

FERNANDO HENRIQUE VILELA DONEGÁ

**ANÁLISE DO POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO E VALORAÇÃO DA
EMPRESA VIGOR ALIMENTOS**

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

São Paulo

2016

FERNANDO HENRIQUE VILELA DONEGÁ

**ANÁLISE DO POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO E VALORAÇÃO DA
EMPRESA VIGOR ALIMENTOS**

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

Orientador: Prof. Dr. Reinaldo Pacheco da
Costa

São Paulo

2016

FICHA CATALOGRÁFICA

Donegá, Fernando Henrique Vilela

ANÁLISE DO POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO E VALORAÇÃO DA
EMPRESA VIGOR ALIMENTOS / F. H. V. Donegá – São Paulo, 2016.

96 p.

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

1.Análise estratégica 2.Análise financeira 3.Lácteos I.Universidade de
São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

AGRADECIMENTOS

À minha família: Fernanda, Maria Eduarda, Sílvio, e Stella, pelo seu apoio incondicional.

À minha namorada, Amanda, que faz minha vida muito mais feliz.

Aos meus amigos Andres e Flávio, que são minha família em São Paulo.

Aos meus amigos e colegas da Poli, que fizeram meu dia-a-dia durante os anos de faculdade.

Ao meu orientador Professor Dr. Reinaldo Pacheco da Costa, pelas sugestões e conselhos no desenvolvimento deste trabalho.

RESUMO

Este trabalho analisa a Vigor Alimentos, uma empresa do setor de lácteos no Brasil. Inicia-se com uma revisão de conceitos de análise estratégica e de contabilidade e finanças. Prossegue-se a uma análise do setor de lácteos no Brasil e seus principais segmentos, levando em consideração as forças atuando sobre a indústria e os principais caminhos de crescimento. Em seguida, avalia-se o posicionamento da Vigor Alimentos no setor, buscando-se entender quais são vantagens competitivas, oportunidades e ameaças. A combinação dessas análises e do conhecimento teórico desenvolvido de contabilidade e finanças possibilita a elaboração de um modelo financeiro que objetiva realizar projeções de resultados para a empresa e estimar seu valor.

Palavras-chave: Avaliação econômico-financeira. Estratégia. Alimentos e bebidas. Laticínios.

ABSTRACT

This work analyzes Vigor Alimentos, a company operating in the dairy industry in Brazil. It starts by reviewing fundamental concepts in strategic analysis and accounting and finance. It then analyzes the dairy industry in Brazil and its main segments, taking into account the forces impacting the industry and its main avenues of growth. It follows by evaluating the strategic positioning of Vigor Alimentos in the sector, seeking to understand its competitive advantages, opportunities and threats. The combination of these analyses and the theoretical knowledge developed makes possible the creation of a financial model that forecasts the company's results going forward and estimates its value.

Keywords: Financial valuation. Strategy. Food and beverages. Dairy.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Forças de Porter.....	17
Figura 2 – Análise SWOT.....	19
Figura 3 – Estratégias genéricas	20
Figura 4 - Estrutura do BP	23
Figura 5 - Estrutura da DRE	24
Figura 6 - Estrutura da DFC.....	26
Figura 7 - Passos da análise por múltiplos.....	28
Figura 8 - Cálculo do FCFF	32
Figura 9 - Cálculo do FCFE.....	32
Figura 10 – Demonstração do resultado da Vigor	42
Figura 11 – Demonstração do fluxo de caixa da Vigor	43
Figura 12 - Balanço patrimonial da Vigor	44
Figura 13 – Estrutura acionária da Vigor antes da OPA.....	45
Figura 14 – Estrutura acionária da Vigor após a OPA.....	45
Figura 15 – Administração da Vigor	46
Figura 16 – Conselho de Administração da Vigor.....	46
Figura 17 – Vendas da Vigor (controladora) por região.....	48
Figura 18 – Vendas da Vigor (consolidado) por tipo de cliente	48
Figura 19 – Captação brasileira de leite.....	49
Figura 20 – Preços pagos ao produtor de leite.....	50
Figura 21 – Captação mensal de leite	51
Figura 22 – Mercado brasileiro de queijos	52
Figura 23 – Mercado brasileiro de iogurtes	53
Figura 24 – Mercado brasileiro de produtos líquidos de leite	54
Figura 25 – Mercado brasileiro de manteigas.....	55
Figura 26 – Participação de mercado no segmento de queijos, por valor vendido.....	56
Figura 27 – Participação de mercado no segmento de iogurtes, por valor vendido	57
Figura 28 – Participação de mercado no segmento de produtos líquidos, por valor vendido ..	58
Figura 29 – Participação de mercado no segmento de manteigas, por valor vendido	59
Figura 30 – Posição de mercado e marcas da Vigor Alimentos	60
Figura 31 – Posição de mercado e marcas da Lactalis.....	61
Figura 32 – Posição de mercado e marcas da Dairy Partners Americas.....	62
Figura 33 – Posição de mercado e marcas da Polenghi	62
Figura 34 – Posição de mercado e marcas da Danone.....	63
Figura 35 – Posição de mercado e marcas da Yakult	64
Figura 36 – Forças de Porter no setor de lácteos	69
Figura 37 – Análise SWOT da Vigor	72
Figura 38 – Receita líquida da Vigor.....	74
Figura 39 – Lucro bruto da Vigor.....	75
Figura 40 – Despesas operacionais da Vigor.....	76
Figura 41 – Depreciação e amortização da Vigor.....	77
Figura 42 – EBITDA da Vigor	78
Figura 43 – Capex da Vigor.....	79
Figura 44 – Capital de giro da Vigor	80
Figura 45 – Premissas macroeconômicas utilizadas.....	80
Figura 46 – Cálculo do beta da Vigor.....	83
Figura 47 – Cálculo do FCFF	86

Figura 48 – Valoração da Vigor Alimentos por fluxo de caixa descontado.....	87
Figura 49 - Comparação dos múltiplos obtidos com comparáveis.....	88

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 – Equação Fundamental da Contabilidade	22
Equação 2 – Cálculo do Lucro por Ação	29
Equação 3 – Cálculo do P/E.....	29
Equação 4 – Cálculo do EBITDA.....	29
Equação 5 – Cálculo do EV	29
Equação 6 – Cálculo do EV/EBITDA	30
Equação 7 – Cálculo do WACC	33
Equação 8 – Cálculo padrão do k_e	34
Equação 9 – Relação entre beta alavancado (β_L) e desalavancado (β_U)	35
Equação 10 – Cálculo alternativo para o k_e , parte 1	35
Equação 11 – Cálculo alternativo para o k_e , parte 2	36
Equação 12 – Método do múltiplo de saída.....	36
Equação 13 – Método do crescimento perpétuo	37
Equação 14 – Fator de desconto	38
Equação 15 – Cálculo do valor da firma a partir do fluxo de caixa livre	38
Equação 16 – Cálculo do valor do capital próprio.....	38
Equação 17 – Cálculo do valor por ação	39
Equação 18 – Cálculo do k_e em dólares nominais	84
Equação 19 – Cálculo do k_e em reais nominais	84
Equação 20 – Cálculo do WACC da Vigor	85

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BP	Balanço patrimonial
Capex	<i>Capital expenditures</i>
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
CAPM	<i>Capital asset pricing model</i>
CEPEA	Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada
D&A	Depreciação e amortização
DFC	Demonstração do fluxo de caixa
DRE	Demonstração do resultado do exercício
EBIT	<i>Earnings before interest and taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i>
EPS	<i>Earnings per share</i>
EV	<i>Enterprise value</i>
FCD	Fluxo de caixa descontado
FCFE	<i>Free cash flow to equity</i>
FCFF	<i>Free cash flow to firm</i>
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	Índice de preços ao consumidor amplo
IPO	<i>Initial public offering</i>
NOPAT	<i>Net operating profit after taxes</i>
WACC	<i>Weighted average cost of capital</i>

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	13
1.1	MOTIVAÇÃO DO TRABALHO	13
1.2	OBJETIVO DO TRABALHO	13
1.3	ESTRUTURA DO TRABALHO	14
2.	REVISÃO DA LITERATURA	15
2.1	ANÁLISE ESTRATÉGICA	15
2.1.1	Forças de Porter	15
2.1.2	Análise SWOT	18
2.1.3	Estratégias genéricas	19
2.2	CONTABILIDADE	21
2.2.1	Definições básicas	21
2.2.2	Balço patrimonial (BP)	22
2.2.3	Demonstração do resultado do exercício (DRE)	23
2.2.4	Demonstração do fluxo de caixa (DFC)	24
2.3	ANÁLISE POR MÚLTIPLOS	26
2.3.1	Passos da análise por múltiplos	27
2.3.2	Múltiplos utilizados	28
2.3.3	Vantagens e desvantagens	30
2.4	FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	30
2.4.1	Projeção do FCF	31
2.4.2	Cálculo do WACC	32
2.4.2.1	<i>Estrutura de capital e custo da dívida (k_d)</i>	33
2.4.2.2	<i>Custo do capital próprio (k_e)</i>	33
2.4.3	Valor terminal	36
2.4.4	Valor presente e valoração	37
2.4.5	Prós e contras do fluxo de caixa descontado	39
3.	APRESENTAÇÃO DA VIGOR E DO MERCADO DE LÁCTEOS NO BRASIL	41
3.1	A VIGOR	41
3.1.1	Breve histórico	41
3.1.2	Resumo financeiro	42
3.1.3	Estrutura acionária e administração	45
3.1.4	Portfólio de produtos	47
3.1.5	Presença e distribuição	47
3.2	O MERCADO DE LÁCTEOS NO BRASIL	48
3.2.1	Captação brasileira de leite e preços ao produtor	49
3.2.2	Tamanho do mercado	51
3.2.2.1	<i>Segmento de queijos</i>	51
3.2.2.2	<i>Segmento de iogurtes</i>	52
3.2.2.3	<i>Segmento de produtos líquidos de leite</i>	53
3.2.2.4	<i>Segmento de manteigas</i>	54
3.2.3	Participação de mercado (<i>market share</i>)	55
3.2.3.1	<i>Segmento de queijos</i>	56
3.2.3.2	<i>Segmento de iogurtes</i>	57
3.2.3.3	<i>Segmento de produtos líquidos de leite</i>	57
3.2.3.4	<i>Segmento de manteigas</i>	58
3.2.4	Principais competidores do mercado	59
3.2.4.1	<i>Vigor Alimentos</i>	59

3.2.4.2	<i>Lactalis</i>	60
3.2.4.3	<i>Nestlé, Fonterra e Dairy Partners Americas</i>	61
3.2.4.4	<i>Polenghi</i>	62
3.2.4.5	<i>Danone</i>	63
3.2.4.6	<i>Yakult</i>	63
4.	ESTUDO DE CASO E RESULTADOS OBTIDOS	65
4.1	ANÁLISE DO POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO DA VIGOR	65
4.1.1	Forças de Porter	65
4.1.1.1	<i>Rivalidade entre competidores existentes</i>	65
4.1.1.2	<i>Ameaça de ingressantes potenciais</i>	66
4.1.1.3	<i>Poder de barganha dos fornecedores</i>	67
4.1.1.4	<i>Poder de barganha dos compradores</i>	67
4.1.1.5	<i>Ameaça de substitutos</i>	68
4.1.2	Análise SWOT	69
4.1.2.1	<i>Forças</i>	69
4.1.2.2	<i>Fraquezas</i>	70
4.1.2.3	<i>Oportunidades</i>	71
4.1.2.4	<i>Ameaças</i>	71
4.1.3	Estratégia genérica	72
4.2	VALORAÇÃO DA VIGOR	73
4.2.1	Projeções financeiras	73
4.2.1.1	<i>Receita líquida</i>	73
4.2.1.2	<i>Custo dos produtos vendidos</i>	74
4.2.1.3	<i>Despesas operacionais</i>	75
4.2.1.4	<i>Depreciação e amortização</i>	76
4.2.1.5	<i>EBITDA</i>	77
4.2.1.6	<i>Capex</i>	78
4.2.1.7	<i>Capital de giro</i>	79
4.2.1.8	<i>Projeções macroeconômicas</i>	80
4.2.2	Cálculo do WACC	81
4.2.2.1	<i>Beta</i>	81
4.2.2.2	<i>Custo do capital próprio</i>	83
4.2.2.3	<i>Custo da dívida</i>	84
4.2.2.4	<i>WACC</i>	85
4.2.2.5	<i>Fluxos de caixa livre e seu valor presente</i>	85
4.3	COMPARAÇÃO COM MÉTODO POR MÚLTIPLOS	86
5.	CONCLUSÕES	89
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	91
	APÊNDICE A – DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DA VIGOR	94
	APÊNDICE B – BALANÇO PATRIMONIAL DA VIGOR	95
	APÊNDICE C – DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DA VIGOR	96

1. INTRODUÇÃO

1.1 MOTIVAÇÃO DO TRABALHO

A escolha do tema deste trabalho foi motivada por três fatores: (i) o interesse do autor por análise financeira e estratégica de empresas, (ii) sua experiência na cobertura do setor de alimentos e bebida, e (iii) a existência de uma oportunidade interessante a ser investigada no setor no Brasil.

O autor deste trabalho se interessa por análise financeira de empresas e investimentos, e isso o levou a estagiar em *Equity Research*, uma área dentro de um banco de investimentos destinada à análise de empresas e elaboração de análises e relatórios para investidores. Esses relatórios são escritos na perspectiva de um investidor considerando se um investimento é atrativo ou não.

A área de *Equity Research* é dividida em times especializados em setores da economia, com o autor trabalhando por aproximadamente um ano no time de alimentos e bebidas. Essa experiência proporcionou uma melhor compreensão do setor, dos seus desafios e oportunidades, e dos seus principais participantes.

Durante o ano de 2016, ocorreu uma oferta pública de aquisição de ações da empresa Vigor Alimentos, um importante participante do setor, com receita líquida consolidada de R\$5,2 bilhões em 2015. Essa oferta constituiu uma oportunidade interessante para o autor combinar seu interesse por análise financeira e sua experiência no setor de bebidas e alimentos com um tema relevante e atual.

Ressalta-se que, apesar de se encaixar no escopo do estágio do autor, o trabalho foi realizado independentemente deste. Todos os dados utilizados são públicos, e a análise realizada não esteve relacionada a nenhuma operação ou atribuição do banco.

1.2 OBJETIVO DO TRABALHO

O objetivo do trabalho é o desenvolvimento de uma análise estratégica da indústria de lácteos no Brasil e do posicionamento da empresa Vigor Alimentos na indústria, seguido da elaboração de um modelo econômico-financeiro que possibilite a valoração da empresa.

A Vigor Alimentos é uma empresa brasileira do setor de lácteos que em julho de 2016 teve seu capital fechado pela J&F Investimentos, uma holding brasileira que controla JBS, Banco Original e Alpargatas.

A valoração obtida pelo trabalho será comparada com o preço por ação pago pela J&F Investimentos em sua oferta pública de aquisição de ações (OPA) da Vigor Alimentos.

1.3 ESTRUTURA DO TRABALHO

A primeira seção fornece uma visão geral do trabalho. Explicita-se seu objetivo, motivação e relevância, e apresenta-se e descreve-se sua estrutura.

A segunda seção apresenta uma revisão bibliográfica dos conceitos fundamentais que serão utilizados no trabalho. Inicia-se por conceitos de análise estratégica, em especial Forças de Porter, Análise SWOT e Estratégias Genéricas. Em seguida, são apresentados conceitos de contabilidade, dando enfoque especial à estrutura das demonstrações financeiras. Por último, revisam-se conhecimentos de finanças corporativas e valoração de empresas, especialmente análise por múltiplos e fluxo de caixa descontado.

A terceira seção apresenta a companhia objeto do trabalho, Vigor Alimentos, e a indústria de lácteos no Brasil. Traça-se um breve histórico da empresa, com ênfase nos eventos recentes levando ao cancelamento de seu registro como companhia aberta. Apresentam-se seus principais dados financeiros, e descrevem-se sua estrutura acionária, administração, portfólio de produtos e presença geográfica.

Ainda na terceira seção, descreve-se o mercado de lácteos no Brasil. Inicia-se pela apresentação de dados históricos de captação e preços de leite. Em seguida, analisam-se o tamanho e o crescimento dos principais segmentos dentro do mercado: queijos, iogurtes, produtos líquidos de leite e manteiga. Para cada segmento, analisa-se a participação de mercado dos principais competidores, que são em seguida apresentados e descritos.

A quarta seção aplica os conceitos de análise estratégica desenvolvidos durante a revisão da literatura à indústria de lácteos no Brasil e à Vigor Alimentos, e em seguida aplica os conceitos de contabilidade e finanças desenvolvidos para valorar a companhia. Cria-se um modelo financeiro para realizar projeções de resultados, calcular seus fluxos de caixa livre e então trazê-los a valor presente e chegar a uma valoração.

A quinta seção analisa os resultados obtidos e conclui o trabalho.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Nesta seção, são apresentados os conceitos fundamentais de análise estratégica, contabilidade e finanças necessários para a realização do trabalho.

O item 2.1 – Análise Estratégica apresenta os conceitos de Forças de Porter, Análise SWOT e Estratégias Genéricas.

O item 2.2 – Contabilidade apresenta definições contábeis básicas e as três principais demonstrações financeiras: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício e Demonstração do Fluxo de Caixa.

O item 2.3 – Análise por Múltiplos apresenta a valoração por meio de análise por múltiplos, com os passos necessários, os múltiplos utilizados e as vantagens e desvantagens da metodologia.

O item 2.4 – Fluxo de Caixa Descontado apresenta a valoração por meio do fluxo de caixa descontado, com os passos necessários, as diferentes alternativas de cálculo do fluxo de caixa livre e as vantagens e desvantagens da metodologia.

2.1 ANÁLISE ESTRATÉGICA

Neste item, são revisados os conceitos mais importantes de análise estratégica com o objetivo de proporcionar o referencial teórico necessário para avaliar a indústria de lácteos no Brasil e o posicionamento da Vigor Alimentos.

São apresentadas três ferramentas: as Forças de Porter analisam o ambiente competitivo, as Estratégias Genéricas analisam o posicionamento da empresa na indústria e a Análise SWOT engloba as duas perspectivas.

2.1.1 Forças de Porter

Porter (2008) argumenta que o ambiente competitivo de uma indústria e a sua lucratividade são influenciados por cinco forças competitivas: (i) rivalidade entre

competidores existentes; (ii) ameaça de ingressantes potenciais; (iii) poder de barganha dos fornecedores; (iv) poder de barganha dos compradores; e (v) ameaça de substitutos. Segundo ele, quanto mais intensas essas forças forem, menor será o nível de lucratividade de uma indústria no médio e longo prazo.

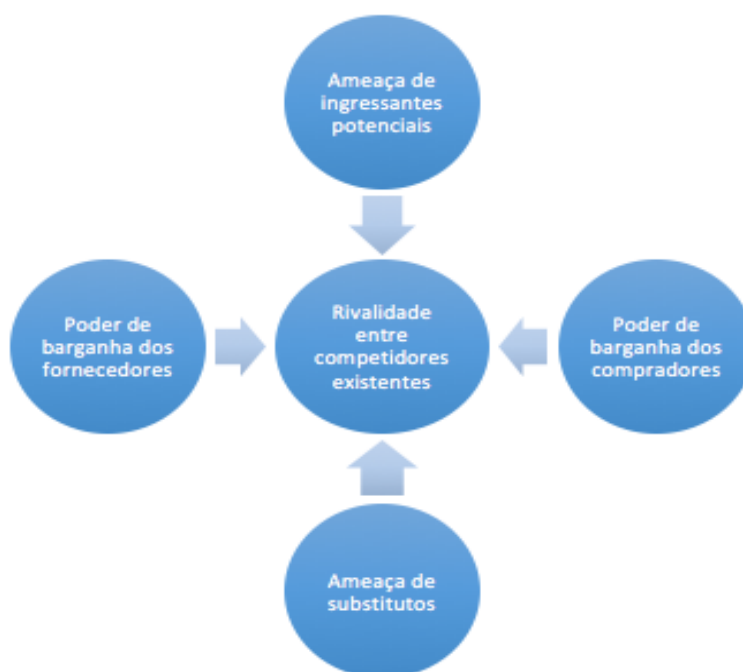
Além disso, Porter argumenta que a intensidade das forças tende a se manter relativamente estável ao longo do tempo, e que quaisquer mudanças geralmente são causadas por grandes inovações tecnológicas. As Forças de Porter são detalhadas a seguir.

