.660	11.364	12.114	12.913
# de dias	66	71	76	85	85	85	85	85	85
Capital de Giro	2.192	2.313	2.080	1.887	1.943	2.073	2.210	2.356	2.512
Ciclo de conversão de caixa	16	14	10	5	5	5	5	5	5

Tabela 43 - Memorial de Cálculo para o Cenário 3 – Resultado Financeiro; fonte: análise da equipe.

RESULTADO FINANCEIRO	2014R	2015R	2016R	2017R	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Caixa	1.852	2.882	3.242	4.804	5.184	5.986	6.881	7.873	9.026
Dívida	5.787	7.601	7.119	6.625	-	-	-	-	-
Dívida Líquida	3.935	4.719	3.877	1.821	(5.184)	(5.986)	(6.881)	(7.873)	(9.026)
SELIC	11,75%	14,25%	13,75%	6,75%	6,50%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Receita Financeira		1.533	1.160	422	312	415	479	550	630
Taxa		64,8%	37,9%	10,5%	6,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
%CDI		454,5%	275,5%	155,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Despesa Financeira		(2.236)	(1.941)	(1.082)	(646)	-	-	-	-
Taxa		33,4%	26,4%	15,7%	9,8%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
%CDI		234,4%	191,8%	233,3%	150,0%	150,0%	150,0%	150,0%	150,0%
Receita Financeira		(703)	(781)	(660)	(334)	415	479	550	630
Dívida/PL		67,1%	45,9%	13,9%	-39,1%	-41,8%	-44,2%	-46,3%	-48,5%

