

CAIO ETSUO SAGAE

**ANÁLISE ESTRATÉGICA E ECONÔMICO-FINANCEIRA DE UMA
EMPRESA DO SETOR DE COMÉRCIO ELETRÔNICO DE
LIVROS USADOS**

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

SÃO PAULO
2010

CAIO ETSUO SAGAE

**ANÁLISE ESTRATÉGICA E ECONÔMICO-FINANCEIRA DE UMA
EMPRESA DO SETOR DE COMÉRCIO ELETRÔNICO DE
LIVROS USADOS**

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

Orientador: Antonio Cantizani Filho

SÃO PAULO
2010

FICHA CATALOGRÁFICA

Sagae, Caio Etsuo

**Análise estratégica e econômico-financeira de uma empresa
do setor de comércio eletrônico de livros usados / C.E. Sagae. -- São
Paulo, 2010. 123 p.**

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

**1. Comércio eletrônico 2. Estratégia organizacional 3. Ava -
liação de projetos I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica.
Departamento de Engenharia de Produção II. t.**

DEDICATÓRIA

À minha família,
Aos meus sócios, amigos e colegas,
Ao meu professor orientador,
E aos professores do departamento.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Univaldo e Lucia, pelos ensinamentos e exemplos que me deram a vida inteira, e pelas condições e educação que sempre me proporcionaram, permitindo que eu seja uma pessoa melhor a cada dia.

A toda a minha família, pelo apoio, amor e dedicação, sem os quais não conseguiria concluir o curso de Engenharia de Produção.

Aos meus sócios, e antes de tudo, amigos, André, Felipe e Wilson, que além de companheiros de viagens insubstituíveis, se dedicaram ao desenvolvimento do Sebolino com espírito empreendedor e muita dedicação.

A todos os meus amigos e companheiros de Poli, principalmente Hugo, Leonardo, Raphael e Renato pela amizade, pelos inúmeros trabalhos de Engenharia de Produção e pelos Melonas.

Aos meus colegas de trabalho do Standard Bank, pelas oportunidades profissionais inigualáveis que estou vivenciando e pelos ensinamentos fundamentais para a realização do Trabalho de Formatura.

Ao Professor Antonio Cantizani Filho, pela orientação e pelos conselhos que permitiram a realização do trabalho final de Engenharia de Produção.

A todos os professores da Escola Politécnica e do Departamento de Engenharia de Produção, que contribuíram para a minha formação como Engenheiro de Produção e como profissional.

Education is learning what you didn't even know you didn't know.

Daniel J. Boorstin

RESUMO

O presente trabalho apresenta uma avaliação econômico-financeira de uma empresa em desenvolvimento no ramo de comércio eletrônico de livros usados chamada Sebolino. O autor do documento é um dos fundadores da empresa analisada e objetiva, através do Trabalho de Formatura, verificar a viabilidade do lançamento do *website* da empresa para transações *online*. Por se tratar de um setor que já é bem estabelecido em muitos países do exterior, mas que ainda está em desenvolvimento no mercado nacional, os fundadores da empresa acreditam que o projeto seja uma oportunidade que deva ser seguida. Para a realização do estudo de viabilidade, inicialmente é feita uma análise do mercado de vendas *online* no Brasil e uma análise dos competidores da empresa. Em seguida, é feita uma análise do Sebolino e de sua estratégia no mercado de vendas através da *internet* de livros usados, focando no nicho universitário. Por fim, através do método de fluxo de caixa descontado, obtém-se um valor presente, e através de uma análise de sensibilidade, encontram-se os parâmetros de maior influência no valor da empresa.

Palavras-Chave: Livros Usados. Estratégia Competitiva. Comércio Eletrônico. Avaliação Econômico-Financeira.

ABSTRACT

This study presents the analysis and valuation of a new firm in the e-commerce sector of used books in Brazil called Sebolino. The author of the report is one of the founders of the enterprise and aims, through the graduation project, to verify the feasibility of launching the firm's website. The fact that this market is already well established in many foreign countries and is still under development in Brazil led the founders to believe that the project is a great opportunity to be taken. In order to accomplish the valuation of the firm, an analysis of the e-commerce market in the country is done, along with an analysis of Sebolino's competitors. Then, Sebolino and its market strategy are analyzed, focusing on college books. Finally, through the Discounted Cash Flow method, the present value of Sebolino is obtained, and through a sensitivity analysis it is possible to find which parameters influence the most the enterprise value.

Key Words: Used Books. Competitive Strategy. E-Commerce. Valuation.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 – Evolução do Volume de Vendas <i>Online</i> no Brasil	18
Ilustração 2 – Design Inicial do Sebolino	19
Ilustração 3 – Atuação Global do Banco Standard.....	21
Ilustração 4 – <i>Grid</i> Estratégico: O Impacto Estratégico das Aplicações de TI.....	26
Ilustração 5 – <i>Grid</i> Estratégico: O Impacto Estratégico das Aplicações de TI.....	26
Ilustração 6 – Diagrama da Análise SWOT	28
Ilustração 7 – As Cinco Forças Competitivas que Modelam a Competição na Indústria.....	29
Ilustração 8 – As Três Estratégias Genéricas	37
Ilustração 9 – Modelo de Balanço Patrimonial	42
Ilustração 10 – Modelo de Demonstração do Resultado do Exercício	43
Ilustração 11 – <i>Home Page</i> do Estante Virtual	62
Ilustração 12 – <i>Home Page</i> do Sebos Online	64
Ilustração 13 – <i>Home Page</i> do Gojaba.....	65
Ilustração 14 – Fluxo de Funcionamento do Gojaba	66
Ilustração 15 – <i>Home Page</i> do Mundo Livros.....	68
Ilustração 16 – Design Preliminar do Sebolino	71
Ilustração 17 – Lista de Endereços do Comprador.....	72
Ilustração 18 – Página com Lista de Livros	74
Ilustração 19 – Página Inicial Preliminar do Sebolino.....	74
Ilustração 20 – Posicionamento do Sebolino no <i>Grid</i> Estratégico de TI.....	77
Ilustração 21 – Análise SWOT do Sebolino	79
Ilustração 22 – As Cinco Forças Competitivas na Indústria de Vendas de Livros Usados na <i>Internet</i>	85
Ilustração 23 – Posicionamento do Sebolino na Matriz de Estratégias Competitivas Genéricas	87

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Ranking por Segmento em Volume de Vendas	55
Tabela 2 – Efeito das Cinco Principais Datas Comemorativas nas Vendas <i>Online</i>	57
Tabela 3 – Resumo dos Competidores do Sebolino	62
Tabela 4 – Estrutura de Cobrança do Estante Virtual.....	63
Tabela 5 – Estrutura de Cobrança do Gojaba.....	67
Tabela 6 – Comparativo de Custos entre Servidores.....	70
Tabela 7 – Comparativo de Custos entre Soluções de Pagamento.....	73
Tabela 8 – Projeções Macroeconômicas	90
Tabela 9 – Projeção das Unidades Vendidas de Livros	91
Tabela 10 – Projeção do Valor Médio da Unidade de Livro Vendida (Em R\$)	92
Tabela 11 – Faturamento do Sebolino (Em Milhares de R\$).....	92
Tabela 12 – Custo do Produto Vendido e Lucro Bruto (Em Milhares de R\$).....	93
Tabela 13 – Despesas de Vendas (Em R\$)	94
Tabela 14 – Despesas de Aluguel (Em R\$).....	94
Tabela 15 – Despesas de Salários (Em R\$).....	95
Tabela 16 – Outras Despesas Gerais e Administrativas (Em R\$)	95
Tabela 17 – Projeção dos Lucros Operacionais (EBIT – Em Milhares de R\$).....	96
Tabela 18 – Projeção dos Investimentos em Ativos (CAPEX – Em R\$)	97
Tabela 19 – Projeção da Depreciação dos Ativos (D&A – Em R\$).....	98
Tabela 20 – Projeção da Variação do Capital de Giro (ΔCG - Em R\$)	99
Tabela 21 – Projeção dos Fluxos de Caixa Livre do Sebolino (Em R\$)	99
Tabela 22 – <i>Beta</i> de Empresas Comparáveis	103
Tabela 23 – Valor da Perpetuidade (Em R\$)	105
Tabela 24 – Valor da Empresa (Em R\$)	106
Tabela 25 – Análise de Sensibilidade Considerando Volume de Vendas Vs. WACC (Em R\$)	107
Tabela 26 - Análise de Sensibilidade considerando Volume de Vendas Vs. Taxa (Em R\$) .	108
Tabela 27 - Análise de Sensibilidade considerando Volume de Vendas Vs. Preço (Em R\$)	109
Tabela 28 - Análise de Sensibilidade considerando a Taxa de Crescimento Vs. WACC (Em R\$)	109