- *Rivalidade entre competidores existentes*: manifesta-se de diversas formas, como descontos, introdução de novos produtos e campanhas de publicidade. Uma alta rivalidade limita a lucratividade da indústria ao pressionar preços e exigir maiores níveis de investimento. A intensidade da rivalidade é maior quando: (i) há um grande número de competidores de tamanho semelhante; (ii) o crescimento da indústria é lento; (iii) os produtos da indústria têm pouca diferenciação; (iv) os custos fixos são altos; e (v) as barreiras de saída são grandes.
- *Ameaça de ingressantes potenciais*: ingressantes aumentam a capacidade e tentam ganhar participação de mercado com preços mais baixos. Dessa forma, a ameaça de ingressantes potenciais limita o potencial de lucro de uma indústria, pois obriga os participantes a manterem seus preços baixos e os investimentos altos para deter ingressantes. Barreiras de entrada incluem: (i) economias de escala, (ii) produtos diferenciados, (iii) necessidade de altos investimentos de capital iniciais, (iv) acesso a canais de distribuição, (v) tecnologia proprietária; e (vi) acesso a locais privilegiados.
- *Poder de barganha dos fornecedores*: fornecedores fortes capturam mais valor para si mesmos cobrando preços altos, limitando a qualidade dos produtos ou serviços, ou transferindo custos para os compradores. Fatores que tornam o fornecedor poderoso incluem: (i) a indústria do fornecedor ser mais concentrada que indústria para a qual ela vende; (ii) a receita do fornecedor não depender em grande parte da indústria; e (iii) participantes da indústria enfrentarem altos custos de troca entre fornecedores.
- *Poder de barganha dos compradores*: clientes fortes capturam mais valor para si oferecendo preços baixos, exigindo mais qualidade de produtos ou serviços e jogando

os participantes da indústria uns contra os outros. Fatores que tornam o cliente poderoso incluem: (i) existência de um pequeno número de compradores, ou compradores que compram em volumes grandes em relação ao tamanho de cada fornecedor; (ii) produtos da indústria serem padronizados ou pouco diferenciados; e (iii) custos de troca baixos.

- *Ameaça de substitutos*: um produto ou serviço substituto realiza função igual ou equivalente a um produto da indústria, mas por meios diferentes. Quando a ameaça de substitutos é alta, a indústria é obrigada a se diferenciar por meio de preços, performance ou marketing, limitando seu potencial de lucratividade. Fatores que aumentam a ameaça de substitutos são: (i) baixos custos de troca para o consumidor; (ii) existência de grande número de produtos substitutos; (iii) existência de produtos substitutos com preços baixos; e (iv) existência de substitutos com melhor qualidade.

Figura 1 – Forças de Porter



Adaptado de Porter (2008)

A Figura 1 – Forças de Porter acima sumariza as forças apresentadas.

2.1.2 Análise SWOT

SWOT é uma sigla para *Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats* (forças, fraquezas, oportunidades e ameaças). Segundo Gomer & Hille (2015), Análise SWOT é uma ferramenta de análise da situação estratégica de uma organização que tem como objetivo tirar proveito de suas forças e oportunidades externas e lidar com suas fraquezas e ameaças. A análise utiliza quatro elementos (forças, fraquezas, oportunidades e ameaças), divididos em duas categorias (internos e externos).

- *Oportunidades* são elementos do ambiente externo que a organização pode aproveitar de maneira rentável. Devem ser avaliadas em relação aos competidores, de maneira a diferenciar a organização e satisfazer necessidades pendentes dos consumidores.
- *Ameaças* são eventos ou forças fora do controle da organização que requerem planos de mitigação. É importante analisar, por exemplo, se competidores estão desenvolvendo produtos para competir com os da organização, se outras empresas estão tentando contratar seus funcionários, e se novas leis podem aumentar seus impostos ou custos. Uma vez que as ameaças são identificadas, é necessário se preparar para lidar com elas.
- *Forças* são fatores internos e únicos da organização que criam vantagem competitiva. É importante realizar a análise em relação aos competidores. Exemplos de forças seriam uma marca mais conhecida que as competidoras, ou custos de produção menores que os dos rivais.
- *Fraquezas* são os itens do modelo de negócios da organização que estão aquém daqueles dos competidores. Após a identificação das fraquezas, é necessário trabalhar para saná-las, levando-as a um nível pelo menos satisfatório, para que não sejam um gargalo.

Figura 2 – Análise SWOT

	Positivo	Negativo
Interno	Forças	Fraquezas
Externo	Oportunidades	Ameaças

Adaptado de Gomer & Hille (2015)

A Figura 2 – Análise SWOT acima representa graficamente os elementos.

2.1.3 Estratégias genéricas

Segundo Porter (1985), após avaliar o ambiente de negócios e entender as forças que atuam sobre a indústria, o próximo passo da análise estratégica é estudar o posicionamento da empresa. O posicionamento determina se a lucratividade da empresa é maior ou menor que a média da indústria.

O fator fundamental para performance acima da média no longo prazo é a existência de vantagens competitivas. Porter (1985) argumenta que existem dois tipos principais de vantagem competitiva: custo e diferenciação, e que o impacto de qualquer força ou fraqueza da organização vem do seu impacto nessas duas variáveis.

A combinação desses dois tipos de vantagem competitiva com o escopo das suas atividades leva ao que Porter chama de estratégias genéricas: (i) liderança em custo, (ii) diferenciação, e (iii) enfoque. A estratégia de enfoque, por sua vez, tem duas variedades: enfoque com liderança em custo e enfoque com diferenciação.

Figura 3 – Estratégias genéricas

	Menor custo	Diferenciação
Escopo amplo	Liderança em custo	Diferenciação
Escopo focado	Enfoque com liderança em custo	Enfoque com diferenciação

Adaptado de Porter (1985)

A Figura 3 – Estratégias genéricas acima representa graficamente as diferentes Estratégias Genéricas.

- *Liderança em custo.* Segundo Porter (1985), uma empresa que segue a estratégia de liderança em custo busca ser o produtor de baixo custo da indústria, mas mantendo um escopo de atuação amplo, servindo vários segmentos. A empresa deve ser capaz de oferecer produtos que sejam considerados comparáveis ou similares aos rivais, para que consiga manter preços similares ou apenas um pouco abaixo dos concorrentes. Em caso contrário, preços excessivamente baixos podem anular as vantagens dos menores custos. Uma indústria pode ter apenas um líder em custo, pois a existência de outros candidatos a líder leva a guerras de preço e prejudica a todos.
- *Diferenciação.* Uma empresa que segue a estratégia de diferenciação busca ser única em relação a certos aspectos buscados pelos consumidores, e, dessa maneira, pode cobrar preços mais altos pelos seus produtos. Contudo, ela só terá performance acima da média da indústria caso consiga atingir diferenciação sem aumentar excessivamente os custos. Ao contrário da estratégia de custo, pode haver mais de uma estratégia bem-sucedida de diferenciação, dependendo dos atributos buscados.
- *Enfoque.* Por último, Porter (1985) define a estratégia genérica de enfoque, na qual a empresa seleciona um segmento ou grupo de segmentos e adequa sua estratégia de maneira a atender a eles. Dessa maneira, ela busca atingir vantagem competitiva nos

seus segmentos-alvo, apesar de não possuir essa vantagem competitiva na indústria como um todo. Há duas variedades da estratégia de enfoque: enfoque com liderança em custo e enfoque com diferenciação, que aplicam as características já explicadas das estratégias aos segmentos-alvo definidos.

2.2 CONTABILIDADE

Neste item, é realizada uma revisão dos conceitos mais importantes de contabilidade financeira, que serão utilizados na valoração da Vigor Alimentos.

São apresentadas definições contábeis básicas e em seguida são apresentadas três principais demonstrações financeiras: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício e Demonstração do Fluxo de Caixa.

2.2.1 Definições básicas

Segundo Iudícibus e Marion (2007), a contabilidade coleta, registra e sumariza dados econômicos para ajudar na tomada de decisões. Seus principais usuários são administradores e gerentes da empresa (usuários internos), e investidores, fornecedores, bancos e o governo (usuários externos).

Ainda segundo Iudícibus e Marion (2007), um relatório contábil é a exposição resumida e ordenada de dados colhidos pela contabilidade. Pode ser obrigatório (caso em que também pode ser chamado de demonstração financeira) ou não obrigatório. As principais demonstrações financeiras são o Balanço Patrimonial (BP), a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC).

2.2.2 Balanço patrimonial (BP)

Segundo Iudícibus e Marion (2007), o Balanço Patrimonial reflete a posição financeira de uma empresa em um determinado momento, e é composto por duas colunas: à esquerda, ficam os ativos, e à direita, os passivos e o patrimônio líquido.

Ativos são os bens e direitos de propriedade da empresa, mensuráveis monetariamente e que representam benefícios futuros ou presentes para ela. Passivos são obrigações exigíveis que a empresa tem com terceiros: contas a pagar, fornecedores, financiamentos e empréstimos, impostos a pagar etc. Os passivos representam o capital de terceiros utilizado pela empresa.

O patrimônio líquido representa o capital próprio da empresa. É composto pelo investimento inicial dos proprietários (capital social) e acréscimos (ou decréscimos) resultantes de lucros (ou prejuízos) acumulados, ou seja, não distribuídos na forma de dividendos.

O valor dos ativos deve ser igual à soma dos passivos e do patrimônio líquido. Esse é o princípio por trás da Equação Fundamental da Contabilidade, apresentada a seguir:

Equação 1 – Equação Fundamental da Contabilidade

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

Fonte: Iudícibus e Marion (2007)

Figura 4 - Estrutura do BP

Balço Patrimonial	
Ativo	Passivo
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Caixa e Equivalentes	Contas a Pagar
Contas a Receber	Dívida de Curto Prazo
Estoques	Outros passivos circulantes
Outros ativos circulantes	Passivo Não-Circulante
Ativo Não-Circulante	Dívida de Longo Prazo
Imobilizado	Outros passivos não circulantes
Intangível	Patrimônio Líquido
Outros ativos não-circulantes	Capital Social
	Lucros Acumulados
	Reservas e outros
Total do Ativo	Total do Passivo e PL

Adaptado de Iudícibus e Marion (2007), elaborado pelo autor

A Figura 4 - Estrutura do BP acima apresenta um Balço Patrimonial genérico.

2.2.3 Demonstração do resultado do exercício (DRE)

Segundo Iudícibus e Marion (2007), a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) é um resumo das receitas e despesas de uma empresa em determinado período.

Começa-se pela Receita Bruta, que é o valor total vendido no período. Dela são deduzidos impostos sobre vendas, devoluções e descontos para chegar à Receita Líquida. Da Receita Líquida, subtrai-se o Custo de Vendas, que engloba o custo incorrido para produzir o produto vendido, para chegar ao Lucro Bruto.

Do Lucro Bruto, retiram-se as Despesas Operacionais para se chegar ao Lucro Operacional. As Despesas Operacionais são todas as despesas para manter a atividade operacional da empresa, dentre as quais os principais tipos são Despesas de Vendas (salários, comissões, propaganda e publicidade, marketing etc) e Despesas Administrativas (salários e encargos, aluguéis de escritório, depreciação de móveis e utensílios etc).

Do Lucro Operacional, retira-se o Resultado Financeiro, que é o resultado líquido entre Despesas Financeiras e Receitas Financeiras, para se chegar ao Lucro Antes do Imposto de Renda (LAIR). Despesas Financeiras são remunerações ao capital de terceiros, como juros e

comissões bancárias etc, e receitas Financeiras são as derivadas das aplicações financeiras da empresa.

Do LAIR são deduzidos Imposto de Renda e Contribuição Social e participação de acionistas minoritários para se chegar ao Lucro Líquido. As alíquotas nominais desses dois impostos são 25% e 9%, respectivamente; no entanto, são aplicados alguns ajustes ao LAIR antes da aplicação das alíquotas, resultando em alíquotas efetivas diferentes das nominais em alguns casos.

Figura 5 - Estrutura da DRE

Demonstração do Resultado do Exercício

Receita Bruta

(-) Deduções

(=) Receita Líquida

(-) Custo das Vendas

(=) Lucro Bruto

(-) Despesas com Vendas

(-) Despesas Gerais e Administrativas

(-) Outras despesas operacionais

(=) Lucro Operacional

(-) Despesas e receitas financeiras

(-) Outras despesas não operacionais

(=) Lucro Antes do Imposto de Renda

(-) Imposto de Renda e Contribuição Social

(-) Participação de Minoritários

(=) Lucro Líquido dos Majoritários

Adaptado de Iudícibus e Marion (2007), elaborado pelo autor

A Figura 5 - Estrutura da DRE acima apresenta uma Demonstração do Resultado do Exercício genérica.

2.2.4 Demonstração do fluxo de caixa (DFC)

Segundo Iudícibus e Marion (2007), a contabilidade utiliza duas maneiras distintas de apurar o resultado de uma empresa:

1. *Regime de competência*, que se baseia em duas regras principais: (i) a receita é contabilizada no período em que é gerada, independentemente do período em que foi

- recebida; e (ii) a despesa é contabilizada no período em que é incorrida, independentemente do período em que o pagamento acontece; e
2. *Regime de caixa*, que se baseia em duas regras principais: (i) a receita é contabilizada no momento em que dinheiro entra no caixa; e (ii) a despesa é contabilizada no momento em que o dinheiro sai do caixa).

O regime de competência é o adotado universalmente, e a DRE é feita com base nele. No entanto, é importante ter controle sobre as variações do caixa e entender suas causas. Para isso, tem-se a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC), que indica a origem de todo o dinheiro que entrou no caixa e o destino de todo o dinheiro que saiu do caixa.

Segundo Marion (2012), a DFC divide os fluxos de caixa em 3 grandes grupos:

3. *Atividades operacionais*: transações para relacionadas ao objeto social da empresa (pagamento de fornecedores, recebimento de receitas, pagamento de despesas etc)
4. *Atividades de investimento*: transações de compra ou venda de ativos imobilizados ou intangíveis, participação em outras entidades etc.
5. *Atividades de financiamento*: captação ou amortização de empréstimos, captação de recursos com acionistas, distribuição de dividendos etc.

A elaboração da DFC começa pelo lucro líquido, ajusta-o por transações presentes na DRE que não implicam encaixes ou desencaixes (como depreciação e amortização), e contabiliza as variações no capital circulante (como em contas a receber, estoques ou contas a pagar) para chegar ao caixa gerado (ou consumido) pelas operações.

Em seguida, são subtraídos os desencaixes relacionados às atividades de investimento, dentre os quais os principais são aquisição de ativo imobilizado e intangível. Por último, subtraem-se e adicionam-se os fluxos relacionados a atividades de financiamento (captação ou amortização de empréstimos, aumentos de capital e distribuição de dividendos), chegando à variação total do caixa no período.

Figura 6 - Estrutura da DFC

Demonstração dos Fluxos de Caixa

Lucro Líquido

(+) Depreciação e Amortização

(+/-) Outros ajustes ao LL

(+/-) Variações no Capital de Giro

(=) Caixa Gerado pelas Operações

(-) Aquisições de Ativo Intangível

(-) Aquisições de Ativo Imobilizado

(+/-) Outras Atividades de Investimento

(=) Caixa Consumido pelos Investimentos

(+/-) Captação (Amortização) de Empréstimos

(+) Aumentos de Capital

(-) Distribuição de Dividendos

(=) Caixa Gerado (Consumido) por Financ.

Saldo Inicial do Caixa

(=) Saldo Final do Caixa

Adaptado de Marion (2012), elaborado pelo autor

A Figura 6 - Estrutura da DFC acima apresenta uma Demonstração do Fluxo de Caixa genérica.

2.3 ANÁLISE POR MÚLTIPLOS

Segundo Damodaran (2012), todo ativo tem um valor e o segredo para um bom investimento está em descobrir qual é esse valor e quais são suas fontes. Neste item, será apresentado o método de valoração de empresas por análise por múltiplos. Em seguida, será apresentado o método do fluxo de caixa descontado.

Segundo Rosenbaum & Pearl (2013), a análise por múltiplos é uma das principais metodologias usadas para valorar uma empresa. Ela se baseia na ideia de que empresas semelhantes fornecem um ponto de referência importante por compartilharem características financeiras, além de riscos e fatores que afetam a performance.

De maneira geral, esse tipo de análise consiste em selecionar um universo de empresas comparáveis que são então usadas para calcular uma variedade de métricas e quocientes (múltiplos) a serem aplicados à empresa-alvo. Os principais múltiplos utilizados são valor do negócio sobre lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (em inglês,

enterprise value-to-earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, ou EV/EBITDA) e preço sobre lucro (em inglês *price-to-earnings*, ou P/E).

Esse tipo de análise incorpora valorações atuais, e, portanto, reflete as condições e os sentimentos do mercado no momento. Isso significa que a análise pode estar sujeita a períodos de irracionalidade que levam os preços muito para cima ou para baixo. Além disso, não há nenhuma organização que seja idêntica a outra, tornando até certo ponto enganador valorar uma empresa baseando-se numa comparação com outras.

2.3.1 Passos da análise por múltiplos

Para Rosenbaum & Pearl (2013), o primeiro passo da análise por múltiplos é selecionar o universo de empresas comparáveis. Recomenda-se iniciar com o estudo da empresa-alvo, seguido pela identificação das suas características-chave e só então partir para a procura por empresas comparáveis.

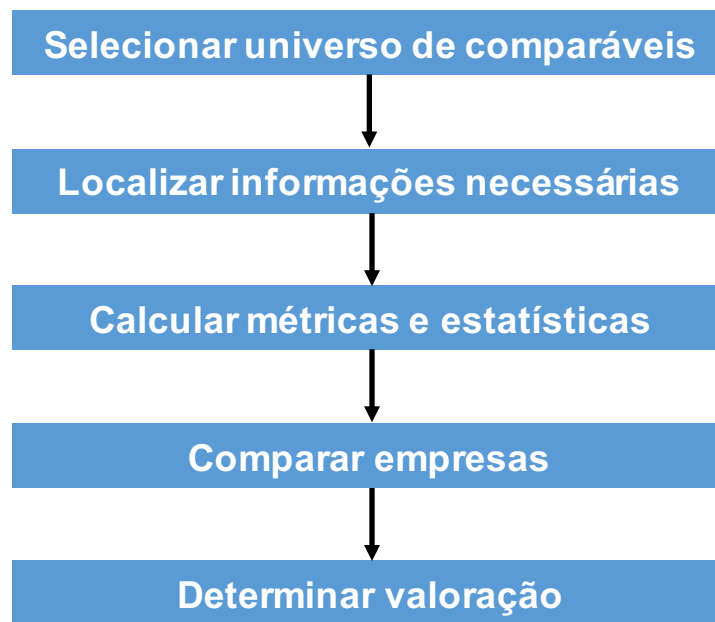
Uma vez que a lista de empresas comparáveis está escolhida, é necessário localizar as informações necessárias para o cálculo das métricas relevantes. As principais fontes são arquivamentos das empresas com as agências responsáveis (no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários, ou CVM), comunicados de imprensa, notícias, relatórios de *Equity Research* e relatórios de associações da indústria.

Com as informações necessárias em mãos, o próximo passo é o cálculo das principais métricas e estatísticas, divididas de maneira geral nas seguintes categorias: (i) tamanho (valor de mercado e da firma, receita, EBITDA, lucro bruto etc); (ii) lucratividade (margens EBITDA e bruta etc); (iii) crescimento (taxas de crescimento históricas e projetadas); (iv) retorno sobre investimento; e (v) crédito (alavancagem, cobertura etc). Com essas estatísticas, calculam-se os múltiplos de negociação, dentre os quais os mais usados são P/E e EV/EBITDA (detalhados no subitem **Múltiplos utilizados**).

O próximo passo é analisar e comparar as empresas entre si e com a empresa-alvo. As métricas e os múltiplos calculados no passo anterior são colocados no formato de tabela comparando as diferentes empresas lado-a-lado, e possibilitam identificar performance relativa. É importante refinar o universo de comparáveis para escolher aquelas que são mais semelhantes ao alvo.

Os múltiplos calculados para as empresas são, finalmente, utilizados para determinar a valoração do alvo. Geralmente, as empresas mais similares são usadas para determinar um intervalo de valoração, com as outras servindo como pontos de referência.

Figura 7 - Passos da análise por múltiplos



Adaptado de Rosenbaum & Pearl (2013), elaborado pelo autor

A Figura 7 - Passos da análise por múltiplos acima apresenta os passos propostos por Rosenbaum & Pearl.

2.3.2 Múltiplos utilizados

Ainda segundo Rosenbaum & Pearl (2013), os múltiplos mais utilizados são aqueles que utilizam uma medida de valoração de mercado no numerador (preço da ação, valor da firma, etc) e uma medida de performance financeira no denominador (lucro por ação, EBITDA, etc). Dentre esses, os mais comuns são o P/E e o EV/EBITDA.

Price-to-Earnings (P/E) é calculado como preço atual da ação dividido pelo lucro por ação. Geralmente são utilizadas estimativas para lucro por ação futuro, uma vez que investidores estão interessados no crescimento da empresa. O múltiplo é relevante para empresas maduras com habilidade de crescimento dos lucros, mas tem uso limitado por não

ser aplicável a empresas que não geram lucro e por ser dependente da estrutura de capital. A Equação 2 – Cálculo do Lucro por Ação e a Equação 3 – Cálculo do P/E abaixo explicitam os cálculos.

Equação 2 – Cálculo do Lucro por Ação

$$\text{Lucro por ação} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Número de ações}}$$

Fonte: Rosenbaum & Pearl (2013)

Equação 3 – Cálculo do P/E

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Preço da ação}}{\text{Lucro por ação}}$$

Fonte: Rosenbaum & Pearl (2013)

Enterprise Value-to-EBITDA (EV/EBITDA) é calculado como valor da firma dividido pelo EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* em inglês, ou Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização). Serve como padrão de valoração para a maioria dos setores por não depender da estrutura de capital e de impostos e por remover distorções na depreciação e amortização entre empresas.

Equação 4 – Cálculo do EBITDA

$$\text{EBITDA} = \text{Lucro Operacional} + \text{Depreciação e Amortização}$$

Fonte: Rosenbaum & Pearl (2013)

Equação 5 – Cálculo do EV

Enterprise Value

$$= \text{Valor do Equity} + \text{Participação dos minoritários} \\ + \text{Dívida Líquida}$$

Fonte: Rosenbaum & Pearl (2013)

Equação 6 – Cálculo do EV/EBITDA

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Valor da firma}}{EBITDA}$$

Fonte: Rosenbaum & Pearl (2013)

A Equação 4 – Cálculo do EBITDA, a Equação 5 – Cálculo do EV e a Equação 6 – Cálculo do EV/EBITDA acima explicitam os cálculos.

2.3.3 Vantagens e desvantagens

Segundo Rosenbaum & Pearl (2013), as principais vantagens da análise por múltiplos são:

- Reflete as expectativas do mercado
- Fácil de comparar com outras empresas
- Rápida de fazer

As principais desvantagens são:

- Também reflete as irracionalidades do mercado
- Pode ignorar características importantes da empresa
- Pode ser difícil encontrar empresas comparáveis

2.4 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Segundo Rosenbaum & Pearl (2013), análise por fluxo de caixa descontado (*discounted cash flow analysis, DCF*) é uma metodologia de valoração baseada na ideia de que o valor de uma empresa depende do valor presente do seu fluxo de caixa livre (*free cash flow, FCF*) projetado.

A projeção do FCF da empresa depende de uma série de premissas sobre suas taxas de crescimento, margens, necessidades de investimento (*capital expenditures, capex*) e necessidades de capital giro (*net working capital, NWC*). Geralmente, projeta-se o FCF por

um período de 5 anos (dependendo do setor e maturidade) e utiliza-se um valor terminal para capturar o valor além do período de projeção.

O FCF projetado e o valor terminal são trazidos a valor presente utilizando o custo de capital médio ponderado (*weighted average cost of capital, WACC*), e somam-se os dois valores para obter o valor da firma. O valor obtido pelo DCF é conhecido como seu valor intrínseco, e se diferencia do seu valor de mercado, que é o valor precificado pelo mercado em um dado momento.

Os elementos necessários para realizar uma análise por DCF são detalhados a seguir.

2.4.1 Projeção do FCF

Segundo Damodaran (2012), há duas perspectivas possíveis para o cálculo do fluxo de caixa livre: a da firma e a do investidor. Na perspectiva da firma, o fluxo de caixa considerado deve vir depois de impostos e necessidades de reinvestimento (investimentos de capital e variações de capital de giro) mas antes de pagamento de dívida. Já na perspectiva do investidor, considera-se o fluxo de caixa depois não só de cobrir as necessidades de investimento de capital e de capital de giro mas também de atender todas as obrigações financeiras (incluindo amortização de dívida).

O fluxo de caixa livre para a firma (*free cash flow to firm, FCFF*) começa com a dedução do imposto de renda (com base na taxa marginal t) sobre o lucro operacional (*earnings before interest and taxes, EBIT*), chegando ao lucro operacional depois de juros (*net operating profit after tax, NOPAT*). Depois disso, são subtraídas as seguintes necessidades de reinvestimento:

- Depreciação: adicionada de volta por não representar um desembolso;
- Capex: subtraído por ser um desembolso necessário para manter o crescimento;
- Variação no capital de giro líquido: aumentos no capital de giro reduzem o fluxo de caixa disponível.

A Figura 8 - Cálculo do FCFF na próxima página apresenta o cálculo em forma de tabela.

Figura 8 - Cálculo do FCFF

Perspectiva da firma

EBIT * (1-t) ou NOPAT
 (+) Depreciação e Amortização
 (-) Capex
 (+/-) Variação no capital de giro
(=) FCFF

Adaptado de Rosenbaum & Pearl (2012), elaborado pelo autor

Ainda segundo Damodaran (2012), o cálculo do fluxo de caixa livre para o investidor (*free cash flow to equity, FCFE*) começa com o lucro líquido e o transforma em um fluxo de caixa subtraindo as necessidades de reinvestimento (citadas acima) e as obrigações financeiras:

- Novos empréstimos: aumentam o caixa disponível;
- Amortizações de dívida: diminuem o caixa disponível.

Figura 9 - Cálculo do FCFE

Perspectiva do investidor

Lucro líquido
 (+) Depreciação e Amortização
 (-) Capex
 (+/-) Variação no capital de giro
 (+) Novos empréstimos
 (-) Amortizações de dívida
(=) FCFE

Adaptado de Rosenbaum & Pearl (2012), elaborado pelo autor

A Figura 9 - Cálculo do FCFE acima apresenta o cálculo em forma de tabela.

2.4.2 Cálculo do WACC

Segundo Rosenbaum & Pearl (2013), o WACC é uma média ponderada do retorno requerido pelo capital investido (dividido em capital próprio e dívida) em uma empresa. Seu cálculo é mostrado na Equação 7 – Cálculo do WACC a seguir:

Equação 7 – Cálculo do WACC

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

Fonte: Rosenbaum & Pearl (2013)

Onde:

k_d = custo da dívida

t = alíquota marginal de imposto

k_e = custo do capital próprio

$\left(\frac{D}{D + E} \right)$ = percentual de dívida

$\left(\frac{E}{D + E} \right)$ = percentual de capital próprio

2.4.2.1 Estrutura de capital e custo da dívida (k_d)

O cálculo do WACC é feito com base em uma estrutura-alvo de capital consistente com a estratégia de longo-prazo da empresa. Essa estrutura é representada por um percentual de dívida ($D/(D+E)$) e um percentual de capital próprio ($E/(D+E)$), como definido na equação acima.

Rosenbaum & Pearl (2013) argumentam que o custo da dívida de uma empresa depende de vários fatores incluindo seu tamanho, setor, perspectivas de longo prazo, *avaliação* de crédito e geração de caixa. Recomenda-se que o custo utilizado para o cálculo do WACC seja estimado usando a estrutura-alvo de capital e considerando o custo que a empresa teria para captar dinheiro no mercado hoje.

2.4.2.2 Custo do capital próprio (k_e)

Segundo Rosenbaum & Pearl (2013), custo do capital próprio é o retorno anual que os investidores da empresa esperam receber em troca de seu dinheiro. Para sua estimativa, costuma-se empregar uma fórmula conhecida como modelo de precificação de ativos de

capital (*capital asset pricing model, CAPM*). O CAPM baseia-se na premissa de que investidores querem ser recompensados por assumir risco.

A Equação 8 – Cálculo padrão do k_e a seguir apresenta o cálculo proposto pelo CAPM:

Equação 8 – Cálculo padrão do k_e

$$k_e = r_f + \beta_L \times PRM$$

Fonte: Rosenbaum & Pearl (2013)

Onde:

k_e = custo de capital próprio

r_f = taxa livre de risco

β_L = beta alavancado de um ativo

PRM = prêmio de risco esperado do mercado acionário

A taxa livre de risco é a taxa esperada de retorno por investir em um ativo considerado sem risco. Geralmente, utilizam-se os retornos dos títulos do governo Americano com o vencimento mais distante possível. O prêmio de risco de mercado é a diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa livre de risco, sendo que geralmente se utiliza um índice de mercado como estimativa do retorno esperado do mercado.

Beta é uma medida de covariância entre o retorno de mercado e o retorno da ação de uma empresa. Uma ação com beta menor que 1 tem risco menor que o mercado, enquanto que uma ação com beta maior que 1 tem risco maior que o mercado.

Pode-se obter o beta histórico para uma empresa de capital aberto usando um sistema de informações financeiras como Thomson Reuters ou Bloomberg. Para uma empresa de capital fechado, é necessário estimar o beta a partir dos betas de um grupo de empresas públicas comparáveis, ajustando por seus níveis de alavancagem.

Para o cálculo do beta para uma empresa de capital fechado, primeiro cria-se uma lista de empresas comparáveis com seus respectivos betas. Em seguida, ajustam-se seus betas de acordo com seus níveis de alavancagem. Calcula-se a média ou a mediana dos betas desalavancados e aplica-se o valor obtido à empresa em estudo, ajustando-o de acordo com sua estrutura de capital.

A Equação 9 – Relação entre beta alavancado (β_L) e desalavancado (β_U) abaixo apresenta a equação utilizada.

Equação 9 – Relação entre beta alavancado (β_L) e desalavancado (β_U)

$$\beta_L = \beta_U \times \left[1 + \left(\frac{D}{E} \right) * (1 - t) \right]$$

Fonte: Rosenbaum & Pearl (2013)

Onde:

β_L = *beta alavancado*

β_U = *beta desalavancado*

$\frac{D}{E}$ = *dívida sobre capital próprio*

t = *alíquota marginal de imposto*

Damodaran (2012) recomenda que, no caso de mercados menos maduros como o Brasil, sejam utilizados uma taxa livre de risco e um retorno esperado de um mercado maduro (geralmente, os Estados Unidos), ajustados de acordo com o risco extra do país e o diferencial de inflação.

Equação 10 – Cálculo alternativo para o k_e , parte 1

$$k_e^{nominal,i} = r_f + \beta_L \times PRM + CRP$$

Fonte: Damodaran (2012)

Onde:

$k_e^{nominal,i}$ = *custo de capital próprio em termos nominais, moeda do país i*

r_f = *taxa livre de risco*

β_L = *beta alavancado de um ativo*

PRM = *prêmio de risco esperado do mercado acionário maduro*

CRP = *prêmio de risco país*

Equação 11 – Cálculo alternativo para o k_e , parte 2

$$k_e^{nominal,2} = (1 + k_e^{nominal,1}) \times \left(\frac{1 + Inflação^2}{1 + Inflação^1} \right) - 1$$

Fonte: Damodaran (2012)

Onde:

 $k_e^{nominal,i}$ = custo de capital próprio em termos nominais, moeda do país i $Inflação^i$ = inflação esperada de longo prazo, país i

A Equação 10 – Cálculo alternativo para o k_e , parte 1 e a Equação 11 – Cálculo alternativo para o k_e , parte 2 anteriormente explicitam o cálculo proposto por Damodaran para mercados menos maduros.

2.4.3 Valor terminal

Segundo Rosenbaum & Pearl (2013), o DCF traz a valor presente todo o fluxo de caixa gerado por uma empresa. Uma vez que não é viável projetar o fluxo de caixa infinitamente, utiliza-se um valor terminal para capturar o valor da empresa após o período de projeção. Há dois métodos principais para calcular o valor terminal: o método do múltiplo de saída e o método do crescimento perpétuo.

O método do múltiplo de saída (*exit multiple method, EMM*) calcula o valor restante do fluxo de caixa de uma empresa com base em um múltiplo do EBITDA do último ano projetado. O múltiplo utilizado geralmente é baseado em empresas comparáveis.

A Equação 12 – Método do múltiplo de saída abaixo apresenta o cálculo do valor terminal utilizando esse método.

Equação 12 – Método do múltiplo de saída

$$Valor\ terminal = EBITDA_n \times Múltiplo\ de\ saída$$

Fonte: Rosenbaum & Pearl (2013)

Onde:

$n = \text{último ano projetado}$

O método do crescimento perpétuo (*perpetuity growth method, PGM*) calcula o valor terminal tratando o FCF do último ano projetado como uma perpetuidade crescendo a uma taxa constante. A definição dessa taxa depende da opinião e análise do analista sobre o crescimento sustentável da empresa no longo-prazo.

Equação 13 – Método do crescimento perpétuo

$$\text{Valor terminal} = \frac{FCF_n \times (1 + g)}{(r - g)}$$

Fonte: Rosenbaum & Pearl (2013)

Onde:

$FCF = \text{fluxo de caixa livre}$

$n = \text{último ano projetado}$

$g = \text{taxa de crescimento perpétuo}$

$r = WACC$

A Equação 13 – Método do crescimento perpétuo acima apresenta o cálculo do valor terminal utilizando esse método.

2.4.4 Valor presente e valoração

O fator de desconto que será utilizado trazer os fluxos de caixa projetados a valor presente é calculado de acordo com o WACC obtido. O fator varia para cada ano de projeção, e é multiplicado pelo FCF do respectivo ano para chegar ao seu valor presente. Neste trabalho será utilizado a convenção de meio de ano (*mid-year convention*), que contabiliza o fato de que o fluxo de caixa é recebido ao longo do ano em vez de ao seu fim.

A Equação 14 – Fator de desconto na próxima página apresenta o cálculo do fator de desconto utilizando a convenção de meio de ano.

Equação 14 – Fator de desconto

$$Fator\ de\ desconto_n = \frac{1}{(1 + WACC)^{(n-0,5)}}$$

Fonte: Rosenbaum & Pearl (2013)

Onde:

n = ano do período de projeção

0,5 é subtraído de n pela mid – year convention

O cálculo do valor da firma é feito somando todos os fluxos de caixa da empresa depois de trazidos a valor presente. A Equação 15 – Cálculo do valor da firma a partir do fluxo de caixa livre abaixo apresenta o cálculo.

Equação 15 – Cálculo do valor da firma a partir do fluxo de caixa livre

Valor da firma

$$= \Sigma(FCF_n \times Fator\ de\ desconto_n) \\ + Valor\ terminal \times Fator\ de\ desconto_n$$

Fonte: Rosenbaum & Pearl (2013)

Para se chegar ao valor do capital próprio (ou *equity*) da empresa, é necessário subtrair do valor da firma a sua dívida líquida, valor das ações preferenciais e participações minoritárias. A Equação 16 – Cálculo do valor do capital próprio abaixo apresenta o cálculo.

Equação 16 – Cálculo do valor do capital próprio

Valor do capital próprio

$$= Valor\ da\ firma - dívida\ líquida - ações\ preferenciais \\ - participações\ minoritárias$$

Fonte: Rosenbaum & Pearl (2013)

No caso de uma empresa pública, pode ser calculado o valor por ação dividido o valor do capital próprio pelo número total de ações em circulação. A Equação 17 – Cálculo do valor por ação na próxima página apresenta o cálculo.

Equação 17 – Cálculo do valor por ação

$$\text{Valor por ação} = \frac{\text{Valor do equity}}{\text{Número de ações em circulação}}$$

Fonte: Rosenbaum & Pearl (2013)

Esse último passo fornece o valor por ação calculado pelo método do fluxo de caixa descontado. Costuma-se fazer uma comparação do valor obtido com os que seriam obtidos por meio de uma análise por múltiplos, verificando se os múltiplos resultantes fazem sentido em relação aos de empresas comparáveis.

2.4.5 Prós e contras do fluxo de caixa descontado

Segundo Rosenbaum & Pearl (2013), as principais vantagens da metodologia do fluxo de caixa descontado são:

- Não depende das condições do mercado
- Não depende da existência de empresas comparáveis
- Dá flexibilidade ao analista

As principais desvantagens são:

- Depende de projeções acuradas
- É muito sensível às premissas escolhidas
- Assume estrutura constante de capital

3. APRESENTAÇÃO DA VIGOR E DO MERCADO DE LÁCTEOS NO BRASIL

3.1 A VIGOR

A Vigor Alimentos é uma empresa brasileira de laticínios fundada há quase 100 anos. A empresa teve ações listadas na BM&FBovespa de 1984 a 2008 (quando foi adquirida pela Bertin) e de 2012 a 2016, quando seu acionista controlador FB Participações realizou uma oferta pública de aquisição de ações (OPA) que levou a um novo cancelamento do seu registro de companhia aberta.

Neste item, é feita uma apresentação da empresa, cobrindo seu histórico, resultados financeiros, estrutura acionária e administrativa, portfólio de produtos e presença. É importante ressaltar que, uma vez que a empresa cancelou seu registro de companhia aberta em agosto de 2016, ela deixou de publicar informações sobre seu desempenho e sua organização. Dessa maneira, as informações aqui utilizadas em sua maioria cobrem até o período do final de 2015 ou início de 2016.

3.1.1 Breve histórico

Segundo o Formulário de Referência 2016 da Vigor Alimentos (disponível para *download* na seção de Relações com Investidores de seu *website*), a empresa foi fundada em 1917 como uma produtora de leite condensado e iogurte no interior do estado de Minas Gerais. Em 1982, a empresa adquiriu a Companhia Brasileira Leco de Produtos Alimentícios (~Leco~), aumentando sua capacidade de processamento para 1 milhão de litros por dia. Em 1984, a Vigor e a Leco venderam ações ao público por meio de um *initial public offering* (IPO) que levantou US\$8,3 milhões. Em 1986, a Vigor firmou uma *joint venture* com a cooperativa dinamarquesa Arla Foods que levou à criação da Dan Vigor para produzir queijos brancos frescos.

Em 2008, a Bertin S.A. (~Bertin~), um dos maiores frigoríficos do Brasil na época, adquiriu o controle da companhia e cancelou seu registro de companhia aberta. Por uma série de operações, incluindo a aquisição da Bertin pela JBS S.A. no final de 2009, uma injeção de

capital pela JBS em 2012 e permutas de ações de JBS por Vigor, a Vigor voltou a ser listada na BM&F Bovespa e o acionista controlador da JBS, FB Participações S.A. se tornou o controlador da Vigor com 79,9% do seu capital em janeiro de 2014. Em fevereiro de 2013, a Vigor adquiriu 50% da Itambé, e em fevereiro de 2014 adquiriu os 50% restantes da Danúbio da Arla Foods International A/S, pagando com 8% do seu capital social.

Ao final de 2014, a FB Participações anunciou que iria se preparar para realizar uma oferta pública de aquisição de ações ordinárias de emissão da Vigor (OPA) para cancelar novamente seu registro de companhia aberta. A oferta foi realizada em julho de 2016 com um preço de R\$25,00 por ação e o cancelamento do registro de companhia aberta ocorreu em agosto de 2016.

3.1.2 Resumo financeiro

Em 2015, a Vigor alcançou receita líquida de R\$5,2 bilhões, 19% maior que em 2014. O EBITDA foi de R\$456 milhões, crescendo 29%. A margem EBITDA foi de 8,7%, 60 pontos base maior ano-a-ano. A Figura 10 – Demonstração do resultado da Vigor abaixo mostra o resultado nos últimos três anos.

Figura 10 – Demonstração do resultado da Vigor

Demonstração do resultado	2013A	2014A	2015A
Receita líquida	2.693	4.395	5.220
Custo dos produtos vendidos	(1.951)	(3.178)	(3.642)
Lucro bruto	743	1.217	1.577
<i>Margem bruta</i>	27,6%	27,7%	30,2%
Com vendas, administrativas e gerais	(662)	(950)	(1.218)
Outras receitas (despesas)	22	33	164
EBIT	102	300	523
<i>Margem EBIT</i>	3,8%	6,8%	10,0%
Resultado financeiro líquido	(79)	(130)	(167)
Resultado antes de IR/CS	23	170	356
IR e CS	3	(50)	(113)
Lucro líquido	26	120	243
Participação minoritária	(28)	(54)	(24)
Lucro líquido atribuível aos acionistas majoritários	(3)	66	219
<i>Margem líquida</i>	-0,1%	1,5%	4,2%
Depreciação e amortização	36	55	62
EBITDA	137	355	456
<i>Margem EBITDA</i>	5,1%	8,1%	8,7%

Fonte: dados publicados pela empresa, elaborado pelo autor

Em 2015, a Vigor gerou R\$418 milhões de caixa nas suas atividades operacionais, com lucro líquido de R\$219 milhões, impostos diferidos de R\$88 milhões e aumento no prazo médio de pagamento dos fornecedores. A empresa teve R\$214 milhões em *capex* e R\$34 milhões em dividendos, mas captou R\$128 milhões em dívida, chegando a uma variação positiva total de R\$297 milhões no caixa, que alcançou R\$562 milhões. A dívida chegou a R\$1,3 bilhões, resultando em dívida líquida de R\$757 milhões. A alavancagem, medida pelo índice dívida líquida sobre EBITDA, alcançou 1,7x. A Figura 11 – Demonstração do fluxo de caixa da Vigor e a Figura 12 - Balanço patrimonial da Vigor a seguir mostram o fluxo de caixa e o balanço patrimonial para os últimos 3 anos.