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Número de Brasileiros com Acesso à <i>Internet</i>	53
Gráfico 2 – Evolução do Número de Consumidores Virtuais.....	53
Gráfico 3 – Evolução do Faturamento dos Primeiros Semestres no Brasil	54
Gráfico 4 – Evolução do Faturamento de Vendas <i>Online</i> no Brasil.....	55
Gráfico 5 – <i>Market share</i> por Segmento em 2008	56
Gráfico 6 – Evolução do Ticket Médio de Vendas Online no Brasil	58
Gráfico 7 – Usuários por Renda Familiar no Primeiro Semestre de 2008.....	59
Gráfico 8 – Usuários por Escolaridade no Primeiro Semestre de 2008.....	59
Gráfico 9 – Usuários por Faixa Etária no Primeiro Semestre de 2008.....	60
Gráfico 10 – Consumidores por Gênero em 2000 e 2010.....	61
Gráfico 11 – Crescimento de Livros e Sebos Cadastrados no Estante Virtual	63
Gráfico 12 – Projeção da Receita Líquida (Em Milhares de R\$).....	93
Gráfico 13 – Projeção das Despesas Operacionais (Em Milhares de R\$)	96
Gráfico 14 – Comportamento do 10-Year US T-Bond (Taxa Anual).....	101
Gráfico 15 – Valor da Empresa (Em R\$).....	106

LISTA DE EQUAÇÕES

(1) Fluxo de Caixa Livre da Empresa	44
(2) Equação da Perpetuidade	45
(3) Equação do CAPM.....	47
(4) Equação do CAPM para Mercados Emergentes	47
(5) Cálculo do <i>Beta</i>	47
(6) Cálculo do <i>Beta</i> Desalavancado.....	48
(7) Cálculo do Custo de Capital de Terceiros	48
(8) Cálculo do WACC.....	50
(9) Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa	50
(10) Fluxo de Caixa Descontado Considerando a Perpetuidade	51
(11) Equação Simplificada do WACC para o Sebolino.....	100
(12) Valor do Custo Médio Ponderado do Capital para o Sebolino em Dólares	104
(13) Valor do WACC em Reais.....	104

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BP	Balanço Patrimonial
CAPEX	<i>Capital Expenditures</i> (Investimentos em Ativos)
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i> (Modelo de Formação de Preços de Ativos)
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i> (Fluxo de Caixa Descontado)
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
D&A	Depreciação e Amortização
EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i> (Lucro Operacional)
FCL	Fluxo de Caixa Livre
IGP-M	Índice Geral de Preços do Mercado
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
M&A	<i>Mergers & Acquisitions</i> (Fusões e Aquisições)
PIB	Produto Interno Bruto
SWOT	<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats</i> (Forças, Fraquezas, Oportunidades e Ameaças)
TI	Tecnologia da Informação
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> (Custo Médio Ponderado do Capital)

SUMÁRIO

1	Introdução.....	17
1.1	Contexto do Trabalho	17
1.2	A Empresa.....	19
1.3	O Estágio.....	21
1.4	Objetivo	23
1.5	Estrutura do Trabalho de Formatura.....	23
2	Revisão Bibliográfica.....	25
2.1	Estratégia	25
2.1.1	<i>Grid</i> Estratégico de McFarlan	25
2.1.2	Análise SWOT.....	28
2.1.3	As Cinco Forças Competitivas de Porter	29
2.1.3.1	Ameaça de Novos Entrantes.....	30
2.1.3.2	Poder de Barganha dos Fornecedores	32
2.1.3.3	Poder de Barganha dos Compradores	33
2.1.3.4	Ameaça de Produtos ou Serviços Substitutos	34
2.1.3.5	Rivalidade Entre os Competidores da Indústria	35
2.1.3.6	Estrutura para Análise de uma Indústria	36
2.1.4	As Três Estratégias Genéricas de Porter	37
2.1.4.1	Liderança em Custos.....	38
2.1.4.2	Liderança em Diferenciação.....	39
2.1.4.3	Enfoque	40
2.2	Finanças Corporativas	40
2.2.1	Conceitos de Contabilidade.....	41
2.2.1.1	O Balanço Patrimonial	41
2.2.1.2	A Demonstração do Resultado do Exercício.....	42
2.2.1.3	A Demonstração de Fluxos de Caixa.....	43
2.2.2	O Fluxo de Caixa Livre para a Empresa	44
2.2.3	A Perpetuidade	45
2.2.4	O Custo de Capital.....	45
2.2.4.1	O Custo de Capital Próprio	46
2.2.4.2	O Custo de Capital de Terceiros.....	48

2.2.4.3	O Custo Médio Ponderado do Capital	49
2.2.5	O Fluxo de Caixa Descontado.....	50
3	Análise Setorial.....	52
3.1	O Setor de Comércio Eletrônico no Brasil	52
3.1.1	Número de Usuários	52
3.1.2	Faturamento do Mercado	54
3.1.3	Segmentação e <i>Market share</i> por Tipo de Produto	55
3.1.4	Sazonalidade das Vendas	56
3.1.5	Ticket Médio das Compras	57
3.1.6	Perfil dos Consumidores	58
3.2	Visão Geral dos Principais Competidores do Sebolino.....	61
3.2.1	Estante Virtual	62
3.2.2	Sebos Online.....	64
3.2.3	Gojaba	65
3.2.4	Mundo Livros	68
4	O Sebolino	69
5	Análise Estratégica do Sebolino.....	76
5.1	Posicionamento no <i>Grid</i> Estratégico de McFarlan	76
5.2	Análise SWOT do Sebolino.....	77
5.3	Análise das Cinco Forças de Porter na Indústria do Sebolino	79
5.3.1	Compradores	80
5.3.2	Fornecedores	80
5.3.3	Competidores.....	81
5.3.4	Produtos Substitutos	82
5.3.5	Novos Entrantes.....	83
5.3.6	Resumo das Cinco Forças	84
5.4	A Estratégia Genérica do Sebolino	85
5.5	Resumo do Posicionamento Estratégico do Sebolino	87
6	Análise Econômico-Financeira	89
6.1	Projeção dos Fluxos de Caixa Futuros	90
6.1.1	Projeção do Lucro Operacional - <i>EBIT</i>	90
6.1.2	Projeção da Depreciação, Amortização e Investimentos em Imobilizados e Outros Ativos – D&A e CAPEX	96

6.1.3	Projeção da Variação de Capital de Giro - ΔCG	98
6.2	Custo de Capital do Sebolino.....	99
6.2.1	Custo de Capital Próprio do Sebolino.....	100
6.3	Valor da Perpetuidade	105
6.4	Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado.....	105
6.5	Análise de Sensibilidade.....	106
6.5.1	Volume de Vendas Mensal em 5 Anos VS. WACC	107
6.5.2	Volume de Vendas Mensal em 5 Anos VS. Taxa por Transação	108
6.5.3	Volume de Vendas Mensal em 5 Anos VS. Preço Médio Inicial dos Livros.	108
6.5.4	Taxa de Crescimento na Perpetuidade (g) VS. WACC.....	109
7	Conclusão.....	110
8	Referências.....	112
9	Anexos	116
9.1	Diagrama BPMN do Sebolino	116
9.2	Diagrama de Classes do Sebolino	117
9.3	Questionário Aplicado nos Sebos	118

1 Introdução

1.1 Contexto do Trabalho

O setor de comércio eletrônico no Brasil e no mundo vem se desenvolvendo rapidamente, principalmente nos últimos anos. Devido às recentes mudanças na estrutura do país, o Brasil alcançou uma maior estabilidade, crescimento econômico e expandiu o crédito aos consumidores, o que resultou no aumento geral do poder de consumo do povo brasileiro, permitindo um crescimento da população que possui acesso a *internet*. Assim, o número de usuários *online* cresce diariamente, e devido à maior segurança e maior compreensão da população quando conectadas à rede, cresce também o número de transações virtuais. Dentre essas transações, o número de compras e vendas de serviços e principalmente de produtos têm se destacado devido ao elevado crescimento na ocorrência destas operações.