Figura 11 – Demonstração do fluxo de caixa da Vigor

Demonstração do fluxo de caixa	2013A	2014A	2015A
Lucro líquido	(3)	66	219
Depreciação e amortização	36	55	62
Encargos financeiros	68	143	165
IR e CS diferidos	(22)	14	88
Outros ajustes	39	55	(67)
Caixa das operações antes do capital de giro	117	334	467
Contas a receber	(70)	(23)	(147)
Estoques	(19)	(10)	3
Impostos a recuperar	(42)	(37)	(29)
Outros ativos	(6)	(16)	(19)
Fornecedores	36	66	153
Obrigações sociais e trabalhistas	0	0	(32)
Outros passivos	1	(0)	22
Variações no capital de giro	(99)	(20)	(50)
Fluxo de caixa das atividades operacionais	18	313	418
Adições ativo imobilizado e intangível	(63)	(113)	(214)
Outros	(279)	0	0
Fluxo de caixa das atividades de investimento	(341)	(113)	(214)
Captação (pagamento) de dívida	532	(212)	128
Dividendos	(7)	(14)	(34)
Outros	(6)	1	0
Fluxo de caixa das atividades de financiamento	519	(225)	94
Varição no caixa	196	(25)	297
Saldo inicial de caixa e equivalentes	93	289	264
Saldo final de caixa e equivalentes	289	264	562

Fonte: dados publicados pela empresa, elaborado pelo autor

Figura 12 - Balanço patrimonial da Vigor

Balanço patrimonial	2013A	2014A	2015A
Caixa e equivalentes	289	264	562
Contas a receber	474	496	656
Estoques	311	321	327
Impostos a recuperar	153	162	190
Outros ativos circulantes	15	27	61
Ativo circulante	1.242	1.271	1.795
Impostos a recuperar	65	93	100
Imobilizado	986	1.041	1.192
Intangível	1.166	1.165	1.425
Outros ativos não circulantes	46	55	38
Ativo não circulante	2.264	2.354	2.754
Ativo total	3.506	3.625	4.549
Fornecedores	311	377	534
Dívida	389	398	600
Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais	100	117	130
Outros passivos circulantes	61	68	116
Passivo circulante	861	959	1.380
Dívida	726	634	719
Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais	242	236	210
IR e CS a pagar	107	122	207
Outros passivos não circulantes	9	22	34
Passivo não circulante	1.084	1.014	1.170
Capital social	1.191	1.191	1.348
Reservas de lucros	21	71	259
Ajustes acumulados de conversão	6	6	0
Patrimônio líquido	1.218	1.269	1.607
Participação minoritária	343	383	393
Passivo e patrimônio líquido total	3.506	3.625	4.549
Dívida bruta	1.115	1.031	1.319
Caixa e equivalentes	289	264	562
Dívida líquida	826	767	757
<i>Dívida líquida / EBITDA</i>	6,0x	2,2x	1,7x

Fonte: dados publicados pela empresa, elaborado pelo autor

3.1.3 Estrutura acionária e administração

Segundo o Formulário de Referência 2016 da Vigor Alimentos, antes da OPA o maior acionista da empresa com 72,4% do capital era a FB Participações S.A., veículo de investimento da J&F Investimentos, controladora da JBS S.A. O segundo maior acionista era a própria JBS S.A., com 19,4%, resultando em um controle indireto total de 91,8% por parte da J&F Investimentos. A cooperativa dinamarquesa Arla Foods International A/S detinha 8,0% do capital, e o 0,2% restante era negociado na BM&FBOVESPA. A Figura 13 – Estrutura acionária da Vigor antes da OPA abaixo mostra as informações em forma de tabela.

Figura 13 – Estrutura acionária da Vigor antes da OPA

Acionista	Número de ações (mi)	% do total
FB Participações S.A.	117.8	72%
JBS S.A.	31.6	19%
Arla Foods International A/S	13.0	8%
Outros	0.4	0.2%
Total	162.8	100%

Fonte: dados publicados pela empresa, elaborado pelo autor

Segundo o Fato Relevante divulgado pela empresa no dia 17 de julho de 2016, a OPA resultou na aquisição de 348.420 das ações pela FB Participações, que aumentou sua participação para 72,6% do capital da Vigor. Ainda restaram 15.725 ações nas mãos dos acionistas minoritárias (0,01% do capital), mas elas não são mais negociadas na BM&F Bovespa uma vez que o registro de companhia aberta foi cancelado. A Figura 14 – Estrutura acionária da Vigor após a OPA a seguir apresenta essas informações em forma de tabela.

Figura 14 – Estrutura acionária da Vigor após a OPA

Acionista	Número de ações (mi)	% do total
FB Participações S.A.	118.1	72.6%
JBS S.A.	31.6	19%
Arla Foods International A/S	13.0	8%
Outros	0.0	0.01%
Total	162.8	100%

Fonte: dados publicados pela empresa, elaborado pelo autor

Segundo a apresentação institucional da Vigor Alimentos datada de 28 de dezembro de 2015 (disponível para *download* no *website*), a Vigor Alimentos tem 9 diretores, além de contar com dois diretores na Itambé, empresa na qual detém 50% do capital. A relação dos diretores é apresentada abaixo, na Figura 15 – Administração da Vigor.

Figura 15 – Administração da Vigor

Membro	Cargo
Gilberto Xandó*	Diretor Presidente
Victor Machado*	Diretor Financeiro e de RI
Anne Napoli	Diretora de Marketing
Luiz Gennaru	Diretor Comercial
Darlan Carvalho	Diretor de Supply Chain
Paulo Botelho	Diretor Industrial
Ana Chakmakian	Diretora UN Grego
Daniela Zucchini	Diretora UN Queijo
Cecília Ávila	Diretora de Food Service
Alexandre Almeida	Diretor Presidente Itambé
Gustavo Theodozio	Diretor Financeiro Itambé

Fonte: dados publicados pela empresa, elaborado pelo autor

Segundo o Formulário de Referência 2016, a Vigor conta com 7 membros em seu Conselho de Administração. O presidente do conselho é Wesley Batista, Diretor Presidente da JBS S.A. e um dos donos da J&F Investimentos. Também faz parte do conselho Joesley Batista, seu irmão e presidente da J&F Investimentos.

Figura 16 – Conselho de Administração da Vigor

Membro	Cargo
Wesley Batista	Presidente
Joesley Batista	Conselheiro
Gilberto Tomazoni	Conselheiro
Cristiana Arcangeli	Conselheira Independente
Betania Tanure de Barros	Conselheira Independente
Luiz Antonio Elias	Conselheiro Independente
Steffen Andersen	Conselheiro Independente

Fonte: dados publicados pela empresa, elaborado pelo autor

A Figura 16 – Conselho de Administração da Vigor na página anterior apresenta a composição do Conselho da Vigor Alimentos.

3.1.4 Portfólio de produtos

Segundo o Formulário de Referência 2016, a Vigor Alimentos tem um portfólio de mais de 360 produtos comercializados sob as marcas Vigor, Itambé, Leco, Danúbio, Faixa Azul, Amélia, Jong, Vigor Food Service, e Serrabella.

Os produtos são divididos em 3 segmentos de negócios:

- *Lácteos*: derivados de leite, incluindo iogurtes, leite fermentado, requeijão, queijos, manteiga, bebidas lácteas, queijos brancos frescos, queijos light, *cream cheese*, *petit suisse* e outras sobremesas. O segmento representou 42% da receita líquida na controladora e 33% no consolidado (ou seja, incluindo os números da Itambé) em 2015.
- *Mercearias e spreads*: subdividido em: (i) spreads: derivados de óleo vegetal, em especial margarina, maionese, cremes vegetais e óleos vegetais comestíveis; (ii) secos: leite em pó, doce de leite e leite condensado; (iii) outros: sucos, achocolatados, massas, molhos etc. O segmento representou 54% da receita líquida na controladora e 58% no consolidado em 2015.
- *Leite UHT*: leite pasteurizado UHT (*ultra high temperature*), vendido sob as marcas Leco e Itambé. Representou 5% da receita líquida na controladora e 9% no consolidado em 2015.

3.1.5 Presença e distribuição

Ainda segundo o Formulário de Referência 2016, a Vigor possui um total de 10 unidades fabris e 12 centros de distribuição, a maioria na região Sudeste, que representa 82% da receita da controladora. Já a Itambé possui 5 unidades fabris e outros 12 centros de distribuição. A Figura 17 – Vendas da Vigor (controladora) por região na próxima página fornece a quebra da receita por região.

Figura 17 – Vendas da Vigor (controladora) por região

Região	% do total
Sudeste	82%
Nordeste	7%
Sul	5%
Norte	3%
Centro-Oeste	3%

Adaptado de Formulário de Referência 2016

Ainda segundo o Formulário de Referência 2016, a maior parte das vendas da Vigor (no consolidado) vem do segmento varejo independente, com 63%. Grandes redes de varejo representam 22% do total, distribuidores 8% e *food service* (restaurantes, lanchonetes etc) os 6% restantes.

Figura 18 – Vendas da Vigor (consolidado) por tipo de cliente

Canal	% do total
Varejo Independente	63%
Grandes Redes	22%
Distribuidores	8%
Food Service	6%

Adaptado de Formulário de Referência 2016

A Figura 18 – Vendas da Vigor (consolidado) por tipo de cliente fornece a quebra em forma de tabela.

3.2 O MERCADO DE LÁCTEOS NO BRASIL

A Vigor Alimentos atua nos mercados de lácteos, vendendo queijos, iogurtes, bebidas lácteas e leite, e de spreads, vendendo manteiga e margarina. Nesta seção é feita uma análise desses mercados no Brasil

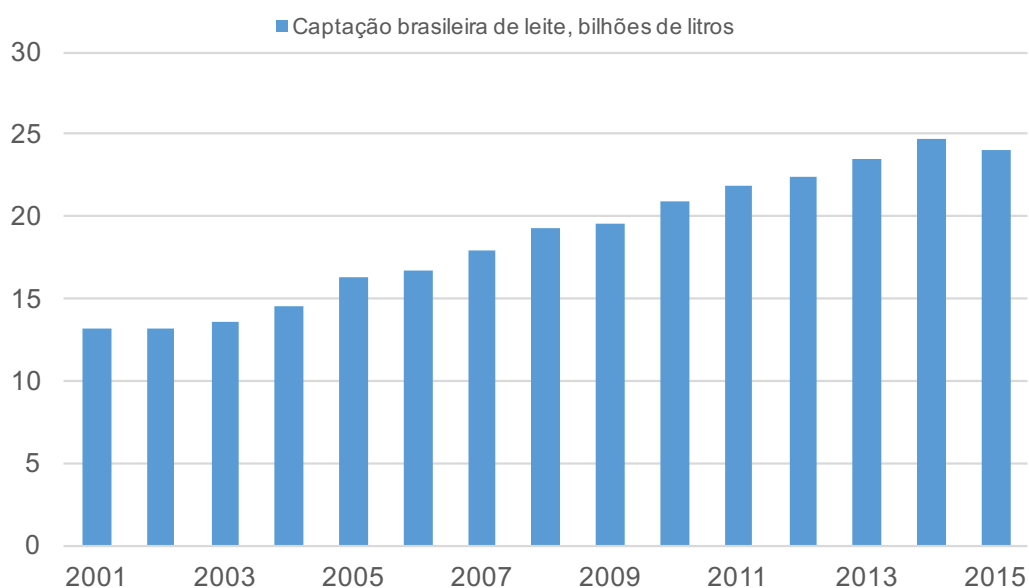
Primeiro, são apresentados dados históricos de captação de leite e preços pagos aos produtores. Em seguida, são apresentados os principais segmentos do mercado de lácteos, com seus respectivos valores movimentados. Por último, são apresentados e analisados os maiores competidores em cada um dos segmentos.

3.2.1 Captação brasileira de leite e preços ao produtor

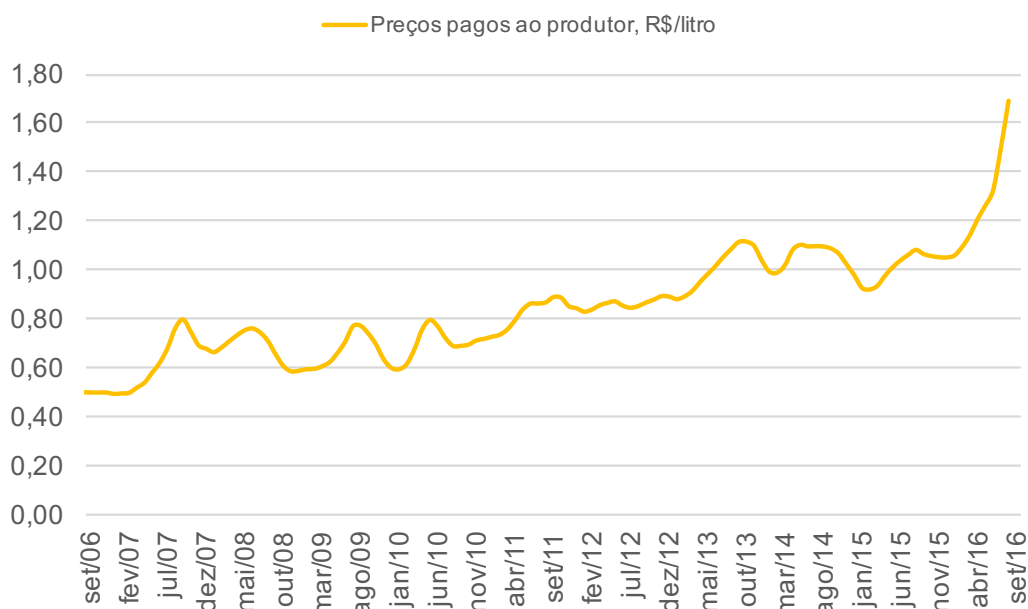
Segundo a Organização das Nações Unidas para a Alimentação e a Agricultura (FAO, na sigla em inglês), o Brasil é o quinto maior país produtor de leite do mundo, sendo responsável por aproximadamente 4,5% da produção mundial em 2013. Segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a captação brasileira de leite (volume adquirido pelas empresas de lácteos) em 2015 foi de 24,1 bilhões de litros, alcançando um crescimento médio anual (CAGR) de 4,7% no período de 2000 a 2015 (ver Figura 19 – Captação brasileira de leite abaixo).

De acordo com dados do Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada da Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz da Universidade de São Paulo (CEPEA/ESALQ), no período de 2000 a 2015, os preços cresceram em média 9,6% ao ano, acima da inflação anual média de 6,5% no período (calculada pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo, do IBGE). Em especial, os preços têm sofrido um grande aumento ao longo do ano de 2016: o preço médio de janeiro a setembro de 2016 foi 32% maior que no mesmo período de 2015. A Figura 20 – Preços pagos ao produtor de leite na próxima página mostra a evolução dos preços pagos ao produtor desde setembro de 2006.

Figura 19 – Captação brasileira de leite



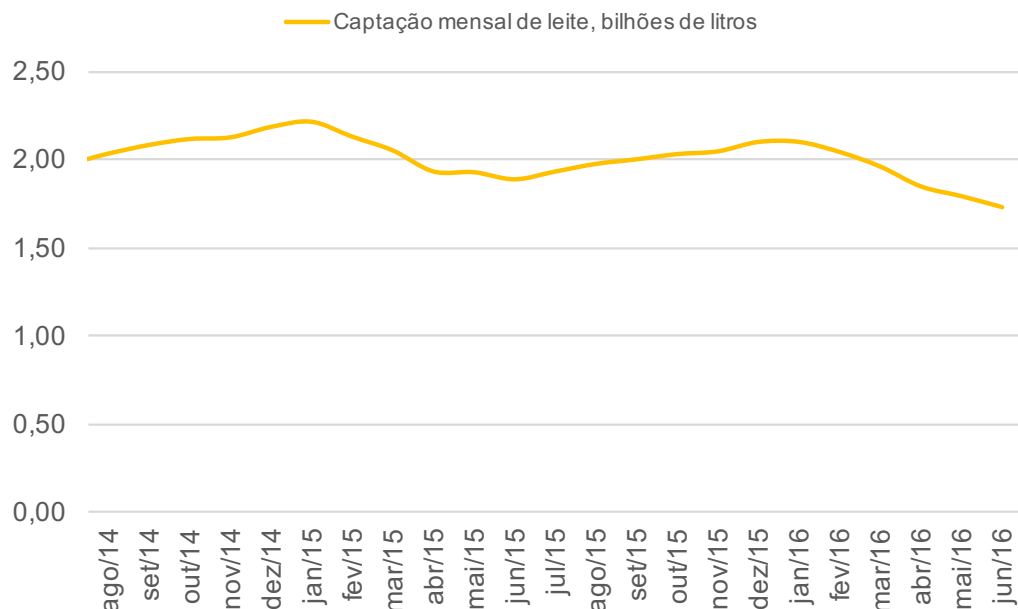
Fonte: IBGE, elaborado pelo autor

Figura 20 – Preços pagos ao produtor de leite

Fonte: CEPEA/ESALQ, elaborado pelo autor

Esse grande aumento nos preços em 2016 se explica por uma redução na oferta, com a captação caindo 6,4% ano-a-ano nos 6 primeiros meses do ano, de acordo com os últimos dados do IBGE. Essa redução foi causada por um aumento nos custos de produção, principalmente milho e farelo de soja que compõem a ração dos animais.

A Figura 21 – Captação mensal de leite na próxima página mostra a evolução mensal da captação nos últimos dois anos.

Figura 21 – Captação mensal de leite

Fonte: IBGE, elaborado pelo autor

3.2.2 Tamanho do mercado

Neste item, são analisados os quatro principais segmentos do mercado de lácteos nos quais a Vigor Alimentos atua. Esses segmentos são: (i) queijos; (ii) iogurtes; (iii) produtos líquidos de leite (incluindo leite pasteurizado, leite longa vida, leite em pó, bebidas lácteas e alternativas a base de soja); e (iv) manteigas. São utilizados dados da empresa britânica de pesquisa de mercado Euromonitor International para mensurar os diferentes segmentos e analisar suas tendências de crescimento nos últimos anos.

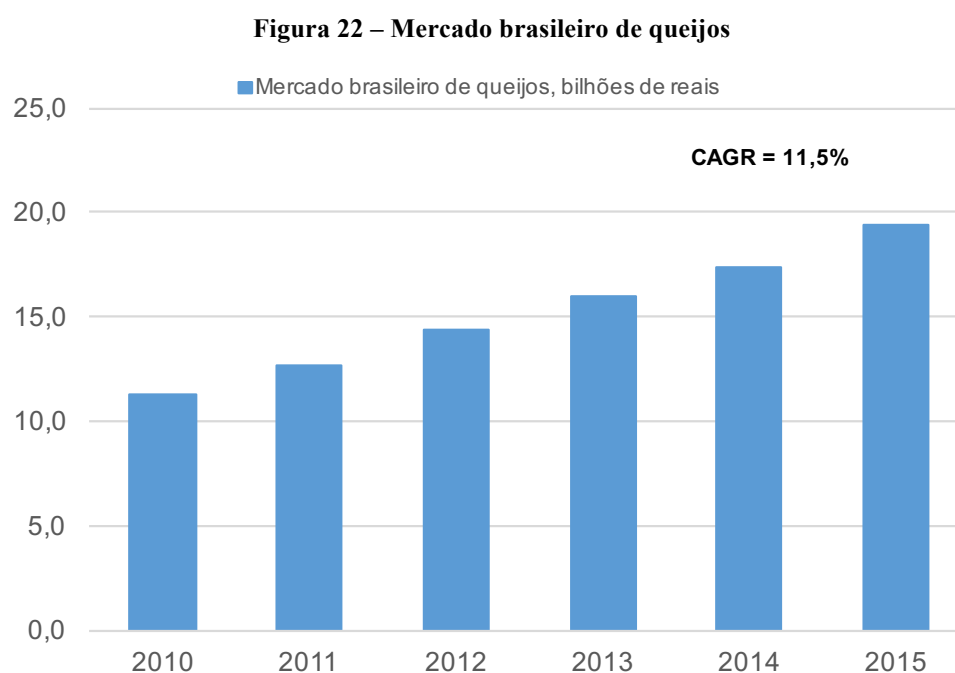
3.2.2.1 Segmento de queijos

De acordo com dados da Euromonitor International, o segmento de queijos cresceu em média 11,5% ao ano entre 2010 e 2015 e alcançou R\$19,4 bilhões em vendas no Brasil. Queijos processados representam 19% desse valor, enquanto não processados representam os 81% restantes.

As tendências de crescimento têm sido semelhantes entre as duas categorias, com processados crescendo a uma taxa média de 11,3% ao ano entre 2010 e 2015, e não

processados crescendo a 11,6% ao ano. Dentre os queijos processados, requeijão é a linha mais relevante, com 85% do valor em 2015, enquanto *cream cheese* representa 7% e outros queijos representam 8%. Dentre os queijos não processados, mussarela é o mais relevante com 44% do valor, seguido de prato (31%), minas frescal (11%) e parmesão (8%).

Ainda segundo a Euromonitor International, a maioria absoluta (99,8%) das vendas de queijos no Brasil em 2015 foram feitas em varejistas físicos, com apenas 0,2% das vendas on-line. Aproximadamente 64% das vendas ocorreram em varejistas modernos (supermercados e hipermercados), enquanto 33% ocorreram em pequenos varejistas (mercearias, lojas de bairro etc).



Fonte: Euromonitor International, elaborado pelo autor

A Figura 22 – Mercado brasileiro de queijos acima apresenta a evolução do segmento entre 2010 e 2015.

3.2.2.2 Segmento de iogurtes

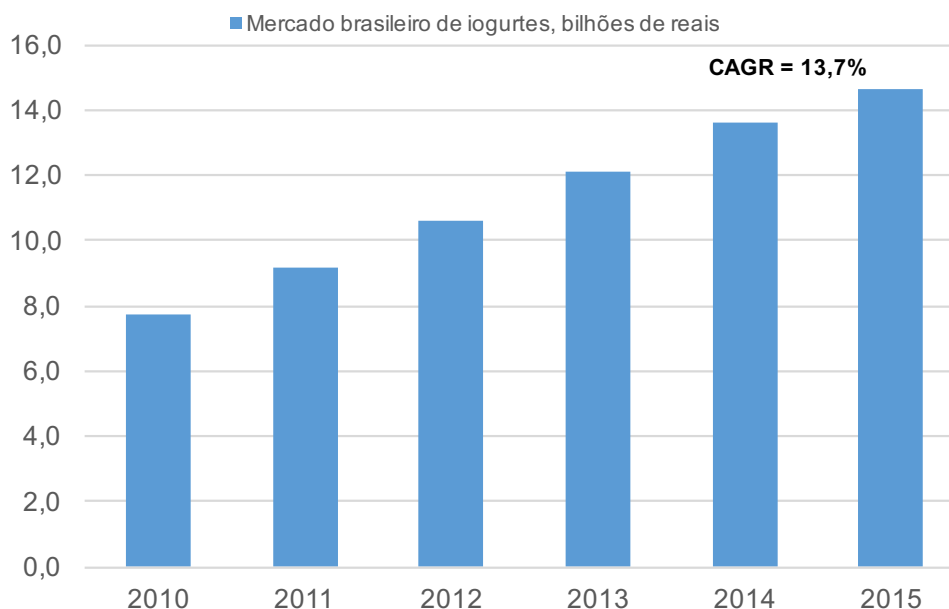
De acordo com dados da Euromonitor International, o segmento de iogurtes cresceu em média 13,7% ao ano entre 2010 e 2015 e alcançou R\$14,6 bilhões em vendas no Brasil.

Iogurte líquido representou 52% desse valor, enquanto iogurtes de colher representaram os 48% restantes (sendo 39% iogurtes com sabor adicionado de fruta, e 9% iogurtes sem sabor).

As tendências de crescimento diferem significativamente entre as categorias. Enquanto iogurtes frutados de colher cresceram a uma taxa média de 11,2% entre 2010 e 2015, iogurtes líquidos cresceram a 14,9% ao ano e iogurtes de colher sem sabor adicionado cresceram a 20,3%. Isso se deve a uma maior preocupação dos consumidores com saúde; especificamente, o crescimento do nicho de iogurtes gregos tem grande impacto na categoria de iogurtes sem sabor adicionado.

Ainda segundo a Euromonitor International, o varejo físico foi responsável por 90,5% das vendas de iogurte no Brasil em 2015, com o restante dividido entre vendas direta (8,9%) e vendas on-line (0,7%). Dentre do varejo físico, as vendas são concentradas em varejistas modernos (supermercados e hipermercados), com aproximadamente 98% do total desse canal.

Figura 23 – Mercado brasileiro de iogurtes



Fonte: Euromonitor International, elaborado pelo autor

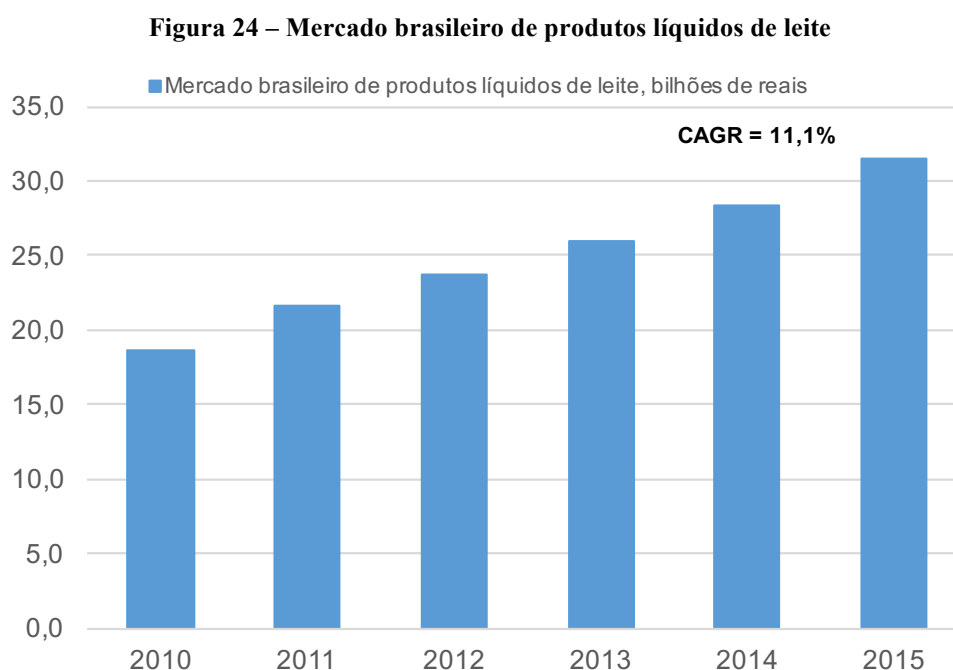
3.2.2.3 Segmento de produtos líquidos de leite

Este segmento é o conjunto de leite líquido (pasteurizado e longa-vida, ou UHT, do inglês *ultra high temperature*), leite em pó, bebidas lácteas e alternativas a base de soja. De

acordo com dados da Euromonitor International, o segmento cresceu em média 11,1% ao ano entre 2010 e 2015 e alcançou R\$31,5 bilhões em vendas no Brasil. Leite líquido representou 55%, seguido de leite em pó (23%), bebidas lácteas (15%) e alternativas a base de soja (7%).

O grande destaque dentro do segmento têm sido as bebidas lácteas, que cresceram a uma taxa média de 17,7% ao ano entre 2010 e 2015, e elevaram sua participação na categoria de 11% para 15%. O crescimento foi de 9,6% para leite líquido, 11,1% para leite em pó e 11,2% para alternativas a base de soja.

Segundo a Euromonitor, o varejo físico foi responsável por 98,2% das vendas em 2015, enquanto vendas diretas representaram 1,7% e vendas on-line 0,1%.

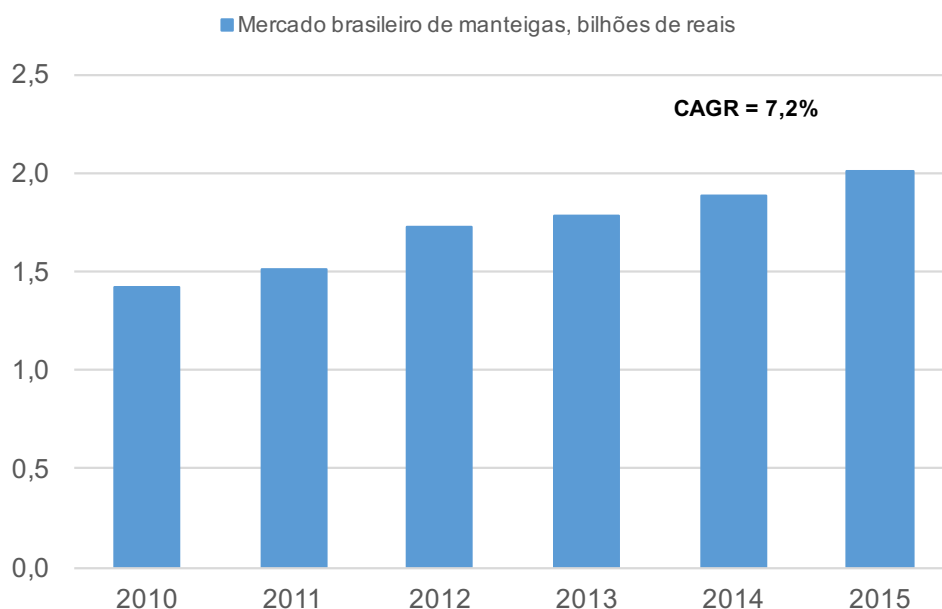


Fonte: Euromonitor International, elaborado pelo autor

A Figura 24 – Mercado brasileiro de produtos líquidos de leite acima apresenta a evolução do segmento entre 2010 e 2015.

3.2.2.4 Segmento de manteigas

De acordo com dados da Euromonitor International, o segmento de manteigas cresceu em média 7,2% ao ano entre 2010 e 2015 e alcançou R\$2,0 bilhões em vendas em 2015.

Figura 25 – Mercado brasileiro de manteigas

Fonte: Euromonitor International, elaborado pelo autor

A Figura 25 – Mercado brasileiro de manteigas acima apresenta a evolução do segmento entre 2010 e 2015.

3.2.3 Participação de mercado (*market share*)

Nesse item, é analisada a participação de mercado (*market share*) nos segmentos em que a Vigor Alimentos atua, de modo a avaliar seu posicionamento e identificar seus principais concorrentes. Mais uma vez são utilizados dados da Euromonitor International. A análise utiliza os mesmos segmentos definidos no item de tamanho de mercado.

Seguem alguns comentários para melhor entendimento dos dados que serão apresentados:

- Os números de *market share* da Vigor incluem 100% dos valores da Itambé, uma empresa em que a Vigor detém participação de 50% mas consolida em suas demonstrações financeiras;
- A Lactalis é uma empresa francesa que adquiriu as operações de lácteos da BRF e parte das operações da LBR em fins de 2014. Nos dados apresentados nas páginas a

seguir, convencionou-se que as marcas adquiridas são transferidas para a Lactalis apenas no ano de 2015.

- Dairy Partners Americas é uma *joint venture* para produção de lácteos entre a suíça Nestlé e a neozelandesa Fonterra. Em meados de 2014, as duas empresas redefiniram os termos da operação (mais detalhes no item **Principais competidores do mercado**). Para fins desse trabalho, contudo, continua-se utilizando o agrupamento Dairy Partners Americas.

3.2.3.1 Segmento de queijos

O segmento de queijos no Brasil é bastante fragmentado, com as 5 maiores empresas representando apenas 33% do mercado. A Polenghi é a líder consolidada do segmento, com 10,5% de participação em 2015, e tem mantido a posição nos últimos anos. A recém-chegada Lactalis, no entanto, tem ameaçado essa posição, alcançando 8,2% de participação no seu primeiro ano completo.

A Vigor é a terceira colocada, com 5,5% de participação em 2015, seguida de perto pela Tirolez, com 4,9% e pela Nova Mix (dona da marca Quatá), com 4,1%. Outras empresas com participação relevante são a Nestlé (2,0%), Laticínios Três Marias (1,6%) e Laticínios Bela Vista (1,6%).

Figura 26 – Participação de mercado no segmento de queijos, por valor vendido

	2011	2012	2013	2014	2015
Polenghi	10,2%	10,3%	10,4%	10,5%	10,5%
Lactalis*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,2%
Vigor	5,3%	5,3%	5,4%	5,5%	5,5%
Tirolez	4,7%	4,7%	4,8%	4,9%	4,9%
Nova Mix*	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%
Nestlé*	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Laticínios Três Marias	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Laticínios Bela Vista	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%
BRF*	4,8%	4,8%	6,1%	6,1%	0,0%
LBR Lácteos	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	0,5%
Outros	62,5%	62,4%	60,7%	60,4%	61,1%

*Em 2015, Lactalis passou a incluir marcas anteriormente pertencentes a BRF e LBR

Fonte: Euromonitor International, elaborado pelo autor

A Figura 26 – Participação de mercado no segmento de queijos, por valor vendido na página anterior apresenta a participação de mercado dos principais competidores do segmento entre 2010 e 2015.

3.2.3.2 Segmento de iogurtes

O segmento de iogurtes apresenta uma consolidação maior do que o de queijos, com as 5 maiores empresas representando 81% do mercado em 2015. As três primeiras colocações do segmento têm se mantido constantes nos últimos anos, com a Danone liderando com 37,3% de participação, seguida pela Dairy Partners Americas com 20,8% e pela Yakult com 12,2%. A Vigor (5,2%) e a Lactalis (5,1%) aparecem quase empatadas em quarto e quinto lugares, respectivamente, após a BRF ter se desfeito de suas operações de lácteos.

A Figura 27 – Participação de mercado no segmento de iogurtes, por valor vendido a seguir apresenta a participação de mercado dos principais competidores do segmento entre 2010 e 2015.

Figura 27 – Participação de mercado no segmento de iogurtes, por valor vendido

	2011	2012	2013	2014	2015
Danone	37,3%	36,9%	37,2%	37,1%	37,3%
Dairy Partners*	20,5%	20,6%	20,6%	20,7%	20,8%
Yakult	11,0%	11,6%	11,7%	12,1%	12,2%
Vigor	5,2%	5,1%	5,2%	5,1%	5,2%
Lactalis**	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,1%
BRF**	7,6%	7,6%	7,5%	6,9%	0,0%
LBR**	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	0,0%
Outros	16,5%	16,4%	16,1%	16,4%	19,4%

*Joint venture entre Nestlé e Fonterra **Em 2015, Lactalis passou a incluir marcas anteriormente pertencentes a BRF e LBR

Fonte: Euromonitor International, elaborado pelo autor

3.2.3.3 Segmento de produtos líquidos de leite

No segmento de produtos líquidos de leite, as cinco maiores empresas detêm 57% do mercado. A líder é a Lactalis, que adquiriu as operações de lácteos da BRF e parte das

operações da LBR em fins de 2014, alcançando 20,0% de participação em 2015. Ela é seguida por Dairy Partners Americas com 14,5%, Vigor com 9,5%, Danone com 7,2% e Bela Vista com 5,5%. Outras empresas com participação relevante são a Cooperativa Sudoeste (4,4%), a PepsiCo (3,9%) e a Unilever (3,4%).

Figura 28 – Participação de mercado no segmento de produtos líquidos, por valor vendido

	2011	2012	2013	2014	2015
Lactalis**	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%
Dairy Partners*	13,6%	14,0%	14,4%	14,6%	14,5%
Vigor	9,5%	9,7%	9,6%	9,6%	9,5%
Danone	7,0%	7,2%	7,3%	7,3%	7,2%
Laticínios Bela Vista	3,2%	3,4%	3,5%	3,8%	5,5%
Cooperativa Sudoeste	4,8%	4,8%	4,6%	4,5%	4,4%
PepsiCo	3,0%	3,2%	3,4%	3,7%	3,9%
Unilever	3,7%	3,8%	3,6%	3,5%	3,4%
BRF**	16,7%	17,1%	16,7%	16,4%	0,0%
LBR**	13,9%	14,3%	12,5%	11,5%	0,0%
Outros	24,6%	22,5%	24,4%	25,1%	31,6%

***Joint venture entre Nestlé e Fonterra **Em 2015, Lactalis passou a incluir marcas anteriormente pertencentes a BRF e LBR**

Fonte: Euromonitor International, elaborado pelo autor

A Figura 28 – Participação de mercado no segmento de produtos líquidos, por valor vendido acima apresenta a participação de mercado dos principais competidores do segmento entre 2010 e 2015.

3.2.3.4 Segmento de manteigas

O segmento de manteigas apresenta um grau maior de fragmentação, com as quatro maiores empresas representando 48% do mercado. A Vigor é a líder isolada com 28,8% de participação. A Lactalis alcançou 9,2% do mercado em 2015, e é seguida pela Gonçalves Salles (dona da marca Aviação) com 7,4%. A única outra empresa com uma participação relevante do mercado é a Cooperativa Central de Laticínios do Estado de São Paulo (dona da marca CCL), com 2,6% de participação.

Figura 29 – Participação de mercado no segmento de manteigas, por valor vendido

	2011	2012	2013	2014	2015
Vigor	27,6%	27,8%	28,2%	28,6%	28,8%
Lactalis*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,2%
Gonçalves Salles	6,8%	6,9%	7,2%	7,3%	7,4%
BRF*	8,2%	8,3%	8,9%	9,0%	0,0%
CCLSP	4,0%	3,8%	3,0%	2,8%	2,6%
Outros	53,4%	53,2%	52,7%	52,3%	52,0%

*Em 2015, Lactalis passou a incluir marcas anteriormente pertencentes a BRF e LBR

Fonte: Euromonitor International, elaborado pelo autor

A Figura 29 – Participação de mercado no segmento de manteigas, por valor vendido acima apresenta a participação de mercado dos principais competidores do segmento de manteigas no Brasil entre 2010 e 2015.

3.2.4 Principais competidores do mercado

Neste item, são apresentadas as principais empresas do setor de lácteos no Brasil, de acordo com dados da Euromonitor International.

3.2.4.1 Vigor Alimentos

A Vigor Alimentos é uma empresa brasileira de capital fechado atuando nos segmentos de lácteos e spreads. Seu faturamento em 2015 foi de R\$5,2 bilhões. Hoje a Vigor possui um total de 10 unidades fabris e 12 centros de distribuição.

A Vigor comercializa as marcas Danúbio, Vigor, Itambé, Lective, Plenus e Leco. A companhia ocupa:

- 3º lugar em *market share* no segmento de queijos no Brasil;
- 4º lugar no segmento de iogurtes;
- 3º lugar no segmento de produtos líquidos de leite; e
- 1º lugar no segmento de manteigas.

Figura 30 – Posição de mercado e marcas da Vigor Alimentos

Segmento	Posição	Marcas
Queijos	3	Danúbio, Vigor, Itambé
logurtes	4	Vigor, Itambé, Lective, Plenus
Produtos líquidos	3	Itambé, Leco
Manteigas	1	Vigor, Itambé

Fonte: Euromonitor International, elaborado pelo autor

A Figura 30 – Posição de mercado e marcas da Vigor Alimentos acima apresenta a posição ocupada pela Vigor Alimentos nos segmentos em que atua.

3.2.4.2 Lactalis

A Lactalis é uma empresa francesa de capital fechado que atua no segmento de lácteos. Segundo o levantamento anual “Global Dairy Top 20” do Rabobank, a Lactalis é a segunda maior empresa de lácteos do mundo, considerando seu faturamento de US\$18,3 bilhões em 2015. Segundo informações disponíveis em seu endereço eletrônico, a Lactalis conta com 229 unidades produtivas em 43 países e com cerca de 75.000 funcionários em 85 países.

Segundo informações divulgadas pelo Valor Econômico, a Lactalis ingressou no Brasil em 2013 com a aquisição da produtora de queijo Balkis. Contudo, suas operações no país somente ganharam peso em fins de 2014 quando a empresa realizou duas grandes aquisições de ativos da LBR Lácteos e da BRF.

Segundo notícia veiculada pelo jornal Valor Econômico em 30 de setembro de 2014, a Lactalis adquiriu da LBR Lácteos por R\$250 milhões: (i) o direito de utilizar a marca Parmalat no Brasil; (ii) cinco unidades produtivas; (iii) as marcas Poços de Caldas, DaMatta e Boa Nata. Logo em seguida, segundo comunicado ao mercado divulgado pela BRF em 5 de dezembro de 2014, a Lactalis adquiriu por R\$1,8 bilhão a divisão de lácteos da BRF, incluindo as marcas Batavo, Elegê, Cotochês, Santa Rosa e DoBon, além de onze plantas produtivas.

Hoje a Lactalis é uma das principais empresas de lácteos no Brasil, vendendo as marcas Parmalat, Elegê, Batavo, Poços de Caldas, Santa Rosa e Cotochês. Nas categorias analisadas neste trabalho, ela obteve:

- 2º lugar em *market share* em queijos;

- 4º lugar em iogurtes;
- 1º lugar em produtos líquidos de leite; e
- 2º lugar em manteigas.

Figura 31 – Posição de mercado e marcas da Lactalis

Segmento	Posição	Marcas
Queijos	2	Santa Rosa, Poços de Caldas, Elegê, Batavo
Iogurtes	5	Parmalat, Batavo, Batavito, Elegê
Produtos líquidos	1	Parmalat, Batavo, Elegê, Cotochês
Manteigas	2	Batavo, Elegê

Fonte: Euromonitor International, elaborado pelo autor

A Figura 31 – Posição de mercado e marcas da Lactalis acima apresenta a posição ocupada pela Lactalis nos segmentos em que atua.

3.2.4.3 Nestlé, Fonterra e Dairy Partners Americas

A Nestlé é uma empresa suíça de capital aberto que atua nos segmentos de bebidas e alimentos. Segundo o relatório “Global Dairy Top 20”, suas receitas provenientes do segmento de lácteos totalizaram US\$25,0 bilhões em 2015, tornando-a a maior empresa de lácteos do mundo em faturamento. Segundo seu *website*, a Nestlé tem 436 fábricas em 85 países, 335.000 funcionários e vende produtos em 189 países. A empresa ingressou no país em 1921, e sua operação brasileira foi a quarta maior do grupo em faturamento em 2015.

A Fonterra é uma cooperativa neozelandesa de propriedade de aproximadamente 10.700 produtores, que também tem ações listadas em bolsa. Segundo o Rabobank, é a quinta maior empresa de lácteos do mundo, com US\$13,1 bilhões de faturamento em 2015. Segundo seu endereço eletrônico, a Fonterra tem 22.000 funcionários (dos quais mais de 10.000 fora da Nova Zelândia) e vende seus produtos em mais de 100 países.

Em 2003, a Nestlé e a Fonterra fizeram uma parceria para criar a Dairy Partners Americas (DPA), uma joint venture para a América Latina em que cada uma das empresas detinha 50%. Em maio de 2014, as duas empresas anunciaram uma mudança na DPA: a Nestlé passaria a deter 100% do capital das operações de leite em pó no Brasil, enquanto a Fonterra passaria a deter 51% do capital das operações de produtos lácteos refrigerados (e a

Nestlé continuaria com os 49% restantes). Neste trabalho, continua-se utilizando o nome Dairy Partners Americas e consolidando os números de maneira a possibilitar uma análise histórica.

A Nestlé/DPA comercializa as marcas Nestlé, Chamyto, Molico, Bliss, Neston, Ninho, Nescau e Nesquik no Brasil. Nas categorias analisadas neste trabalho, ela ocupa:

- 6º lugar em *market share* em queijos;
- 2º lugar em iogurtes; e
- 2º lugar em produtos líquidos de leite.

Figura 32 – Posição de mercado e marcas da Dairy Partners Americas

Segmento	Posição	Marcas
Queijos	6	Nestlé
Iogurtes	2	Nestlé, Chamyto, Molico, Neston, Ninho
Produtos líquidos	2	Ninho, Nescau, Molico, Nesquik

Fonte: Euromonitor International, elaborado pelo autor

A Figura 32 – Posição de mercado e marcas da Dairy Partners Americas acima apresenta a posição ocupada pela Dairy Partners Americas nos segmentos em que atua.