Segundo informações do *website* da companhia B2W¹, empresa de grande porte com foco em crescimento eletrônico, enquanto no ano de 2005 as vendas de produtos através da *internet* alcançaram o volume de R\$ 2,8 bilhões, no ano de 2010 a previsão é de R\$ 12,8 bilhões, o que significaria uma taxa de crescimento anual de aproximadamente 38%. Acompanhando este rápido crescimento, as vendas de serviços também deverão crescer. Conforme notícia do jornal Valor Econômico², o 1º semestre de 2010 apresentou faturamento de R\$ 6,7 milhões e cresceu 40% em relação ao 1º semestre do ano anterior. De acordo com a Confederação Nacional de Dirigentes Lojistas³, há uma previsão de crescimento do comércio varejista nacional próxima de 10%, o que ressalta a velocidade da expansão do mercado *online* no Brasil, muito superior ao crescimento do varejo como um todo. Abaixo segue gráfico que apresenta o crescimento do volume de vendas *online* no Brasil desde 2004, com projeção para o ano de 2010, segundo o *site* E-CommerceBrasil.Org.

¹ B2W. Rio de Janeiro. **Comércio eletrônico no Brasil**. Disponível em:

<<http://www.b2winc.com/institucional/comercio-eletronico-no-brasil>>. Acesso em: 12 maio 2010.

² BRAUN, D. **Comércio eletrônico fatura R\$ 6,7 bilhões e cresce 40% no 1º semestre**. Valor Online, São Paulo, 10 out. 2010. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/online/internet/50/302723/comercio-eletronico-fatura-r-67-bilhoes-e-cresce-40-no-1-semestre>>. Acesso em: 30 set. 2010.

³ CNDL. Brasília. **CNDL prevê alta de 10% nas vendas do comércio no ano**. Disponível em:

<http://www.cndl.org.br/mostra_nacional.php?id=875>. Acesso em 15 maio 2010.

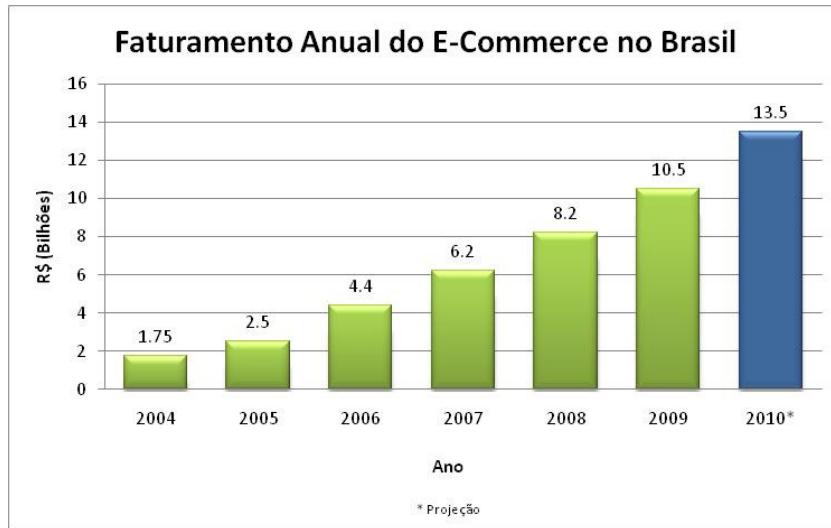


Ilustração 1 – Evolução do Volume de Vendas *Online* no Brasil

Fonte: E-CommerceBrasil.Org (2010)⁴

Dentro deste mercado de vendas eletrônicas, os livros têm uma altíssima e crescente participação. Devido à comodidade de poder comprar um livro com apenas alguns cliques, sem a necessidade de carregar o peso dos produtos até a residência, e poder escolher entre uma gama cada vez maior de livros, muitos dos quais não seriam encontrados visitando-se apenas uma ou duas livrarias diferentes, os livros representaram uma das fatias mais significativas do comércio virtual nos últimos anos. Segundo a Associação Nacional das Livrarias⁵, no ano de 2008, os livros lideraram as vendas *online*, correspondendo a 20% de todo o comércio na *internet*. Como consequência, muitas livrarias estão expandindo suas lojas para o mundo virtual. Algumas livrarias que possuem o serviço de *e-commerce* mais organizado já possuem entre 25% e 30% do total de vendas de suas lojas físicas pela *internet*, e outras têm seu funcionamento somente através de vendas *online*.

⁴ E-COMMERCE BRASIL. São Paulo. **2009 R\$10,5 bilhões, 2010 R\$??.** Disponível em: <<http://www.e-commercebrasil.org/numeros/faturamento-e-commerce-2010/>>. Acesso em: 12 maio 2010.

⁵ PANORAMA EDITORIAL. São Paulo. **Livros, os campeões do comércio eletrônico.** Disponível em: <<http://www.panoramaeditorial.com.br/textos.asp?codigo=6>>. Acesso em 15 maio 2010.

1.2 A Empresa

O Trabalho de Formatura será realizado em uma futura empresa de intermediação de venda de livros usados na *internet* em processo de criação no ano de 2010. Para garantir o sigilo das informações do projeto, a empresa será chamada de Sebolino. O Sebolino possui quatro sócios fundadores, sendo um deles o autor deste Trabalho de Formatura, e os outros três engenheiros formados pela Escola Politécnica da USP no ano de 2009, nas áreas de Engenharia de Computação, Engenharia Mecatrônica e Engenharia de Produção.



Ilustração 2 – Design Inicial do Sebolino

Fonte: Fornecido pela Empresa

A motivação para a criação da empresa surgiu através da observação do mercado de livros usados nos Estados Unidos, durante os anos de 2007 e 2008 quando os fundadores moraram na cidade de Urbana no estado de Illinois, cursando um programa de aproveitamento de créditos pela Escola Politécnica. A facilidade e velocidade com as quais livros usados podiam ser comprados e vendidos, principalmente no ambiente universitário através de lojas virtuais especializadas, fez surgir à idéia de que este tipo de loja poderia também prosperar no mercado Brasileiro, um mercado que está em grande desenvolvimento nas transações *online*. Além disso, os fundadores também perceberam que o público universitário brasileiro poderia ser o foco da empresa, uma vez que buscam livros usados para economizarem em suas compras, mas dificilmente vão à procura em sebos e outras lojas físicas devido à inconstância na disponibilidade de produtos, e também dificilmente vendem livros usados já que nem sempre conseguem encontrar compradores com facilidade e maneiras eficientes de anunciar os produtos.

Outra motivação surgiu do aparente baixo custo de investimento para iniciar o projeto. À

primeira vista, os integrantes teriam que se preocuparem com os custos legais para abertura de uma empresa, poucos gastos com marketing e outros investimentos iniciais, e seria apenas considerado como principal custo, o tempo dos quatro integrantes com o aprendizado de uma nova linguagem de programação, o tempo de desenvolvimento do *website* e os outros gastos com tempo e transporte para localização de parceiros para o empreendimento. No entanto, sabe-se que a abertura de uma empresa não é tão simples, podendo englobar diversos outros gastos que podem não ser previstos sem uma análise mais profunda da empresa que se deseja desenvolver e também do mercado em que ela será inserida.

O Sebolino será uma empresa que realizará a intermediação da compra e venda de livros usados no país inteiro, realizando as operações entre usuários pessoas físicas ou jurídicas. Uma empresa de intermediação de operações não possui estoque físico dos produtos, apenas facilita o encontro entre os usuários que querem vender seus produtos usados e aqueles que buscam produtos usados devido aos preços inferiores a produtos novos, a facilidade de localização do produto que buscam e a comodidade de receberem em casa o comprado. O Sebolino será representado apenas por sua loja virtual, não havendo loja física da empresa. Haverá um servidor que ficará ligado durante 24 horas por dia, localizado na sede da empresa, que será inicialmente a residência de um dos fundadores.

Os fundadores da empresa atualmente estão empregados em atividades diversificadas, possuindo experiências em campos diferentes. O Engenheiro de Produção atualmente trabalha em uma consultoria estratégica como analista júnior, atuando em projetos em empresas de ramos diversificados. O Engenheiro de Computação é programador e desenvolvedor de projetos em uma empresa de softwares para projeção de resultados. Já o Engenheiro Mecatrônico cursa o primeiro ano de Mestrado na Escola Politécnica na Universidade de São Paulo, no departamento de Engenharia Mecatrônica. O autor do Trabalho de Formatura realiza o programa de estágio no Banco Standard de Investimentos S/A na área de Fusões e Aquisições, atuando na análise financeira de empresas para realização de processos de reestruturações entre empresas.