3.2.4.4 Polenghi

A Polenghi é uma empresa brasileira fundada em 1947 por imigrantes italianos. Em 1977, a empresa foi adquirida pelo grupo francês Savencia Fromage & Dairy, presente em 120 países e com cerca de 19 mil funcionários, de acordo com seu *website*. A Polenghi hoje tem três unidades industriais no Brasil e conta com mais de mil colaboradores.

A Polenghi comercializa as marcas Polenguinho, Polenghi, Skandia e Campo Lindo. A empresa ocupa:

- 1º lugar em *market share* em queijos;

Figura 33 – Posição de mercado e marcas da Polenghi

Segmento	Posição	Marcas
Queijos	1	Polenguinho, Polenghi, Skandia, Campo Lindo

Fonte: Euromonitor International, elaborado pelo autor

A Figura 33 – Posição de mercado e marcas da Polenghi na página anterior apresenta a posição ocupada pela Polenghi nos segmentos em que atua.

3.2.4.5 Danone

A Danone é uma empresa francesa de capital aberto que atua nos segmentos de bebidas e alimentos. Segundo o relatório “Global Dairy Top 20” do Rabobank, as receitas da Danone provenientes do segmento de lácteos totalizaram US\$16,7 bilhões em 2015, tornando-a a terceira maior empresa de lácteos do mundo em termos de faturamento. Segundo o *website* da Danone Brasil, a empresa ingressou no país em 1970 produzindo iogurtes. Em 2000, adquiriu a marca Paulista, consolidando sua posição no segmento de produtos lácteos frescos.

A Danone comercializa as marcas Activia, Danone, Paulista, Corpus, Dan’Up, Danito, Actimel e Long no Brasil. A empresa ocupa:

- 1º lugar em *market share* em iogurtes;
- 4º lugar em *market share* em produtos líquidos de leite.

Figura 34 – Posição de mercado e marcas da Danone

Segmento	Posição	Marcas
iogurtes	1	Activia, Danone, Paulista, Dan’Up, Actimel
Produtos líquidos	4	Paulista, Long

Fonte: Euromonitor International, elaborado pelo autor

A Figura 34 – Posição de mercado e marcas da Danone acima apresenta a posição ocupada pela Danone nos segmentos em que atua.

3.2.4.6 Yakult

A Yakult Honsha é uma empresa japonesa de capital aberto fundada em 1935. A empresa opera em 33 países e tem aproximadamente 2.900 funcionários. A empresa ingressou no Brasil em 1966.

A empresa comercializa todos seus produtos sob a marca Yakult. Ela ocupa:

- 3º lugar em *market share* em iogurtes.

Figura 35 – Posição de mercado e marcas da Yakult

Segmento	Posição	Marcas
logurtes	3	Yakult

Fonte: Euromonitor International, elaborado pelo autor

A Figura 35 – Posição de mercado e marcas da Yakult acima apresenta a posição ocupada pela Danone nos segmentos em que atua.

4. ESTUDO DE CASO E RESULTADOS OBTIDOS

Nesta seção, o referencial teórico desenvolvido na seção 2 é aplicado à Vigor Alimentos. Primeiramente, é desenvolvida uma análise do sector de lácteos no Brasil e da empresa sob a visão de posicionamento estratégica. Em seguida, é desenvolvido um modelo financeiro com o intuito de valorar a companhia.

4.1 ANÁLISE DO POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO DA VIGOR

Neste item, o referencial teórico de análise estratégia desenvolvido anteriormente é aplicado para o caso específico da Vigor Alimentos

Primeiro, utiliza-se a ferramenta das Forças de Porter para entender a indústria de laticínios no Brasil e as forças que atuam sobre ela. Em seguida, aplica-se a Análise SWOT para identificar as forças, fraquezas, oportunidades e ameaças à Vigor. Por último, identifica-se a estratégia genérica da companhia de acordo com o modelo proposto por Porter.

4.1.1 Forças de Porter

4.1.1.1 Rivalidade entre competidores existentes

A primeira das Forças de Porter é a rivalidade entre competidores existentes. Os principais fatores a serem analisados para determinar o grau de rivalidade são o número de competidores, seu tamanho relativo, a taxa de crescimento da indústria, a diferenciação dos produtos, o nível dos custos fixos e as barreiras de saída.

O número de competidores, mostrado no item 3.2.4, é razoavelmente pequeno, sendo que em torno de seis têm relevância. Seu tamanho relativo depende do escopo da análise: em escala global, há uma grande discrepância, mas se tomados em consideração apenas os segmentos específicos no Brasil, os tamanhos são semelhantes.

A taxa de crescimento da indústria tem sido alta, o que possibilita que os competidores cresçam sem necessariamente ter de tomar mercado uns dos outros. Além disso, há bastante diferenciação dos produtos.

A indústria, por outro lado, tem altos custos fixos atrelados à operação das fábricas. Isso também cria grandes barreiras de saída, uma vez que investimentos em ativos fixos são altos. Isso cria incentivos para que: (i) empresas abaiquem preços para cobrir custos fixos; (ii) empresas continuem no mercado mesmo em um cenário não lucrativo.

Levando em consideração os fatores acima, conclui-se que a rivalidade entre competidores existentes é alta.

4.1.1.2 Ameaça de ingressantes potenciais

A segunda das Forças de Porter é a ameaça de ingressantes potenciais. Os principais fatores a serem analisados são economias de escala, nível de diferenciação dos produtos, acesso a canais de distribuição, custos de troca, tecnologia proprietária, e altos investimentos iniciais.

Economias de escala são muito importantes no setor, na compra do principal insumo (leite), na produção em grande escala e na logística e distribuição de produtos refrigerados. A diferenciação dos produtos é alta, especialmente no caso de iogurtes e outros produtos líquidos de leite. Em adição, o acesso aos canais de distribuição é uma barreira de entrada, uma vez que a maior parte das vendas é realizada por meio do canal moderno (supermercados e hipermercados), que requerem escala e relacionamento.

Por último, existem tecnologias proprietárias do setor, e são necessários altos investimentos iniciais para construir uma fábrica de processamento de lácteos.

Conclui-se que a ameaça de ingressantes potenciais no setor de lácteos é baixa.

4.1.1.3 Poder de barganha dos fornecedores

Para analisar o poder de barganha dos fornecedores, é necessário avaliar a diferença de tamanho entre fornecedores e compradores, a facilidade de integração vertical por partes dos compradores, a diferenciação do produto e os custos de troca de fornecedores.

A principal matéria-prima do setor de laticínios é o leite. Analisando os fornecedores de leite, vê-se que seu poder de barganha é baixo. Os produtores de lácteos no Brasil são empresas de grande escala e faturamento na casa dos bilhões de reais, e em alguns casos multinacionais. Isso contrasta com os produtores de leite, que são fazendas em muitos casos geridas por famílias.

A diferenciação do produto é baixa, uma vez que é uma *commodity* com pouco valor agregado. A integração vertical é fácil se for necessário, e pode ser alcançada por meio da aquisição de fazendas, ou parcerias com cooperativas (algo que a Itambé faz, por exemplo). Os custos de troca de fornecedores são médios: enquanto o produto em si não é diferente entre fornecedores, a localização geográfica é importante na rota de captação.

Levando em consideração os fatores elencados acima, conclui-se que o poder de barganha dos fornecedores é baixo.

4.1.1.4 Poder de barganha dos compradores

Os fatores que tornam os compradores poderosos são seu número (quanto menos compradores, mais poderosos eles serão), seu tamanho relativo às empresas da indústria, o nível de diferenciação dos produtos da indústria, e os custos de troca.

Como foi observado no item 3.2.2, a maior parte das vendas de produtos lácteos acontecem em hipermercados e supermercados. Dessa maneira, os principais compradores dos produtos do setor de lácteos são as grandes redes varejistas, como Grupo Pão de Açúcar (dono das bandeiras Assaí, Extra e Pão de Açúcar), Wal-Mart (bandeiras Wal-Mart e Sam's Club) e Carrefour (Carrefour e Atacadão). Essas são empresas extremamente grandes e poderosas, com presença em todo o Brasil. O Grupo Pão de Açúcar, por exemplo, teve receita de R\$69,1 bilhões em 2015, de acordo com informações disponíveis da seção de Relações com Investidores do seu *website*.

Prosseguindo com a análise, os produtos da indústria têm elevado nível de diferenciação, especialmente nos segmentos de iogurtes e nos nichos mais elaborados dos produtos líquidos de leite (isso é, excluindo leite puro). Por último, os custos de troca para os compradores são médios: embora as rotas logísticas e os procedimentos de cadeia de suprimentos já estejam estabelecidos e consolidados, para a maioria das outras regiões haverá outras opções de produtores capazes de entregar seus produtos.

Conclui-se que o poder de barganha dos compradores é alto.

4.1.1.5 Ameaça de substitutos

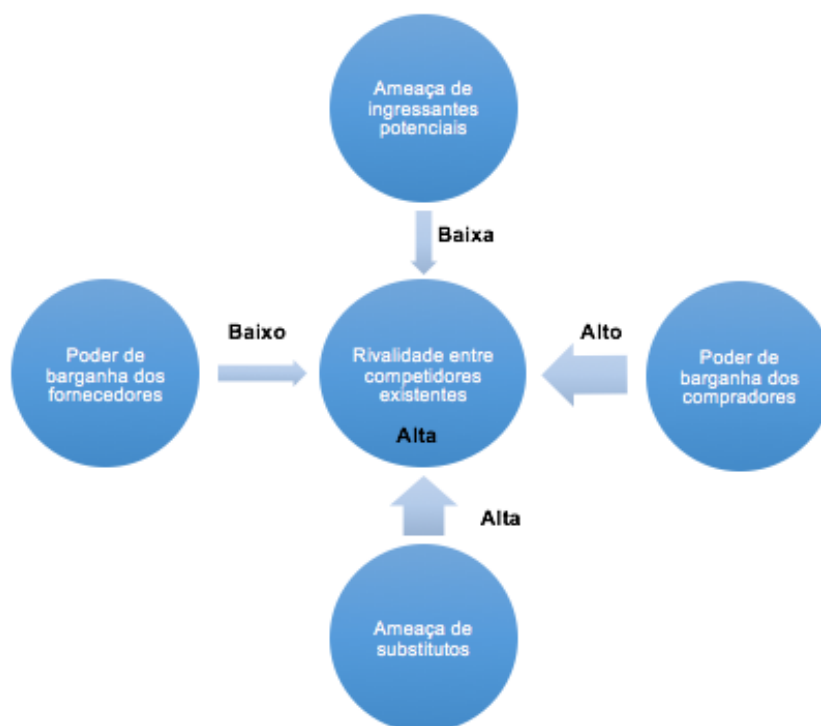
Ameaça de substitutos é o risco de que os consumidores troquem os produtos da indústria por outros que realizam função igual ou equivalente. Os fatores a serem levados em consideração na análise dessa ameaça são custos de troca e número, preços e qualidade dos produtos substitutos.

De maneira geral, produtos substitutos para lácteos incluem uma grande variedade de alimentos e bebidas, se considerarmos que a intenção do consumidor é se alimentar. Contudo, isso se aplica mais a determinadas categorias que a outras: há menos substitutos para leite puro que para iogurtes e queijos. Isso acontece porque esses últimos são produtos mais supérfluos.

Os custos de troca para os consumidores são extremamente baixos, pois basta comprar os substitutos em vez dos lácteos na próxima vez em que forem ao supermercado.

Dessa maneira, conclui-se que a ameaça de substitutos é alta.

Figura 36 – Forças de Porter no setor de lácteos



Elaborado pelo autor

A Figura 36 – Forças de Porter no setor de lácteos acima representa graficamente a análise realizada.

4.1.2 Análise SWOT

Nesse item, a análise deixa de focar apenas na indústria de lácteos no Brasil, e passa a avaliar a empresa Vigor Alimentos especificamente, utilizando a ferramenta de Análise SWOT, apresentada no item 2.1.2. A análise utiliza quatro elementos (forças, fraquezas, oportunidades e ameaças), divididos em duas categorias (internos e externos).

4.1.2.1 Forças

Forças são fatores internos e únicos à organização que criam vantagem competitiva. As principais forças da Vigor Alimentos são:

- *Marcas, especialmente a Vigor.* A Vigor Alimentos conta com um portfólio amplo com mais de 360 produtos, atendendo a diferentes segmentos e classes sociais. Sua marca Vigor é especialmente forte, existindo há quase cem anos.
- *Pioneirismo no segmento de iogurte grego.* A Vigor foi a pioneira na produção de iogurte grego no Brasil, e é hoje a líder nesse segmento (segundo informações disponíveis em seu Formulário de Referência). O segmento de iogurte grego tem apresentado crescimento acelerado e tem alto valor agregado, fornecendo boas margens.
- *Apoio da JBS.* A Vigor é controlada pela JBS e seus acionistas controladores, o que lhe confere apoio nas operações de negócios (em 2015, a Vigor realizou R\$1,0 bilhão em exportações indiretas por meio da JBS) e suporte financeiro caso necessário. A JBS é uma empresa de grande escala, com receitas de R\$162,9 bilhões em 2015.

4.1.2.2 Fraquezas

Fraquezas são fatores internos e únicos à organização que a colocam em situação de desvantagem em relação aos competidores. As principais fraquezas da Vigor Alimentos são:

- *Grande dependência da região Sudeste do Brasil.* A Vigor Alimentos é altamente dependente da região Sudeste do Brasil, que representa 82% das receitas da controladora e concentra a maior parte de seus centros de captação, fábrica e centros de distribuição. Isso faz com que a empresa tenha grande exposição a possíveis adversidades climáticas que possam afetar a produção de leite na região, além de diminuir seu potencial de crescimento no curto prazo, uma vez que essa é uma região com consumo mais consolidado.
- *Percepção das marcas como menos sofisticadas.* As marcas da Vigor Alimentos têm uma percepção junto ao consumidor de serem menos sofisticadas que às de alguns concorrentes (exceto no segmento de queijos). Isso pode afetar a capacidade da companhia de vender produtos mais caros e com margens mais elevadas.

4.1.2.3 Oportunidades

Oportunidades são elementos do ambiente externo que a organização pode aproveitar de maneira rentável. As principais oportunidades que se apresentam para a Vigor Alimentos são:

- *Crescimento de preocupação com saúde e bem-estar.* Nos últimos anos, os consumidores têm apresentado uma crescente preocupação com saúde e bem-estar, e isso tem se manifestado nas suas escolhas de alimentos. O sector de lácteos é beneficiado por isso, com seus produtos que atendem ao público mais preocupado com esses fatores. Em especial, essa tendência se encontra em um estágio menos avançado no Brasil, o que intensifica a oportunidade para a Vigor Alimentos.
- *Melhorias nas condições de negócios no Brasil.* Uma eventual retomada do crescimento econômico do Brasil, levando a ganhos na renda disponível dos consumidores, impulsionaria o setor de lácteos, em especial seus segmentos de maior valor agregado. Além disso, melhorias na infraestrutura do país, como as buscadas com o recentemente anunciado plano de concessões, reduziriam os custos de logística e distribuição.

4.1.2.4 Ameaças

Ameaças são eventos ou forças fora do controle da organização que requerem planos de ação para mitigação. A principal ameaça que se apresenta para a Vigor Alimentos é:

- *Entrada de competidores estrangeiros de grande escala.* O mercado de lácteos no Brasil tem atraído o interesse de competidores estrangeiros. Além de Nestlé e Danone, que estão presentes no país há bastante tempo, a Lactalis ingressou no país em 2014 e já conquistou uma grande participação de mercado por meio de aquisições. Isso representa um risco para a Vigor, que se vê competindo com empresas internacionais de enorme escala. O risco é maior nos segmentos de queijos e manteigas, que são menos consolidados.

Figura 37 – Análise SWOT da Vigor

Forças: - Marcas - Iogurte grego - Apoio da JBS	Fraquezas: - Dependência do Sudeste - Percepção menos sofisticada
Oportunidades: - Preocupação com saúde - Melhoria das condições do Brasil	Ameaças: - Entrada de competidores estrangeiros

Elaborado pelo autor

A Figura 37 – Análise SWOT da Vigor acima representa graficamente a análise.

4.1.3 Estratégia genérica

Após entender as forças que atuam sobre a indústria e as forças e fraquezas da Vigor Alimentos, o próximo passo é analisar o posicionamento estratégico por meio da sua estratégia genérica. É o posicionamento que determina se a lucratividade da empresa é maior ou menor que a média da indústria.

A Vigor Alimentos possui um portfólio de produtos amplo, que engloba diferentes segmentos e posicionamentos. Dessa maneira, evidencia-se que ela não busca uma estratégia de enfoque.

A empresa não busca ser o líder em custo, e sim busca diferenciar seus produtos. Isso é evidenciado pela sua missão declarada (disponível em seu *website*) de:

“Seremos os melhores naquilo que nos propusermos a fazer, com foco absoluto em nossas atividades, garantindo os melhores produtos e serviços aos clientes, solidez aos fornecedores, rentabilidade aos acionistas e a oportunidade de um futuro melhor a todos os nossos colaboradores.”

Além disso, a empresa tem como parte de sua estratégia declarada (em seu Formulário de Referência) “ampliar e intensificar nossos investimentos em marketing, focando no fortalecimento e consolidação de nossas principais marcas” e “atrair e fidelizar clientes através da realização de campanhas integradas e diferenciadas”.

Em resumo, a Vigor Alimentos segue uma estratégia genérica de diferenciação.

4.2 VALORAÇÃO DA VIGOR

Agora, procede-se à aplicação dos conhecimentos de contabilidade e finanças, aliados à análise estratégica realizada, para a projeção dos resultados financeiros da Vigor Alimentos e a posterior determinação de um intervalo de valoração para a companhia.

Inicia-se com a realização de projeções financeiras para a empresa até o ano de 2025, momento após o qual considera-se que a empresa atinge um estado consolidado e maduro. Em seguida, calcula-se o WACC, que será a taxa de desconto utilizada para trazer os fluxos de caixa a valor presente. Depois, os fluxos de caixa livre da empresa são calculados e trazidos a valor presente utilizando o WACC calculado, chegando a uma valoração.

Por fim, os múltiplos implicados pelo intervalo de valoração obtido são comparados com os múltiplos de empresas concorrentes.

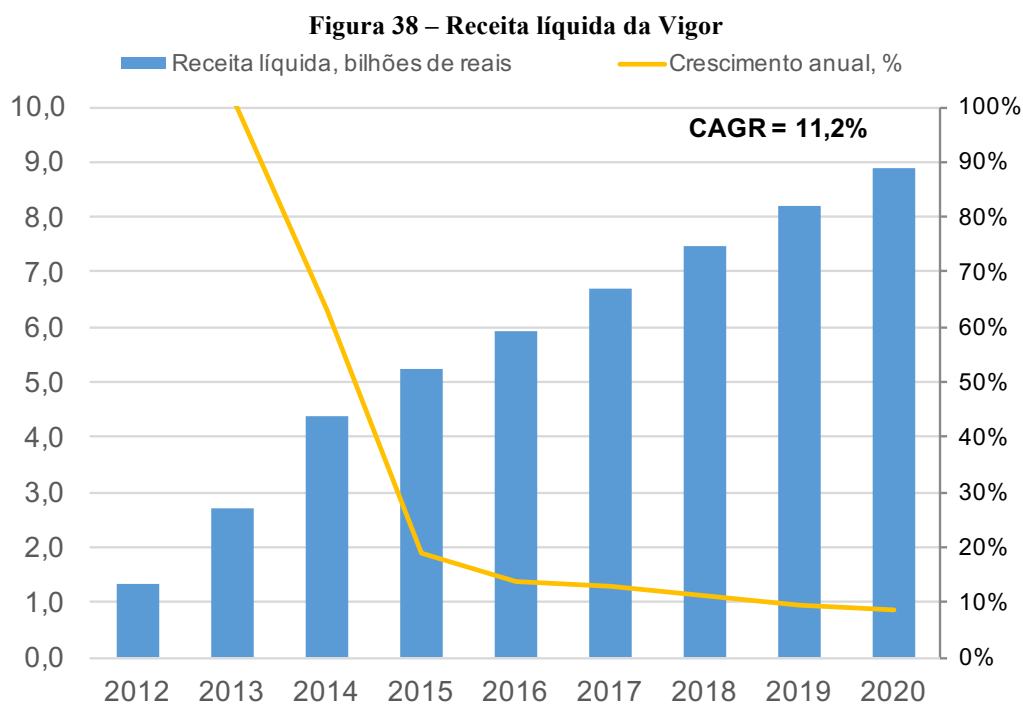
4.2.1 Projeções financeiras

Para realizar as projeções financeiras, foi criado um modelo da empresa Vigor Alimentos. Esse modelo incorpora suas informações financeiras referentes aos anos de 2012 a 2015 (disponíveis publicamente) e as usa como base para projetar as demonstrações financeiras da companhia até o ano de 2025. Com essas projeções em mãos, é possível calcular o FCFE de cada um desses anos mais a frente. Não são realizadas projeções para o período posterior a 2025; o valor terminal é capturado pelo método da perpetuidade.

4.2.1.1 Receita líquida

A receita é calculada como a soma das receitas dos três segmentos em que a Vigor Alimentos divide suas operações: Lácteos, Mercearia e Spreads e Leite UHT. A receita de cada um desses segmentos é, por sua vez, calculada como o produto do volume total do segmento e o preço médio do segmento.

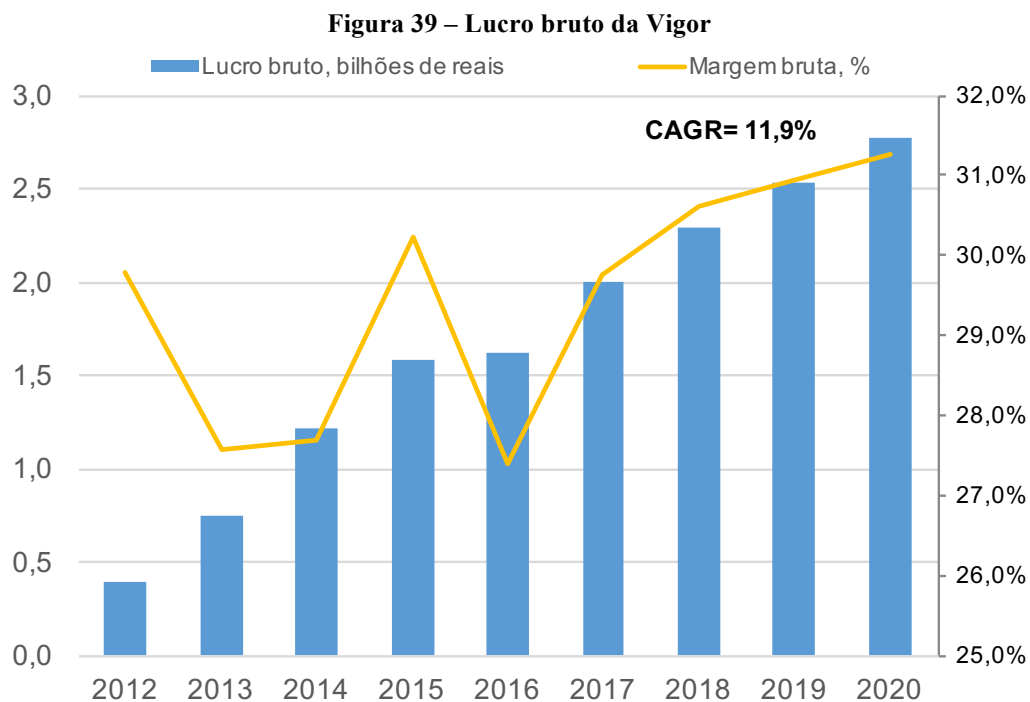
A receita líquida consolidada cresce a uma taxa média de 11,2% entre 2015 e 2020, impulsionada por um crescimento médio do volume de 5,7% e do preço de 5,2%.



Fonte: dados da empresa, projeções do autor

4.2.1.2 Custo dos produtos vendidos

O custo dos produtos vendidos é calculado como o produto entre o volume total comercializado e o custo unitário médio. O custo dos produtos vendidos cresce a uma taxa média de 10,9% entre 2015 e 2020, devido ao crescimento médio de 5,7% do volume e de 4,9% do custo unitário. O lucro bruto cresce a uma taxa média de 11,9% ao ano, e a margem bruta aumenta de 30,2% em 2015 para 31,3% em 2020.

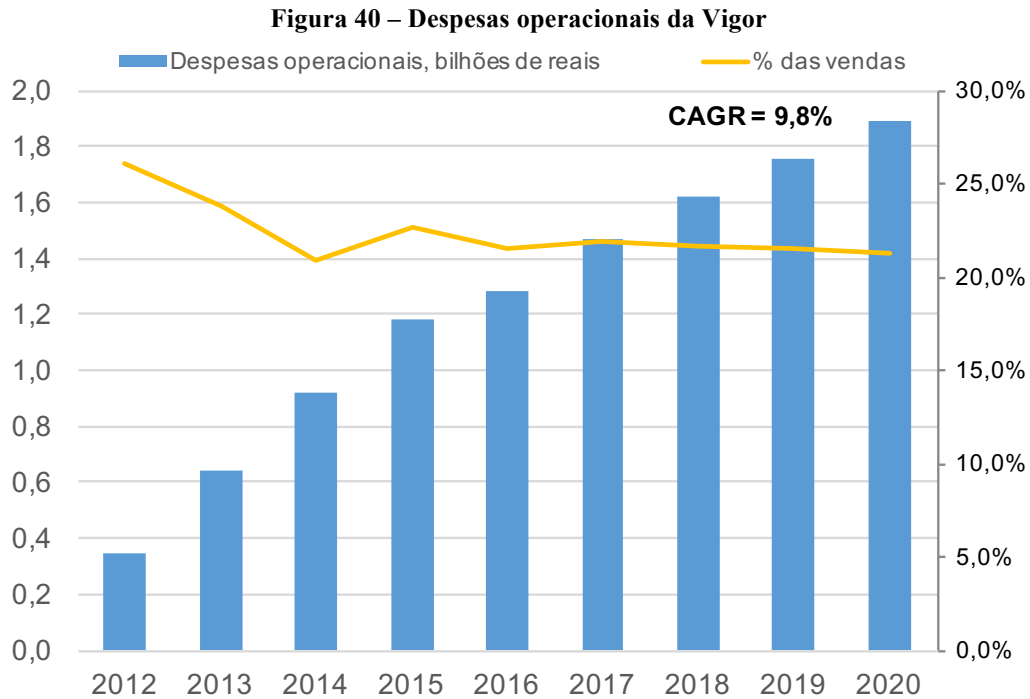


Fonte: dados da empresa, projeções do autor

A Figura 39 – Lucro bruto da Vigor representa graficamente as projeções.

4.2.1.3 Despesas operacionais

As despesas operacionais são projetadas como um percentual da receita líquida. Assume-se uma redução nesse percentual de 22,7% em 2015 para 21,3% em 2020. Como resultado, as despesas crescem a uma taxa média de 9,8% ao ano no período.



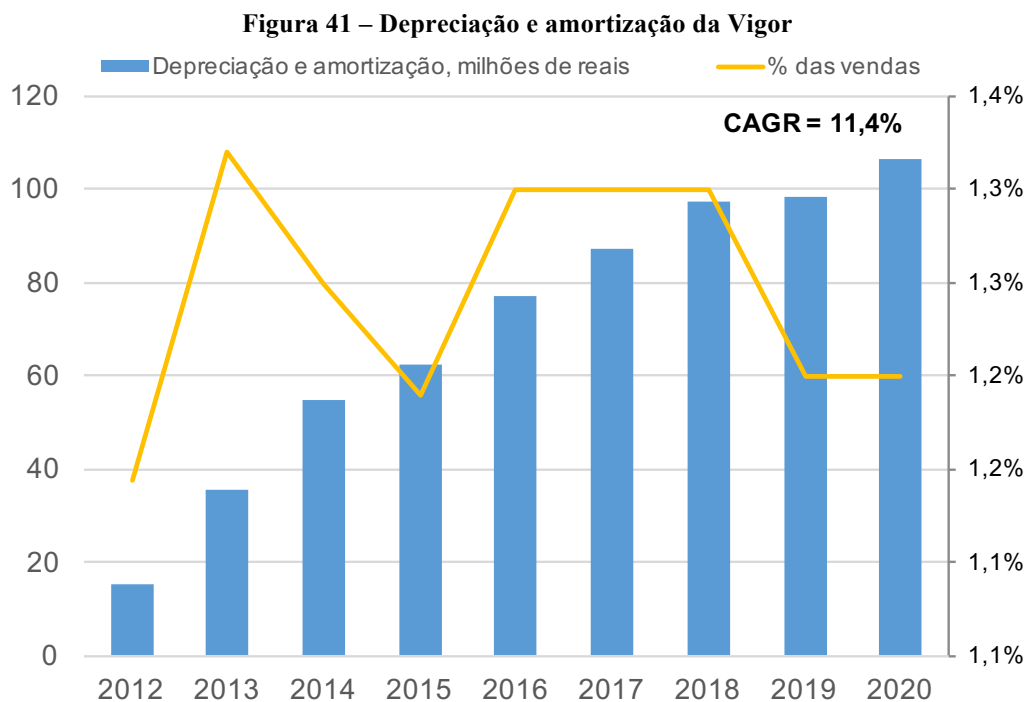
Fonte: dados da empresa, projeções do autor

A Figura 40 – Despesas operacionais da Vigor acima representa graficamente as projeções do autor.

4.2.1.4 Depreciação e amortização

A depreciação e amortização é projetada como um percentual da receita líquida. Esse percentual foi de 1,2% em 2015, alcança 1,3% em média entre 2016 e 2019 e se estabiliza em 1,2% de 2020 em diante. O crescimento médio entre 2015 e 2020 é de 11,4% ao ano, em linha com o crescimento da receita líquida.

A Figura 41 – Depreciação e amortização da Vigor na próxima página representa graficamente as projeções.

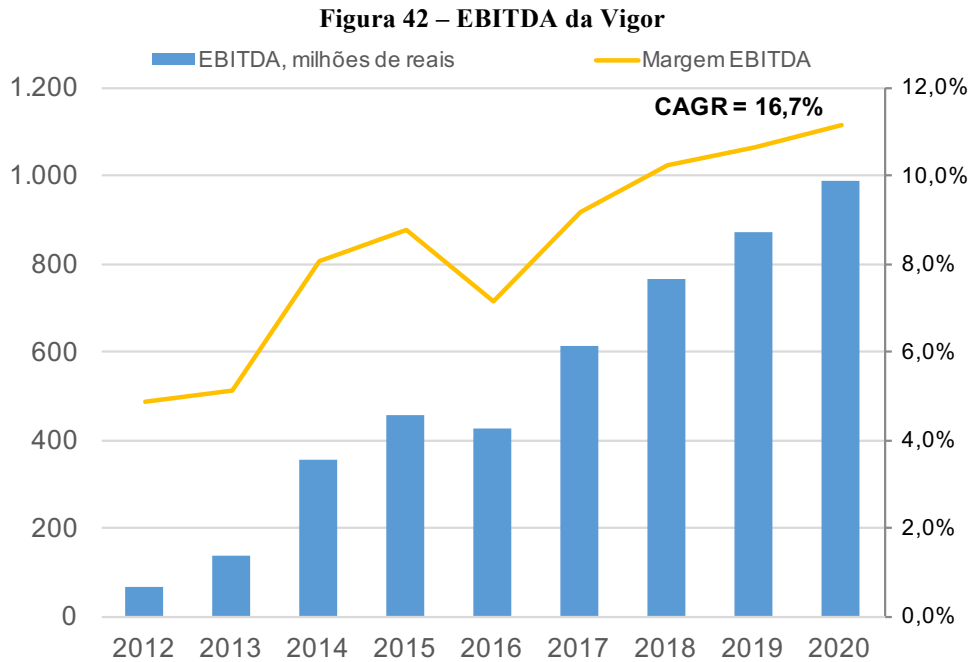


Fonte: dados da empresa, projeções do autor

4.2.1.5 EBITDA

Como resultado das projeções explicitadas acima, o EBITDA cresce a uma taxa média de 16,7% ao ano. Esse crescimento acima da receita líquida é explicado por uma expansão na margem EBITDA, de 8,7% em 2015 para 11,2% em 2010.

A Figura 42 – EBITDA da Vigor na próxima página representa graficamente as projeções.

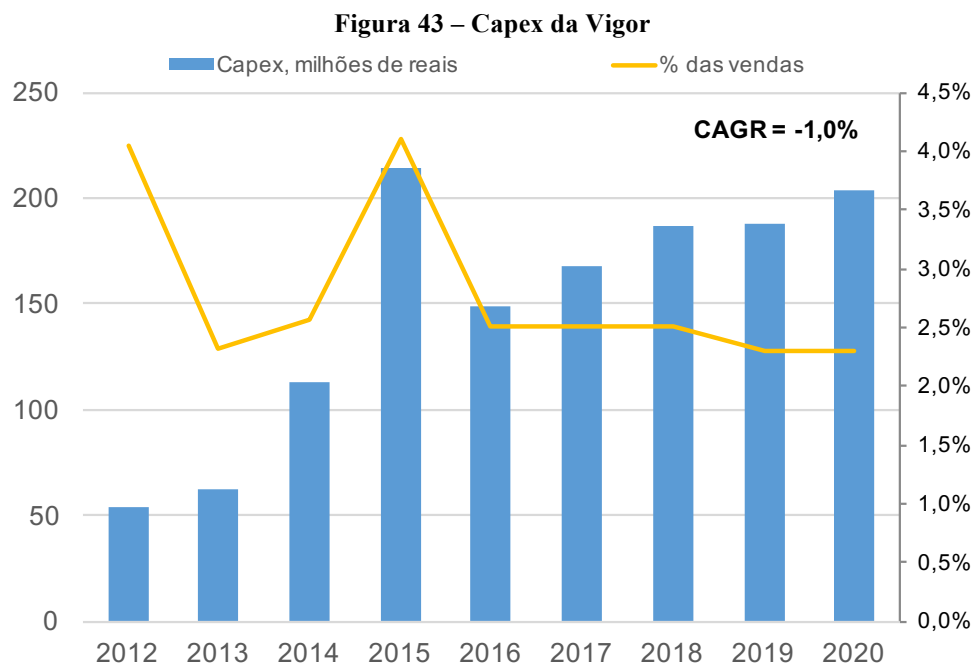


Fonte: dados da empresa, projeções do autor

4.2.1.6 Capex

Os investimentos de capital (Capex) são projetados como um percentual da receita líquida. Esse percentual foi de 4,1% em 2015, culminando um período de intensa expansão, alcança 2,5% em média entre 2016 e 2020 e se estabiliza em 2,0% no longo prazo, quando a empresa entra em uma fase mais consolidada. O crescimento anual médio é de -1,0%, fruto da redução dos investimentos à medida que a companhia reduz seu crescimento.

A Figura 43 – Capex da Vigor na próxima página representa graficamente as projeções.

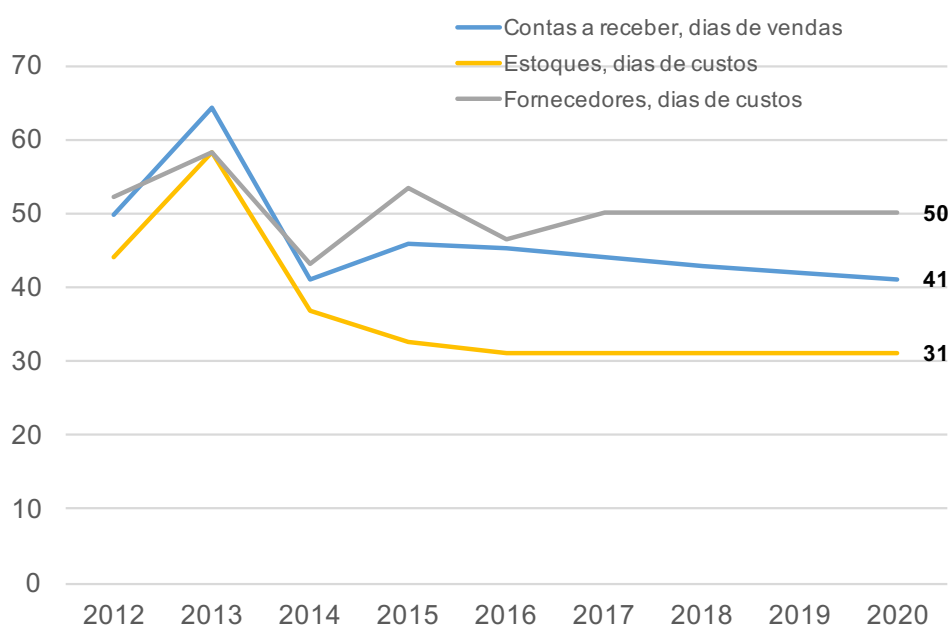


Fonte: dados da empresa, projeções do autor

4.2.1.7 Capital de giro

As contas do capital de giro são projetadas como dias da receita líquida ou do custo de produtos vendidos, a depender da natureza da linha. Contas a receber diminui de 46 dias da receita em 2015 para 41 dias em 2020, estoques diminui de 33 dias de custos para 31 dias e fornecedores diminui de 53 dias para 50 dias.

A Figura 44 – Capital de giro da Vigor na próxima página representa graficamente as projeções.

Figura 44 – Capital de giro da Vigor

Fonte: dados da empresa, projeções do autor

4.2.1.8 Projeções macroeconômicas

Para as projeções macroeconômicas para o Brasil, foi utilizado o Relatório Focus do Banco Central. As projeções macroeconômicas para os Estados Unidos são dos economistas do banco Morgan Stanley.

Figura 45 – Premissas macroeconômicas utilizadas

Variáveis macroeconômicas	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Inflação, Brasil	6,4%	10,7%	7,0%	5,1%	4,5%	4,5%	4,5%
Inflação, EUA	1,2%	0,4%	1,6%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
BRL/USD, fim do período	2,66	3,90	3,25	3,45	3,54	3,62	3,72
BRL/USD, média do período	2,35	3,33	3,44	3,35	3,49	3,58	3,67

Fonte: Banco Central do Brasil, Morgan Stanley. Elaborado pelo autor

A Figura 45 – Premissas macroeconômicas utilizadas acima apresenta as principais projeções macroeconômicas.

4.2.2 Cálculo do WACC

O próximo passo na valoração é trazer os fluxos de caixa livre a valor presente. Para isso, a taxa de desconto utilizada é o custo médio ponderado de capital (*weighted average cost of capital*, WACC). Para calcular o WACC, utiliza-se a Equação 7 – Cálculo do WACC, apresentada no item 2.4.

4.2.2.1 Beta

Uma vez que a Vigor é uma companhia que teve uma liquidez muito baixa no mercado acionário ao longo dos últimos anos, seu beta foi derivado de uma análise a partir de empresas comparáveis.

Primeiro, foi definido o universo de empresas comparáveis. Depois, foram obtidos seus betas históricos utilizando a ferramenta Bloomberg. Em seguida, seus betas foram ajustados pelos seus níveis de alavancagem utilizando a Equação 9 – Relação entre beta alavancado (β_L) e desalavancado (β_U). A mediana desses betas desalavancados foi então ajustada de acordo com a estrutura-alvo de capital da Vigor Alimentos e utilizada na equação para cálculo do WACC.

- 1) *Definição do universo de empresas comparáveis.* Para essa análise, foram utilizados dois grupos de empresas comparáveis. O primeiro foi o de empresas globais de lácteos, e incluiu Dean Foods (EUA), White Wave Foods (EUA), Saputo (Canadá), Dairy Crest (Reino Unido), Danone (França), Nestlé (Suíça), Fonterra (Nova Zelândia) e Grupo Lala (México). O segundo grupo foi o de outras empresas brasileiras de alimentos, incluindo BRF, JBS, Marfrig, Minerva e MDias Branco.
- 2) *Obtenção dos betas históricos.* Por meio da ferramenta Bloomberg, foram obtidos os betas para as empresas comparáveis listadas acima. Esses betas são influenciados pelo nível de alavancagem das companhias.

- 3) *Ajuste dos betas.* Para chegar a uma medida mais neutra da volatilidade das ações, ajustam-se seus betas de acordo com os níveis de alavancagem das respectivas empresas. Para tanto, calcula-se sua alavancagem medida pelo percentual de dívida no capital total da empresa (dívida líquida dividida pela soma de dívida líquida e valor de mercado). Os números de valor de mercado foram obtidos pelo Bloomberg, e os valores para dívida líquida foram obtidos por meio das demonstrações financeiras das companhias, disponíveis nas seções de Relações com Investidores dos respectivos websites. A equação utilizada também requer a alíquota marginal de imposto cobrada sobre as empresas; as alíquotas foram obtidas no website do professor Aswath Damodaran, que por sua vez se baseia em dados da KPMG. A mediana dos betas desalavancados foi 0,65.

- 4) *Cálculo do beta da Vigor.* A mediana dos betas desalavancados do setor foi então ajustada de acordo com a estrutura-alvo de capital da Vigor Alimentos (20%) e obteve-se o beta que foi utilizado no cálculo do WACC, com valor igual a 0,75.

A Figura 46 – Cálculo do beta da Vigor na próxima página apresenta os resultados obtidos para o beta.

Figura 46 – Cálculo do beta da Vigor

Cálculo do beta	Alavancagem (D/(D+E))	Beta alavancado	Alíquota de imposto	Beta desalavancado
Lácteos globais				
Dean Foods	38%	0,7	40%	0,55
White Wave Foods	17%	1,1	40%	1,00
Saputo	6%	0,8	27%	0,75
Dairy Crest	20%	0,8	20%	0,65
Danone	17%	0,9	33%	0,78
Nestlé	8%	0,9	18%	0,82
Fonterra	37%	0,6	28%	0,48
Grupo Lala	0%	0,9	30%	0,85
Comparáveis nacionais				
BRF	20%	0,7	34%	0,60
JBS	60%	0,6	34%	0,45
Marfrig	68%	0,8	34%	0,54
Minerva	56%	0,7	34%	0,50
M.Dias Branco	0%	0,7	34%	0,69
Mediana				0,65
Beta da Vigor				
Beta desalavancado do setor	0,65			
Estrutura de capital alvo	20%			
Alíquota de imposto	34%			
Beta alavancado da Vigor	0,75			

Fontes: Bloomberg, dados publicados pelas empresas, Aswath Damodaran, KPMG. Elaborado pelo autor.