Os quatro fundadores não possuem experiência com abertura de novas empresas, mas possuem espírito empreendedor e estão dispostos a dedicar todo o tempo em que não estão em suas atividades primárias no desenvolvimento da empresa, pois acreditam no potencial do projeto. Todos possuem experiência com programação geral, e dois deles possuem experiência em programação de *websites*, o que auxilia muito no andamento da criação do *website*, uma vez que grande parte do projeto corresponde à programação do portal do Sebolino.

Por ser um *site* voltado à intermediação do comércio de livros somente no Brasil, os principais concorrentes do Sebolino são: o *site* Estante Virtual, líder do mercado com *market share* estimado em 80% do mercado, conforme informações de notícia publicada no *site* da Folha de São Paulo⁶; o *site* Sebos Online; o *site* Gojaba, segundo maior participante do mercado, recentemente comprada pelo *site* Amazon.com, um dos maiores portais de venda de livros no mundo; e o *site* Mundo Livros. Devido ao fato de que o mercado atual possui apenas um grande *player* e os outros concorrentes serem de menor tamanho, os fundadores da empresa acreditam que isso possa auxiliar no desenvolvimento e crescimento do *website*, uma vez que objetiva-se estudar os pontos fortes do líder para utilizá-los também no projeto, e ao mesmo tempo estudar os pontos fracos do *site*, sejam no design ou na usabilidade, para que estes sejam supridos na construção do *website* do Sebolino.

1.3 O Estágio

Desde o mês de junho de 2010, o autor realiza o estágio no Banco Standard de Investimentos. O Banco Standard é um banco global com origem sul-africana, sendo o maior banco da África do Sul. O banco possui operações em 33 países, sendo 17 destes localizados no continente africano e os outros 16 em outros cinco continentes, sendo seu foco os mercados emergentes.



Ilustração 3 – Atuação Global do Banco Standard

Fonte: Website do Banco Standard

⁶ VICTOR, F. **Sites de venda de livros mudam perfil de consumidores.** Folha de São Paulo, São Paulo, 13 fev. 2010. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/ilustrada/ult90u693624.shtml>>. Acesso em 30 set. 2010.

O banco teve grande importância no desenvolvimento da economia sul-africana nos últimos 145 anos, através de um constante alinhamento com as necessidades de um mercado em evolução, e entregando serviços bancários e financeiros de forma efetiva. O banco é dividido em três grandes áreas de negócio: Banco de Varejo, Banco de Atacado e de Investimentos, e Administração de Recursos.

O banco mantém altos padrões de governança corporativa e tem o compromisso de avançar com os princípios e práticas de desenvolvimento sustentável, já que o sucesso do banco e seu crescimento no longo prazo dependem dos resultados que tiver nas comunidades nas quais opera.

Nos últimos anos, o Banco Standard concluiu algumas aquisições importantes na Argentina, Nigéria, Quênia e Turquia, além de realizar uma parceria estratégica com a Troika Dialog na Rússia, consolidando sua posição em alguns mercados-alvo específicos. A parceira estratégica desde 2008 entre os maiores bancos da África e da China, Banco Standard e ICBC respectivamente, começou a gerar os benefícios da cooperação, além de novas capacidades para crescimento.

Seguem alguns números sobre a relevância do banco no mundo:

- O Banco Standard é o maior banco sul-africano em valor de ativos e de lucro;
- O banco foi criado em 1862;
- O banco possui mais de 6.500 pontos de atendimento na África;
- Mais de 600 agências na África do Sul e 400 fora do país;
- Mais de 50 mil funcionários ao redor do mundo, sendo aproximadamente 35 mil da África do Sul;
- A marca é constantemente premiada como uma das mais reconhecidas na África do Sul;
- Em 2009, o banco e suas subsidiárias investiram aproximadamente R\$ 25 milhões em iniciativas sociais.

No Brasil, o Banco Standard possui um escritório localizado na região do Itaim em São Paulo, com aproximadamente 150 funcionários. O banco realiza apenas as operações de Banco de Atacado e de Investimentos no país, sendo a área de Fusões e Aquisições (*Mergers and Acquisitions – M&A*) a área na qual o autor realiza o estágio supervisionado.

A área de M&A é responsável por executar atividades de compra, venda, fusões e outros tipos de associações entre empresas. Para que estes tipos de atividades ocorram, é necessário encontrar um valor teórico das empresas para que possa haver a troca final de recursos entre

as partes envolvidas. Dessa forma, a principal atividade dos funcionários da área de M&A é realizar a análise financeira de empresas através de alguma metodologia de avaliação.

Um dos métodos mais utilizados é o método de avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (DCF) que parte da teoria de que o valor total de uma empresa é o valor da soma de todos os fluxos de caixa que ela irá gerar em sua existência. É esta metodologia, aprendida no estágio realizado no Banco Standard, que será utilizada no Trabalho de Formatura como forma de avaliar uma empresa que está iniciando suas atividades.

1.4 Objetivo

O objetivo deste trabalho é realizar, através dos conhecimentos, conceitos e ferramentas aprendidos e desenvolvidos no curso de Engenharia de Produção, juntamente com o estágio realizado no Banco Standard de Investimentos, uma análise da estratégia e da viabilidade econômico-financeira da empresa Sebolino com o intuito de auxiliar os fundadores da empresa a decidir se irão continuar investindo no projeto ou desistirão da empresa. Por ser uma empresa que ainda não existe, há muitas incertezas quanto ao potencial retorno da empresa e a sua capacidade de existência e manutenção no mercado atual e por isso este estudo é necessário. Para que essa análise seja realizada, será necessário inicialmente analisar o mercado no qual o Sebolino está inserido para que se possibilite posicioná-la estrategicamente no mercado, o que permitiria a análise mais profunda das informações econômicas e o estudo da viabilidade econômico-financeira da criação da empresa.

1.5 Estrutura do Trabalho de Formatura

O presente trabalho foi organizado conforme a seguinte estrutura:

O Capítulo 1 introduz o Trabalho de Formatura através de uma contextualização inicial do mercado de vendas através da *internet* no Brasil e também do mercado de livros usados no Brasil, setores no qual a empresa Sebolino irá atuar. Em seguida, há uma breve descrição da empresa, de sua fundação e um breve histórico dos funcionários sócios da empresa. Por fim, conclui-se o capítulo com a descrição do objetivo do trabalho realizado e com a descrição da estrutura selecionada para elaboração deste.

O Capítulo 2 apresenta uma revisão bibliográfica dos conceitos que serão utilizados para a análise estratégica e conclusão da viabilidade econômico-financeira do projeto deste Trabalho de Formatura. Desta forma, o capítulo inicia-se com uma revisão dos conceitos de Estratégia,

como o impacto das aplicações de tecnologia de informação, a análise SWOT, as cinco forças competitivas de uma indústria e as estratégias genéricas competitivas. Em seguida, revisam-se conteúdos de contabilidade, focando nos demonstrativos financeiros mais utilizados. Por fim, através de conceitos de finanças corporativas, é apresentado um método de avaliação econômico-financeira de um projeto através do método de fluxo de caixa descontado.

O Capítulo 3 analisa inicialmente o mercado de venda *online* no Brasil, verificando o crescimento do faturamento das vendas e do número de usuários, além da segmentação dos principais produtos vendidos e do perfil dos usuários que realizam as compras. Em seguida, os quatro principais competidores do Sebolino são analisados.

O Capítulo 4 serve para descrever um breve histórico do projeto do *site* Sebolino. O capítulo é estruturado através das atividades realizadas mensalmente até a conclusão deste Trabalho de Formatura, e em seguida listando quais são os próximos passos para que o portal entre em operação.

O Capítulo 5 realiza uma análise da estratégia do Sebolino. Inicialmente verifica-se a importância das aplicações de TI para a empresa, seguida de uma análise das forças e fraquezas do Sebolino, juntamente com as oportunidades e ameaças do setor. Para um melhor entendimento da indústria, é realizada a análise das cinco forças competitivas e por fim seleciona-se uma estratégia competitiva genérica para a empresa.

O Capítulo 6 é o mais importante do trabalho e apresenta toda a estruturação da avaliação econômico-financeira da empresa Sebolino, com o intuito de verificar a viabilidade do projeto. Inicia-se definindo premissas de crescimento da empresa, para que possam ser feitas projeções dos principais demonstrativos financeiros da empresa por um horizonte de dez anos. Em seguida é calculado o custo do capital para a empresa, valor que será utilizado no cálculo da perpetuidade da empresa, para que se possa obter o valor final da empresa através do método de fluxo de caixa descontado. O capítulo termina com algumas análises de sensibilidade para que sejam verificados fatores que possam afetar significativamente o valor encontrado para a empresa.