4.2.2.2 Custo do capital próprio

Com o beta alavancado da Vigor em mãos, foi possível calcular seu custo do capital próprio. Para esse cálculo serão utilizadas a Equação 10 – Cálculo alternativo para o k_e , parte 1 e a Equação 11 – Cálculo alternativo para o k_e , parte 2, apresentadas inicialmente no item 2.4

A taxa livre de risco utilizada é de 2,0%, baseada no rendimento dos títulos de 10 anos do Tesouro Americano. O prêmio de mercado de 6,3% utilizado baseia-se no rendimento médio de fluxo de caixa das empresas do índice S&P, também dos Estados Unidos. Como risco país, utiliza-se o custo de se proteger contra o risco de inadimplência do governo brasileiro (*credit default swap*, CDS), que está atualmente em 4,0% (todos os dados foram obtidos no *website* do professor Aswath Damodaran). O beta alavancado da empresa é de 0,75, obtido anteriormente.

Com esses dados, o próximo passo é calcular o custo do capital próprio da Vigor Alimentos em dólares nominais. Chega-se aos seguintes números:

Equação 18 – Cálculo do k_e em dólares nominais

$$k_e^{nominal,US\$} = r_f + \beta_L \times PRM + CRP = 2,0\% + 0,75 \times 6,3\% + 4,0\% = 10,7\%$$

Esse custo de capital próprio de 10,7% está em dólares nominais. Como as projeções de fluxo de caixa livre foram feitas em reais, é necessário converter o custo de capital para reais nominais. Isso é feito aplicando o diferencial de inflação esperada de longo prazo. Para a inflação brasileira, utiliza-se 4,5% ao ano (número do Relatório Focus do Banco Central), enquanto para a americana foi utilizado 2,0% (estimativa dos economistas do banco Morgan Stanley). Chega-se aos seguintes números:

Equação 19 – Cálculo do k_e em reais nominais

$$\begin{aligned} k_e^{nominal,2} &= (1 + k_e^{nominal,1}) \times \left(\frac{1 + \text{Inflação}^2}{1 + \text{Inflação}^1} \right) - 1 = (1 + 10,7\%) \times \left(\frac{1 + 4,5\%}{1 + 2,0\%} \right) - 1 \\ &= 13,5\% \end{aligned}$$

Conclui-se que o custo de capital próprio da Vigor Alimentos em reais nominais é de 13,5% ao ano.

4.2.2.3 Custo da dívida

As demonstrações financeiras da Vigor Alimentos mostram que aproximadamente 64% da dívida da Vigor Alimentos está atrelada à taxa CDI (Certificado de Depósito Interbancário), com o acréscimo de um spread. A taxa de juros ponderada média da empresa está hoje em torno de 15,5%.

No cálculo do WACC, utiliza-se um valor de custo de dívida (antes da dedução de impostos) de 14,0%, assumindo que o CDI vai diminuir nos próximos anos devido a cortes na taxa SELIC.

4.2.2.4 WACC

Com os dados obtidos, pode-se calcular agora o WACC. A estrutura de capital alvo utilizada é de 20%. Assume-se uma ligeira redução no endividamento em relação ao nível de 26% em 2015.

Equação 20 – Cálculo do WACC da Vigor

$$\begin{aligned}
 WACC &= k_d \times (1 - t) \times \left(\frac{D}{D + E} \right) + k_e \times \left(\frac{E}{D + E} \right) \\
 &= 14,0\% \times (1 - 34\%) \times 20\% + 13,5\% \times 80\% = 12,6\%
 \end{aligned}$$

O WACC obtido é de 12,6%.

4.2.2.5 Fluxos de caixa livre e seu valor presente

A etapa final para se chegar a uma valoração para Vigor Alimentos é a projeção dos seus fluxos de caixa livre e o cálculo do seu valor presente. Nesse trabalho, serão utilizados os fluxos de caixa livre para a firma (FCFF), por ser a metodologia mais difundida no mercado financeiro.

A figura na próxima página relembra como é feito o cálculo do FCFF: inicia-se pelo lucro operacional ajustado pela alíquota marginal de imposto (*net operating profit after taxes*, NOPAT), adiciona-se de volta a depreciação e amortização, subtraem-se os investimentos de capital (*capital expenditures*, Capex) e adiciona-se ou subtrai-se de volta a variação no capital de giro.

Figura 47 – Cálculo do FCFF**Perspectiva da firma**

EBIT * (1-t) ou NOPAT
(+) Depreciação e Amortização
(-) Capex
(+/-) Variação no capital de giro
(=) FCFF

As projeções financeiras realizadas no item 4.2.1 fornecem todos os componentes necessários para o cálculo do FCFF para a Vigor Alimentos. Pode-se agora trazer esses fluxos a valor presente utilizando o WACC calculado no item anterior, 4.2.2

O valor obtido foi de R\$20,00 por ação. A Figura 48 – Valoração da Vigor Alimentos por fluxo de caixa descontado na próxima página apresenta os resultados obtidos.

4.3 COMPARAÇÃO COM MÉTODO POR MÚLTIPLOS

Um exercício útil para validar a valoração obtida pelo método do fluxo de caixa descontado é comparar os múltiplos obtidos com aqueles das empresas comparáveis. Utilizando as mesmas empresas que serviram de base para o cálculo do beta desalavancado do setor de lácteos, concluímos que a valoração obtida para a Vigor Alimentos está na metade de baixo do intervalo das comparáveis. Isso é justificável pelas suas margens que também são abaixo da média dos comparáveis.

A Figura 49 - Comparação dos múltiplos obtidos com comparáveis na página 88 apresenta os resultados da comparação.

Figura 48 – Valoração da Vigor Alimentos por fluxo de caixa descontado

R\$ milhões	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Perp
EBIT	523	346	527	666	772	883	936	992	1.051	1.114	1.181
(-) Imposto (34%)	(178)	(118)	(179)	(226)	(262)	(300)	(318)	(337)	(357)	(379)	(402)
NOPAT	345	229	348	440	509	583	618	655	694	735	780
(+) Depreciação e amortização	62	77	87	97	98	106	113	120	127	134	142
(+/-) Variação no capital de giro	(50)	(126)	(4)	(43)	(42)	(39)	(47)	(50)	(53)	(56)	(59)
(-) Capex	(214)	(148)	(168)	(187)	(188)	(204)	(216)	(229)	(232)	(235)	(237)
FCFF	144	31	263	307	378	446	467	495	535	579	625
Fator de desconto		0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
Valor presente do FCFF		29	220	228	249	261	243	229	220	211	2.602
Valor da firma		4.493									Crescimento na perpetuidade 4,5%
(-) Dívida líquida		(926)									
(-) Participação minoritária		(389)									
Valor das ações		3.177									
Número de ações		163									
Valor por ação		20,00									

Elaborado pelo autor

Figura 49 - Comparação dos múltiplos obtidos com comparáveis

	País	Preço por Ação	Valor de mercado	Margem EBITDA	P/E		EV/EBITDA	
					2016	2017	2016	2017
Lácteos globais				12,8%	22,5x	20,8x	13,9x	13,1x
Dean Foods	EUA	16,33	1.483	5,2%	10,4x	10,7x	5,1x	5,2x
White Wave Foods	EUA	53,75	9.736	12,8%	37,8x	30,9x	19,6x	17,3x
Saputo	Canadá	46,52	13.866	10,4%	29,0x	25,2x	16,9x	15,1x
Danone	França	64,20	43.245	16,3%	22,3x	20,7x	12,9x	12,0x
Nestlé	Suíça	75,30	235.158	18,6%	22,6x	20,9x	14,8x	14,1x
Grupo Lala	México	36,79	4.790	14,1%	20,7x	18,7x	10,9x	9,9x
Comparáveis nacionais				10,7%	27,8x	10,6x	6,5x	5,2x
BRF	Brasil	56,98	14.454	17,8%	33,4x	18,4x	12,2x	9,9x
JBS	Brasil	12,57	11.004	8,2%	33,8x	7,7x	6,5x	5,2x
Marfrig	Brasil	5,68	920	8,6%	NM	10,6x	4,7x	4,3x
Minerva	Brasil	10,24	769	10,7%	10,6x	7,8x	5,3x	4,9x
M.Dias Branco	Brasil	137,05	4.848	14,9%	22,1x	18,0x	17,7x	14,6x
Mediana				11,8%	22,5x	18,4x	12,2x	9,9x
Vigor Alimentos	Brasil			8,7%	31,8x	15,6x	10,6x	7,3x

Fonte: Thomson Reuters, elaborado pelo autor.

Utiliza valores do dia 14 de outubro de 2016. Números para a Vigor Alimentos são baseados nas projeções do autor. Múltiplos das empresas comparáveis se baseiam em estimativas de analistas e agregadas pela Thomson Reuters. Margem EBITDA do ano de 2015.

5. CONCLUSÕES

O setor de lácteos no Brasil tem um ambiente competitivo bastante acirrado, sofrendo com grande rivalidade entre competidores existentes, compradores com alto poder de barganha e grande ameaça de substitutos. A Vigor Alimentos, contudo, tem um forte posicionamento no setor, com sua estratégia de diferenciação e contando com a força de suas marcas, seu pioneirismo no segmento de iogurte grego e o apoio de uma holding.

A empresa passou por uma fase de rápida expansão entre 2012 e 2015, com sua receita crescendo a uma taxa média de 58% ao ano no período. A velocidade de crescimento deve diminuir gradualmente ao longo dos próximos anos, com o modelo desenvolvido nesse trabalho esperando um crescimento médio de 11% ao ano entre 2015 e 2020.

Este trabalho estima que o valor por ação da Vigor Alimentos é de R\$20, utilizando o método do fluxo de caixa descontado. Esse valor implica um múltiplo P/E de 18,4x e um múltiplo EV/EBITDA de 7,3x, ambos com base em estimativas para 2017. Uma comparação desses múltiplos com os de empresas comparáveis mostra que essa valoração ficaria abaixo da mediana dos comparáveis globais, o que se explica pelas suas menores margens. Em relação aos comparáveis domésticos, contudo, a valoração obtida implica um prêmio, que é justificado pelas melhores perspectivas de crescimento nos próximos três a cinco anos,

Essa valoração está ligeiramente abaixo do valor de R\$25,00 pago pela J&F Investimentos na sua oferta de fechamento de capital da Vigor Alimentos em julho de 2016. Essa pequena discrepância faz sentido, se considerarmos que ofertas de aquisição geralmente oferecem um ágio para garantir a aceitação dos acionistas.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRF. **Relações com investidores.** Disponível em <http://ri.brf-global.com/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=52139&conta=28&id=206652>.. Acesso em outubro de 2016.

CENTRO DE ESTUDOS AVANÇADOS EM ECONOMIA APLICADA (CEPEA). **Preços ao produtor.** Disponível em <<http://cepea.esalq.usp.br/leite/>>. Acesso em outubro de 2016.

DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.** 3a ed. New Jersey: Wiley Finance, 2012.

DAMODARAN, A. **Base de dados do blog online.** Disponível em <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>. Acesso em outubro de 2016.

DANONE BRASIL. **Website institucional.** Disponível em <<http://danone.com.br/a-danone/no-brasil/>>. Acesso em outubro de 2016.

FONTERRA. Website institucional. Disponível em <<http://www2.fonterra.com/our-financials/our-business>>. Acesso em outubro de 2016.

EUROMONITOR INTERNATIONAL. **Cheese in Brazil, October 2015.** Disponível em <http://www.euromonitor.com/brazil>. Acesso em outubro de 2016.

EUROMONITOR INTERNATIONAL. **Drinking Milk Products in Brazil, October 2015.** Disponível em <http://www.euromonitor.com/brazil>. Acesso em outubro de 2016.

EUROMONITOR INTERNATIONAL. **Oils and Fats in Brazil, October 2015.** Disponível em <http://www.euromonitor.com/brazil>. Acesso em outubro de 2016.

EUROMONITOR INTERNATIONAL. **Yogurt and Sour Milk Products in Brazil, October 2015.** Disponível em <http://www.euromonitor.com/brazil>. Acesso em outubro de 2016.

FOOD AND AGRICULTURE ORGANIZATION OF THE UNITED NATIONS. **Statistics division**. Disponível em <<http://faostat3.fao.org/download/Q/QL/E>>. Acesso em setembro de 2016.

GOMER, J; HILLE, J. **An Essential Guide to SWOT Analysis**. 2015. Disponível em <<http://formswift.com/swot-analysis-guide>>.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Sistema de Recuperação Automática (Sidra)**. Disponível em <<http://www.sidra.ibge.gov.br/>>. Acesso em outubro de 2016.

IUDÍCIBUS, S; MARION, J. C. **Curso de Contabilidade para Não Contadores**. 4a ed. São Paulo: Atlas, 2007.

LACTALIS GROUP. **Website institucional**. Disponível em <<http://www.lactalis.fr/en/the-group/key-figures/>>. Acesso em outubro de 2016.

MARION, J. C. **Contabilidade Empresarial**. 16a ed. São Paulo: Editora Atlas, 2012.

NESTLÉ BRASIL. **Website institucional**. Disponível em <<http://corporativo.nestle.com.br/aboutus/nestlebrasil>>. Acesso em outubro de 2016.

NESTLÉ. **Relatório anual 2015**. Disponível em <https://www.nestle.com/asset-library/documents/library/documents/annual_reports/2015-annual-review-en.pdf>. Acesso em outubro de 2016.

PORTER, M. **"The Five Competitive Forces that Shape Strategy."** Harvard Business Review, 2008.

PORTER, M. **Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance**. 1a ed. New York: The Free Press, 1985.

ROSENBAUM, J.; PEARL, J. **Investment Banking**. 2a ed. New Jersey: Wiley Finance, 2013.

SAVENCIA FROMAGE AND DAIRY. **Relatório anual 2015**. Disponível em <<http://www.savencia-fromagedairy.com/annual-report/2015/data/document.pdf>>. Acesso em outubro de 2016.

VALOR ECONÔMICO. “**Empresas de lácteos encolheram, diz Rabobank**”. Disponível em <<http://www.valor.com.br/agro/4646839/empresas-de-lacteos-encolheram-diz-rabobank>>. Acesso em outubro de 2016.

VALOR ECONÔMICO. “**Aprovado negócio entre Lactalis e LBR**”. Disponível em <<http://www.valor.com.br/agro/3715790/aprovado-negocio-entre-lactalis-e-lbr>>. Acesso em outubro de 2016.

VIGOR ALIMENTOS. **Relações com Investidores**. Disponível em <ri.vigor.com.br/>. Acesso em outubro de 2016.

APÊNDICE A – DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DA VIGOR

Demonstração do resultado (R\$ milhões)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Receita líquida	1.334	2.693	4.395	5.220	5.934	6.709	7.472	8.180	8.871
Custo dos produtos vendidos	(937)	(1.951)	(3.178)	(3.642)	(4.308)	(4.713)	(5.184)	(5.650)	(6.099)
Lucro bruto	397	743	1.217	1.577	1.626	1.996	2.287	2.530	2.772
<i>Margem bruta</i>	29,8%	27,6%	27,7%	30,2%	27,4%	29,8%	30,6%	30,9%	31,3%
Com vendas, administrativas e gerais	(352)	(662)	(950)	(1.218)	(1.308)	(1.503)	(1.659)	(1.800)	(1.934)
Outras receitas (despesas)	4	22	33	164	29	34	37	41	44
EBIT	49	102	300	523	346	527	666	772	883
<i>Margem EBIT</i>	3,7%	3,8%	6,8%	10,0%	5,8%	7,9%	8,9%	9,4%	10,0%
Resultado financeiro líquido	(8)	(79)	(130)	(167)	(232)	(216)	(316)	(200)	(201)
Resultado antes de IR/CS	42	23	170	356	115	311	350	572	682
IR e CS	(11)	3	(50)	(113)	(14)	(106)	(119)	(194)	(232)
Lucro líquido consolidado	31	26	120	243	100	205	231	377	450
Participação minoritária	0	(28)	(54)	(24)	(2)	(4)	(5)	(8)	(9)
Lucro líquido	31	(3)	66	219	98	201	227	370	441
<i>Margem líquida</i>	2,3%	-0,1%	1,5%	4,2%	1,7%	3,0%	3,0%	4,5%	5,0%
Depreciação e amortização	15	36	55	62	77	87	97	98	106
EBITDA*	65	137	355	456	424	614	763	870	989
<i>Margem EBITDA</i>	4,8%	5,1%	8,1%	8,7%	7,1%	9,2%	10,2%	10,6%	11,2%

Elaborado pelo autor

APÊNDICE B – BALANÇO PATRIMONIAL DA VIGOR

Balanço patrimonial (R\$ milhões)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Caixa e equivalentes	93	289	264	562	437	705	981	615	938
Contas a receber	182	474	496	656	737	809	880	941	996
Estoques	113	311	321	327	366	400	440	480	518
Impostos a recuperar	129	153	162	190	252	239	266	303	340
Outros ativos circulantes	9	15	27	61	69	79	87	96	104
Ativo circulante	526	1.242	1.271	1.795	1.862	2.232	2.655	2.434	2.896
Impostos a recuperar	0	65	93	100	114	128	143	157	170
Imobilizado	459	986	1.041	1.192	1.263	1.339	1.419	1.505	1.595
Intangível	878	1.166	1.165	1.425	1.424	1.429	1.438	1.443	1.451
Outros ativos não circulantes	44	46	55	38	43	48	54	59	64
Ativo não circulante	1.381	2.264	2.354	2.754	2.844	2.945	3.055	3.164	3.279
Ativo total	1.908	3.506	3.625	4.549	4.706	5.177	5.710	5.598	6.176
Fornecedores	134	311	377	534	548	646	710	774	835
Dívida	106	389	398	600	600	600	600	600	600
Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais	54	100	117	130	151	118	126	136	145
Outros passivos circulantes	11	61	68	116	132	149	166	182	197
Passivo circulante	306	861	959	1.380	1.430	1.513	1.602	1.692	1.778
Dívida	83	726	634	719	731	839	1.013	719	724
Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais	250	242	236	210	238	270	300	329	356
IR e CS a pagar	41	107	122	207	188	267	314	71	164
Outros passivos não circulantes	5	9	22	34	39	43	48	53	57
Passivo não circulante	378	1.084	1.014	1.170	1.196	1.419	1.676	1.171	1.301
Capital social	1.191	1.191	1.191	1.348	1.348	1.348	1.348	1.348	1.348
Reservas de lucros	31	21	71	259	338	498	680	975	1.328
Ajustes acumulados de conversão	2	6	6	0	0	0	0	0	0
Patrimônio líquido	1.224	1.218	1.269	1.607	1.685	1.846	2.027	2.323	2.676
Participação minoritária	0	343	383	393	395	399	404	412	421
Passivo e patrimônio líquido total	1.908	3.506	3.625	4.549	4.706	5.177	5.710	5.598	6.176

Elaborado pelo autor

APÊNDICE C – DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DA VIGOR

Demonstração do fluxo de caixa (R\$ mi)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Lucro líquido	31	(3)	66	219	98	201	227	370	441
Depreciação e amortização	15	36	55	62	77	87	97	98	106
Encargos financeiros	13	68	143	165	(19)	8	3	5	5
IR e CS diferidos	(10)	(22)	14	88	(20)	79	48	(243)	93
Outros ajustes	(0)	39	55	(67)	2	4	5	8	9
Caixa das operações	49	117	334	467	138	379	380	238	654
Contas a receber	(26)	(70)	(23)	(147)	(81)	(72)	(71)	(61)	(55)
Estoques	0	(19)	(10)	3	(39)	(34)	(40)	(40)	(38)
Impostos a recuperar	(20)	(42)	(37)	(29)	(76)	(1)	(42)	(50)	(51)
Outros ativos	39	(6)	(16)	(19)	(14)	(15)	(14)	(13)	(13)
Fornecedores	24	36	66	153	15	98	65	64	62
Obrigações sociais e trabalhistas	0	0	0	(32)	49	(2)	39	38	37
Outros passivos	(33)	1	(0)	22	20	21	21	20	19
Variações no capital de giro	(16)	(99)	(20)	(50)	(126)	(4)	(43)	(42)	(39)
Fluxo de caixa das atividades operacionais	32	18	313	418	12	375	337	196	615
Adições ativo imobilizado e intangível	(54)	(63)	(113)	(214)	(148)	(168)	(187)	(188)	(204)
Outros	(13)	(279)	0	0	0	0	0	0	0
Fluxo de caixa das atividades de investime	(67)	(341)	(113)	(214)	(148)	(168)	(187)	(188)	(204)
Captação (pagamento) de dívida	(186)	532	(212)	128	32	100	171	(300)	0
Dividendos	0	(7)	(14)	(34)	(20)	(40)	(45)	(74)	(88)
Outros	0	(6)	1	0	0	0	0	0	0
Fluxo de caixa das atividades de financiam	(186)	519	(225)	94	12	60	125	(374)	(88)
Varição no caixa	(220)	196	(25)	297	(124)	268	276	(366)	323
Saldo inicial de caixa e equivalentes	313	93	289	264	562	437	705	981	615
Saldo final de caixa e equivalentes	93	289	264	562	437	705	981	615	938

Elaborado pelo autor