O Capítulo 7 corresponde à conclusão do Trabalho de Formatura e apresenta um resumo das principais definições do Sebolino quanto à sua estratégia e ao valor encontrado para a empresa. O trabalho termina com uma discussão quanto à utilidade do trabalho tanto para os fundadores do Sebolino quanto para outras pessoas que venham a realizar estudos sobre novas empresas no setor de comércio eletrônico.

2 Revisão Bibliográfica

2.1 Estratégia

Alguns conceitos de estratégia serão estudados de forma a realizar uma análise da estratégia do Sebolino para melhor posicioná-lo no mercado. É apenas com uma análise estratégica que se torna possível obter uma visão geral de quais são os principais fatores que estão afetando os lucros e ganhos da indústria, através da criação de uma posição única e valiosa.

O posicionamento estratégico baseia-se em escolher as atividades que permitam diferenciação dos concorrentes e identificar quais são as restrições dos lucros para que se possa evitá-las. Além disso, ele também torna possível a identificação de forma mais ágil de quais são as tendências de mudança do mercado para que, caso necessário, sejam utilizadas e exploradas a favor da empresa.

2.1.1 *Grid* Estratégico de McFarlan

McFarlan (1984) propõe uma metodologia para realizar uma análise do impacto das aplicações de tecnologia de informação (TI) existentes nas atividades de uma empresa. Essa metodologia é baseada em um *grid* estratégico no qual determinado setor ou empresa é posicionado de acordo com o impacto da TI em suas operações atuais e futuras. O *grid* pode ser ilustrado da seguinte forma:

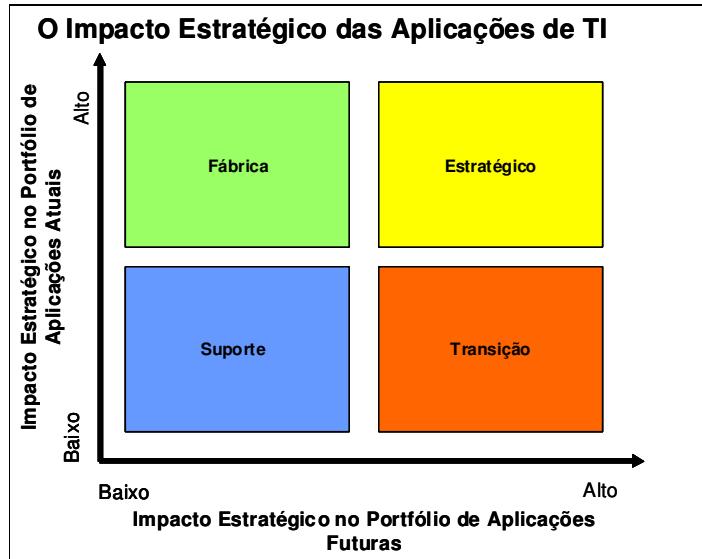


Ilustração 4 – Grid Estratégico: O Impacto Estratégico das Aplicações de TI

Fonte: *Information technology changes the way you compete* – McFarlan (1984)

Nolan e McFarlan (2005) propuseram uma atualização do *grid* estratégico da TI, tornando a análise dos eixos mais detalhadas. A análise das aplicações de TI já existentes corresponde à necessidade de uma TI mais confiável, enquanto a análise do impacto das aplicações de TI no portfólio para futura implantação significa a necessidade de novas aplicações de TI. O novo *grid* pode ser ilustrado da seguinte forma:

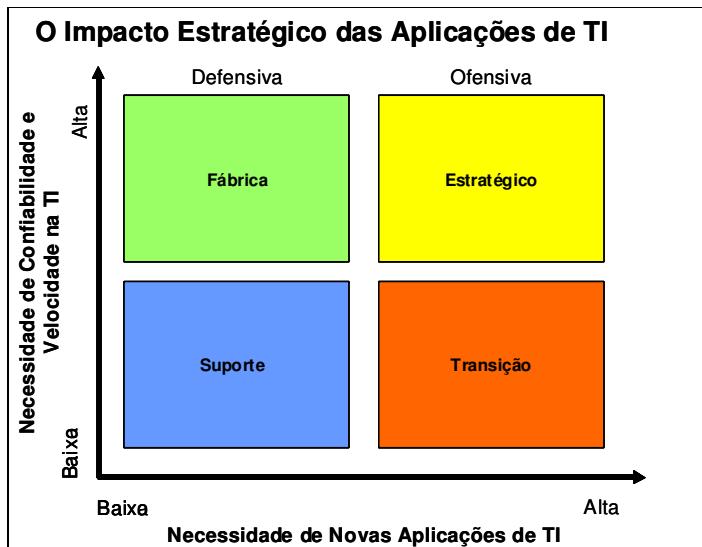


Ilustração 5 – Grid Estratégico: O Impacto Estratégico das Aplicações de TI

Fonte: *Information technology and the board of directors* –Nolan & McFarlan (2005)

As quatro diferentes posições estratégicas possuem as características conforme descrição abaixo:

Fábrica

- Falhas de um minuto do sistema geram perda de negócios;
- Demora no tempo de resposta do sistema impacta seriamente os usuários;
- As atividades principais do negócio são *online*;
- A maior parte dos trabalhos relacionados ao sistema é diretamente ligada à manutenção;
- As atividades relacionadas ao sistema não apresentam valor estratégico ou redução de custos.

Estratégico

- Falhas de um minuto do sistema geram perda de negócios;
- Demora no tempo de resposta do sistema impacta seriamente os usuários;
- Novos sistemas têm potencial para gerar grandes transformações e reduções de custos;
- Novos sistemas reduzem a distância com os maiores competidores do mercado.

Suporte

- Interrupções de 12 horas no sistema não causam grandes consequências;
- O tempo de resposta à usuários *online* pode demorar até cinco segundos;
- Os sistemas não são aparentes para consumidores e fornecedores;
- 80% das transações podem rapidamente ser revertidas para modo manual;
- A maior parte dos trabalhos relacionados ao sistema é diretamente ligado à manutenção.

Transição

- Novos sistemas têm potencial para gerar grandes transformações e reduções de custos;
- Novos sistemas reduzem a distância com os maiores competidores do mercado;

-
- A TI representa mais de 50% dos investimentos da empresa;
 - A TI representa mais de 15% dos custos totais da empresa.

2.1.2 Análise SWOT

A análise SWOT é uma metodologia de planejamento estratégico que serve para avaliar as forças, fraquezas, oportunidades e ameaças (*Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats* respectivamente, ou *SWOT*) envolvidas em um projeto ou novo negócio desenvolvido por Albert Humphrey nos anos 60 e 70. Segundo Heizer e Render (1998), “[...] a análise conhecida como SWOT tem como objetivo reconhecer as limitações, maximizando os pontos fortes da organização enquanto monitora oportunidades e ameaças”.

Esta análise permite identificar e estudar fatores internos e externos da empresa e sua interação. As forças e fraquezas representam os fatores internos de uma empresa e refletem sua posição atual. Já as oportunidades e ameaças representam os fatores externos à empresa.

Ao passo que é possível exercer controle sobre os fatores internos de uma empresa, maximizando os pontos reconhecidos como forças e evitando ou remodelando as fraquezas de forma estratégica, não é possível atuar diretamente sobre o ambiente externo da companhia. No entanto, ao identificar as oportunidades e ameaças no exterior, torna-se possível gerenciá-las de forma estratégica, prevenindo-se contra as ameaças, e aproveitando-se das oportunidades.

A análise SWOT pode ser realizada através do seguinte diagrama:



Ilustração 6 – Diagrama da Análise SWOT

Fonte: Elaborado pelo Autor

Alguns exemplos dos quatro grupos de fatores são:

- **Forças:** Marca forte, vantagens com custos, localização geográfica, produto diferenciado, fornecedores exclusivos;
- **Fraquezas:** Custos elevados de produção, baixa participação em *market share*, localização desfavorável, marca mal vista;
- **Oportunidades:** Desenvolvimento de novas tecnologias, crescimento do mercado consumidor, necessidades de consumidores ainda não atendidas;
- **Ameaças:** Novos entrantes no mercado, ameaça de produtos substitutos, mudança nos padrões de consumo do mercado, redução do poder de compra dos consumidores.

2.1.3 As Cinco Forças Competitivas de Porter

Porter (1979) propôs que a intensidade da competição dentro de um determinado mercado ou indústria é resultado da interação de cinco forças competitivas: Rivalidade Entre os Competidores Existentes, Ameaça de Novos Entrantes, Poder de Barganha dos Fornecedores, Poder de Barganha dos Compradores e Ameaça de Produtos ou Serviços Substitutos. Porter (1979) propõe a seguinte estrutura para a interação das cinco forças:

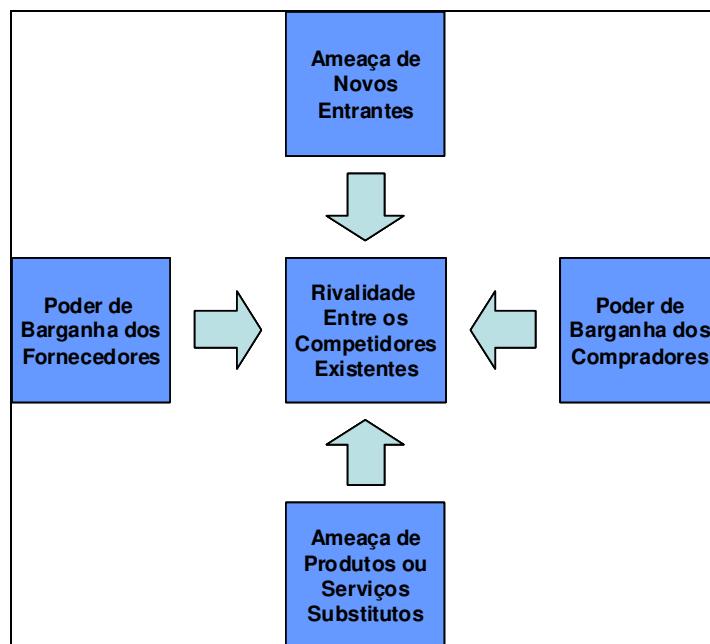


Ilustração 7 – As Cinco Forças Competitivas que Modelam a Competição na Indústria

Fonte: *How competitive forces shape strategy* – PORTER (1979)

Em uma atualização de seu estudo, Porter (2008) afirma que por mais diferente que as indústrias possam parecer superficialmente, os motivadores de lucro são sempre os mesmos. E para que se possa entender a competição e a lucratividade de uma indústria, é necessário analisá-la a partir da estrutura das cinco forças. Caso as forças sejam intensas, como na indústria de aviação, têxteis e hotéis, quase nenhuma companhia obtém retornos atrativos. Já nos casos em que as forças são benignas, como em indústrias de software e de produtos de limpeza, muitas companhias obtêm lucros mais elevados.

O autor afirma que ao entender as forças competitivas e suas causas fundamentais, são reveladas as raízes dos lucros da indústria ao mesmo tempo em que é proposta uma estrutura para antecipar e influenciar a competição, e por consequência, a lucratividade ao longo do tempo. Ainda conforme o autor, uma estrutura saudável da indústria deve ser uma preocupação tão importante quanto à posição estratégica de sua própria companhia. Entender a estrutura da indústria também é essencial para um posicionamento estratégico eficiente, assim como se defender das forças competitivas, e moldá-las a favor dos objetivos da companhia.

A configuração das cinco forças competitivas difere por indústria, sendo que a força ou as forças competitivas mais fortes determinam o lucro de uma indústria e se tornam as mais importantes para a formulação da estratégia. É importante notar que a força mais saliente não é sempre a mais óbvia.

2.1.3.1 Ameaça de Novos Entrantes

Segundo Porter (2008), novos entrantes em uma indústria trazem novas capacidades e vontade de ganhar *market share* que resultam em uma pressão para redução dos preços, custos, juntamente com um aumento nos investimentos necessários para competição. Ou seja, a ameaça de entrantes limita o potencial de lucro de uma indústria, já que quando a ameaça é alta, os competidores precisam manter seus preços baixos ou aumentar seus investimentos. O nível de ameaça depende do tamanho das barreiras de entrada e da reação dos competidores já presentes no mercado às novas entradas. Caso as barreiras sejam fracas e os novos entrantes esperem pouca retaliação dos competidores, o nível de ameaça de entrada é alto e a rentabilidade da indústria é moderada. É importante salientar que é a ameaça de entrada, e não necessariamente a efetiva entrada de algum competidor, que reduz a rentabilidade da indústria.

Há sete grandes barreiras de entrada, segundo o autor:

- **Economias de escala de fornecimento:** Segundo Porter (2008), as economias surgem quando uma companhia que produz em maior volume consegue aproveitar melhores custos de produção por unidade, pois conseguem alocar os custos fixos por mais unidades, utilizarem a tecnologia de forma mais eficiente, e obterem melhores preços de seus fornecedores. Economias de escala obrigam os novos entrantes a entrarem no setor produzindo em larga escala, elevando os custos iniciais, ou aceitando uma desvantagem no custo de produção.
- **Economias de escala de demanda:** Os benefícios de economia de demanda também são conhecidos como efeitos de redes, e surgem em indústrias nas quais os compradores estão dispostos a pagar mais por produtos mais procurados por outros compradores. Esses benefícios são diretamente ligados a confiança dos consumidores na companhia e também com o número de clientes das companhias, especificamente companhias em que a rede de usuários pode realizar transações entre si, como os *sites* de intermediação de vendas eBay e Amazon.
- **Custos de mudança de fornecedores:** Custos de mudança são os custos fixos que as companhias podem encontrar ao mudar de fornecedores. Estes custos podem surgir quando um produto precisar mudar as especificações ao mudar de fornecedor ou quando for necessário treinar empregados ou contratar novas pessoas para utilização do novo produto ou serviço.
- **Necessidade de capital:** A necessidade de investir grandes quantidades financeiras para competir em uma indústria pode deter novos entrantes. Esta barreira pode ser particularmente alta caso o investimento seja irrecuperável. No entanto, é importante não superestimar o quanto a necessidade de capital sozinha pode parar novos entrantes. No caso de indústrias com alta rentabilidade que irá ser mantida por um longo período, e nas quais há possibilidade de revenda dos investimentos iniciais, é possível que investidores providenciem os montantes necessários para novos entrantes começarem a operar.
- **Vantagens dos competidores já presentes independente do tamanho:** Independente do tamanho, algumas empresas já podem apresentar vantagens de custo ou qualidade indisponíveis sobre novos entrantes. Essas vantagens podem surgir através de propriedade de tecnologia, localização geográfica, marca já estabelecida, experiência

prévia ou conhecimento do mercado.

- **Acessos aos canais de distribuição:** O novo entrante precisa garantir a distribuição de seu produto ou serviço. No entanto, quanto mais limitados são os canais de venda de atacado ou varejo, e quanto mais competidores estão ligados a estes, mais difícil se torna a entrada de uma companhia. Há casos em que esta barreira é tão elevada, que os novos entrantes precisam criar seus próprios canais de distribuição para entrar no mercado.
- **Políticas de governo restritivas:** As políticas de governo podem atrapalhar ou auxiliar novos entrantes diretamente, assim como aumentar ou até nulificar as outras barreiras de entrada. O governo pode limitar diretamente ou até mesmo fechar a entrada em determinados mercados, através de licenças e outras restrições. Ao mesmo tempo, subsídios e outros incentivos podem ser benéficos para os novos competidores.

Além das potenciais barreiras, a retaliação esperada dos competidores já presentes na indústria também influencia diretamente a decisão de novas empresas ingressarem no mercado. Os novos entrantes devem normalmente esperar retaliações nos seguintes casos: há casos prévios de retaliação dos competidores a novos entrantes; os competidores possuem excesso de caixa ou capacidade de produção ociosa para utilizar contra novos entrantes; os competidores estão dispostos a manter seus *market shares* de qualquer forma, reduzindo substancialmente seus preços; o crescimento da indústria é fraco e a única forma dos novos competidores aumentarem sua participação é conseguindo a participação dos concorrentes.

2.1.3.2 Poder de Barganha dos Fornecedores

Os fornecedores mais poderosos conseguem obter uma quantidade maior do valor para eles, através de preços mais elevados, limitando a qualidade do produto ou serviço, ou até mesmo deslocando os custos para os participantes da indústria. Conforme Porter (2008), um grupo de fornecedores pode ser considerado poderoso nos seguintes casos:

- A indústria do fornecimento é mais concentrada do que a indústria para qual ela vende;
- O grupo de fornecedores não é muito dependente de uma indústria específica para garantir suas receitas, pois um grupo que vende para diversas indústrias não irá hesitar

em tentar extrair ao máximo os lucros de cada uma delas. No caso inverso, em que o fornecedor é diretamente ligado a apenas uma indústria, ele irá proteger a indústria, através de preços mais razoáveis e outros benefícios;

- Os concorrentes da indústria encontram preços elevados para mudar de fornecedores. É importante notar que o caso inverso reduz o poder dos fornecedores;
- Os fornecedores abastecem o mercado com produtos diferenciados;
- Não há substituto para o produto que o grupo de fornecedores produz;
- O grupo de fornecedores consegue ameaçar a indústria sobre expandir suas operações de forma verticalizada, ingressando na indústria como outro concorrente.

2.1.3.3 Poder de Barganha dos Compradores

Na ponta inversa aos fornecedores, os consumidores mais poderosos também podem capturar uma margem maior forçando a redução de preços, demandando melhor qualidade e serviços, e muitas vezes induzindo maior competição entre os concorrentes da indústria como forma de aumentar a rentabilidade. Da mesma forma que com os fornecedores, há grupos distintos de compradores. Os compradores são normalmente poderosos se eles possuírem poder de negociação com os participantes, especialmente nos casos em que eles são sensíveis ao preço. Conforme Porter (2008), um grupo de competidores possui poder de barganha nos seguintes casos:

- Há poucos compradores, ou poucos compradores de alto volume. Estes compradores são normalmente mais poderosos em indústrias nas quais os custos fixos são elevados e os custos marginais reduzidos, uma vez que estes amplificam a pressão nos competidores para manter sua produção em máxima capacidade através de descontos;
- Há pouca diferenciação dos produtos, pois há equivalentes para os compradores encontrarem no mercado;
- Compradores possuem baixos custos de mudança de vendedores;
- Os compradores conseguem ameaçar os vendedores sobre expandir suas operações de forma verticalizada, ingressando na indústria de vendedores, produzindo o bem ou serviço.

O grupo de compradores é sensível aos preços nos seguintes casos:

- O produto comprado representa grande fração da estrutura de custos, obrigando o comprador a procurar diversos vendedores e barganhar por melhores preços;
- O grupo de compradores opera com pouco lucro ou precisa reduzir seus gastos;
- A qualidade do produto ou serviço do comprador é pouco afetada pelo produto vendido;
- O custo do produto comprado tem pouco efeito sobre os outros custos do comprador.

O poder de barganha do consumidor pode ser aplicado de forma equivalente tanto para consumidores finais quanto para consumidores intermediários da indústria (*business-to-business*). A maior diferença entre os dois tipos de compradores, é que as necessidades dos consumidores finais podem ser mais difíceis de quantificar.

2.1.3.4 Ameaça de Produtos ou Serviços Substitutos

Segundo Porter (2008), um substituto desempenha da mesma maneira ou de forma similar a outro produto, através de um meio diferente. Algumas vezes, a ameaça encontra-se dentro da cadeia de operação do produto, vinda dos fornecedores ou dos compradores. Produtos substitutos estão sempre presentes, mas não são necessariamente óbvios.

Quando a ameaça de produtos substitutos é muito elevada, a rentabilidade da indústria é afetada, uma vez que os produtos substitutos limitam os preços. A ameaça de produtos substitutos é alta nos seguintes casos:

- O produto substituto oferece um *trade-off* atrativo entre preço e performance. Quanto melhor for o valor relativo do substituto, menor é a rentabilidade da indústria considerada;
- O custo de mudança do comprador para o produto substituto é baixo.

Os estrategistas devem estar particularmente alertas a mudanças em outras indústrias, pois estas podem resultar em produtos substitutos que não eram atrativos anteriormente. Vale salientar que esta mudança também pode ser favorável a indústria, aumentando os potenciais de crescimento e rentabilidade futuros.

2.1.3.5 Rivalidade Entre os Competidores da Indústria

Conforme Porter (2008), a quinta força competitiva é a rivalidade entre os competidores dentro de uma indústria. Esta rivalidade pode tomar diversas formas, como por exemplo, descontos, introdução de novos produtos, campanhas de propaganda, e melhora de serviços oferecidos. De maneira semelhante às outras forças, uma forte rivalidade limita a rentabilidade da indústria, sendo o grau desta limitação proporcional a intensidade da competição das indústrias e em qual base elas competem. Ainda segundo o autor, a intensidade da rivalidade é mais alta nos seguintes casos:

- Os competidores são numerosos ou variam muito de tamanho e poder;
- O crescimento da indústria é vagaroso, resultando em brigas por *market share*;
- Os competidores aspiram à liderança do mercado, ou têm outros objetivos a serem alcançados;
- As empresas não conseguem entender os sinais das outras devido à falta de familiaridade ou diferentes objetivos.

A força da rivalidade reflete não apenas na intensidade da competição, mas também na base da competição. As dimensões nas quais a competição entre as empresas pode ocorrer têm um impacto grande na rentabilidade do setor. Esta rivalidade pode ser especialmente destrutiva à rentabilidade caso a dimensão seja na competição por preço, uma vez que neste caso, os lucros são diretamente transferidos aos consumidores. A competição por preço é mais fácil de ocorrer nos seguintes casos:

- Produtos ou serviços de competidores são quase idênticos e há baixos custos de mudança para os compradores;
- Custos fixos são elevados e os custos marginais são baixos;
- A capacidade deve ser elevada em grandes incrementos para ser eficiente;
- O produto é perecível.

A competição também pode ocorrer em outras dimensões, como por exemplo, em serviços de suporte, marca, conteúdo, entre outras. Nestes casos, como estas dimensões normalmente

adicionam valor ao consumidor, há menor possibilidade de haver redução da rentabilidade.

2.1.3.6 Estrutura para Análise de uma Indústria

Em seu estudo, Porter (2008) também propõe uma série de questões para a realização de uma análise da indústria considerada. Através de respostas sobre as cinco forças competitivas na indústria e da forma como elas estão estruturadas, é possível posicionar estratégicamente uma companhia aonde as forças são mais fracas, explorar as mudanças nas forças e remodelá-las ao próprio favor. As perguntas seguem a seguinte estrutura:

A. Defina a indústria relevante:

- a. Quais são os produtos? Quais produtos fazem parte de outra indústria distinta?
- b. Qual o escopo geográfico da competição?

B. Identifique os participantes e segmente-os em grupos, caso apropriado:

- a. Quem são os compradores ou grupo de compradores?
- b. Quem são os fornecedores ou grupo de fornecedores?
- c. Quem são os competidores?
- d. Quem são os substitutos?
- e. Quem são os potenciais entrantes?

C. Entenda as principais motivações de cada uma das forças competitivas para determinar quais são as fortes, quais são as fracas, e o motivo.

D. Determine a estrutura da indústria e teste a análise para verificar a consistência:

- a. Por que o nível de rentabilidade é este?
- b. Quais são as forças que controlam a rentabilidade?
- c. A análise da indústria é consistente com rentabilidade em longo prazo?
- d. Os *players* mais rentáveis estão bem posicionados em relação às cinco forças?

E. Analise as mudanças mais prováveis de ocorrerem em cada força, tanto positivas quanto negativas.

F. Identifique os aspectos na estrutura da indústria que podem ser influenciados pelos competidores, por novos entrantes e pela sua companhia.

2.1.4 As Três Estratégias Genéricas de Porter

Conforme Porter (1998) uma estratégia competitiva tem como objetivo estabelecer uma posição competitiva favorável, ou seja, que seja lucrativa e sustentável, contra as forças fundamentais na determinação da competição na indústria. O autor propõe três estratégias genéricas que podem criar uma posição defensável a longo termo para ultrapassar os competidores: liderança em custos, liderança em diferenciação e enfoque em algum nicho, utilizando uma das duas estratégias citadas.

A empresa deve buscar apenas uma das três estratégias genéricas, pois ao decidir utilizar mais de uma delas, há grande possibilidade do sucesso ocorrer em condições peculiares e há o risco de se tornar uma companhia presa no “meio termo”. Isso significa que a companhia não possui o *market share*, os recursos e o controle do mercado para ser líder em custo, mas também não possui diferenciação ou margens mais elevadas, resultando em lucros baixos e possibilidade futura de falência.

O diagrama abaixo representa as possíveis regiões de alocação em relação às três estratégias genéricas de Porter:

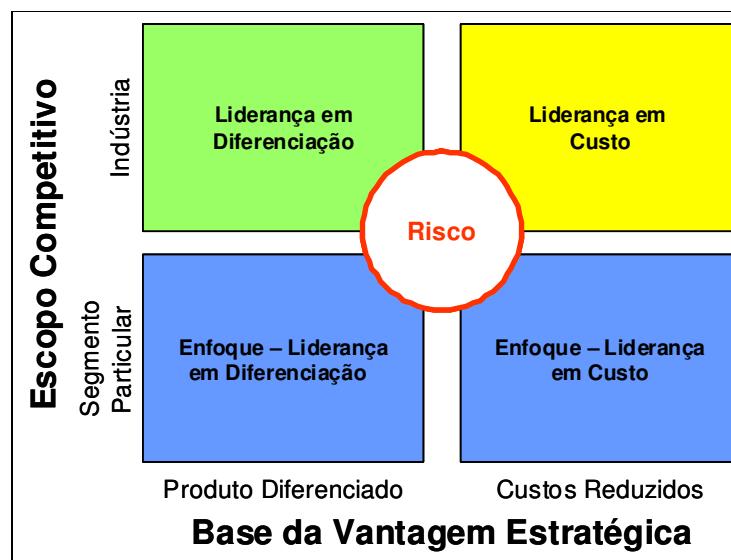


Ilustração 8 – As Três Estratégias Genéricas

Fonte: *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors* – Porter (1998)

2.1.4.1 Liderança em Custos

A liderança em custos implica ter o menor custo por unidade de produto em relação aos competidores da indústria, tanto em indústrias que são altamente competitivas, resultando em lucros que podem ser baixos, mas serão maiores que o de competidores, ou em indústrias que possuem poucos rivais, em que as empresas possuem poder de precificação e altas margens.

A estratégia de liderança em custos é eficiente pelos seguintes motivos: ela protege a empresa contra o poder de barganha de compradores, pois os compradores só conseguirão derrubar o preço até o nível do segundo vendedor mais barato; ela protege a empresa contra o poder de barganha de fornecedores, uma vez que dá flexibilidade para absorção de um aumento de preços dos fornecedores, ao passo que nem sempre os competidores conseguem absorvê-lo; e os fatores que permitem a liderança em custos muitas vezes servem de barreira de entrada, especialmente como economias de escala.

Para que se consiga seguir a estratégia de liderança em custos, normalmente são necessários os seguintes recursos e habilidades:

- Investimentos iniciais elevados em novas tecnologias;
- Investimentos contínuos para manter as vantagens de custo através de economias de escala e *market share*;
- Inovação do processo, desenvolvendo maneiras mais baratas de produção;
- Monitoramento intensivo do trabalho, normalmente através de remuneração variável dependente do desempenho;
- Controle das despesas gerais.

Os riscos da estratégia de liderança em custos são:

- Quando há inovações, as invenções passadas e seu aprendizado se tornam obsoletos, e por isso é necessário que os líderes em custo continuamente invistam capital para manter a liderança;
- A atenção continuamente voltada ao custo pode cegar algumas empresas em relação às mudanças nos requisitos dos produtos;
- A liderança em custos reduz os diferenciais dos produtos, resultando em maior dificuldade em competir por lealdade à marca.

2.1.4.2 Liderança em Diferenciação

Conforme Porter (1998), a diferenciação ocorre quando um produto oferecido é percebido pelos consumidores como único. Dessa forma, pode-se considerar que a diferenciação resulta na criação de um mercado ou segmento de mercado próprio. Esta diferenciação pode ocorrer em diversos tipos de segmentos, como design diferente, marca, número de atributos, nova tecnologia, entre outros, sendo que a diferenciação pode ocorrer em mais de um segmento.

A estratégia de liderança em diferenciação é defensável para obtenção de lucros mais elevados devido aos seguintes motivos: ela isola a empresa de rivalidade competitiva através da criação de lealdade a marca, reduzindo a elasticidade do preço por demanda; a unicidade aumenta as barreiras de entrada e reduz o número de produtos substitutos, elevando as margens; com margens elevadas, a companhia pode lidar com os fornecedores maiores; também reduz o poder dos compradores, uma vez que reduz o número de alternativas.

Para se obter o sucesso com a estratégia de liderança em diferenciação são necessários os seguintes recursos e habilidades:

- Exclusividade;
- Habilidades com marketing;
- Inovação no produto, juntamente com pesquisa e desenvolvimento;
- Serviços ao consumidor;
- Menor ênfase em uma estrutura de pagamento variável.

Já os riscos envolvidos com a liderança em diferenciação são:

- As diferenças entre as empresas de baixo custo e as empresas com diferenciação pode se tornar muito alto para manter a lealdade dos consumidores;
- A necessidade dos compradores por diferenciação tende a ser reduzida;
- Imitações reduzem a percepção de diferenciação.

2.1.4.3 Enfoque

A estratégia competitiva de enfoque reduz o escopo do mercado à apenas um grupo particular de compradores, um segmento específico do produto ou uma área geográfica específica. Assim, pode-se utilizar a estratégia de liderança em custo ou diferenciação para alcançar estes objetivos dentro apenas do nicho estratégico considerado, sendo que, caso não haja foco em nenhuma de ambas as estratégias, há o risco de ficar preso na região “meio termo”.

2.2 Finanças Corporativas

Os conceitos estudados na revisão bibliográfica do trabalho objetivam possibilitar a realização da análise de fluxo de caixa descontado (*Discounted Cash Flow – DCF*) para verificar a viabilidade da criação do Sebolino.

Conforme Rosenbaum e Pearl (2009), a análise DCF é uma metodologia de avaliação do valor de uma empresa largamente utilizada por bancos de investimento, professores universitários, investidores, e muitos outros profissionais em finanças. Esta análise parte da premissa de que o valor de uma empresa resulta da soma dos valores presentes de seus fluxos de caixa livre (FCL) projetados. A projeção dos FCLs é derivada de diversas estimativas e projeções do desempenho financeiro esperado da empresa, incluindo índices, como a taxa de crescimento de vendas, as margens de lucro, entre outros. A análise DCF pode ser aplicada em diversas situações, como em fusões e aquisições de empresas, ofertas públicas de ações, reestruturações de empresas, e também na tomada de decisões de investimento, especificamente o caso deste Trabalho de Formatura.

Ainda de acordo com os autores, para a análise DCF, os FCLs são projetados usualmente pelo período de cinco anos. Para que possa ser realizada a projeção dos fluxo, é necessário inicialmente entender os demonstrativos contábeis mais comumente utilizados, pois será necessário projetá-los pelo mesmo período. Este período pode variar dependendo do tipo de empresa a ser considerado, estágio de desenvolvimento da empresa e também da possibilidade de prever seu desempenho financeiro. Após o período de projeção explícito da empresa, devido às dificuldades inerentes em continuar esse tipo de projeção por um período mais extenso, é calculada a perpetuidade, número que representa o valor remanescente da empresa após o período projetado.

Os FCLs e a perpetuidade são então descontados para o presente utilizando o Custo Médio Ponderado de Capital (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*), que é a taxa de desconto

que considera os riscos do negócio e os riscos financeiros. Os valores presentes encontrados são somados, resultando no valor da empresa, que é a base da análise DCF. As estimativas utilizadas no WACC e na perpetuidade normalmente impactam o valor da empresa de forma bastante significativa, e por isso, o resultado da análise DCF é normalmente visualizado como sendo um intervalo de valores, baseados em um intervalo de valores para as estimativas. O impacto das suposições de valores projetados é chamado de Análise de Sensibilidade, que serve para concluir a análise DCF, ao verificar quais são os indicadores que podem ter maior impacto no valor da empresa, e possivelmente viabilizar ou inviabilizar o projeto.

2.2.1 Conceitos de Contabilidade

Segundo Marion (2006), a Contabilidade é um instrumento utilizado para auxiliar as pessoas na tomada de decisões, tanto dentro quanto fora da empresa. Isso ocorre através do registro de todas as movimentações que podem ser mensuradas monetariamente, que são organizadas em relatórios, também denominados demonstrações financeiras. Ainda segundo o autor, é a partir da análise das demonstrações que se torna possível analisar os resultados obtidos pela empresa e tomar decisões futuras.

As demonstrações financeiras serão utilizadas como base para a realização das análises financeiras de viabilidade do Sebolino. Dentre as demonstrações existentes, serão utilizadas algumas das principais: o Balanço Patrimonial; a Demonstração do Resultado do Exercício; e a Demonstração de Fluxos de Caixa. Das demonstrações citadas, apenas as duas primeiras são obrigatórias por Lei, sendo a Demonstração de Fluxos de Caixa facultativa para apresentação, apesar de sua importância.

2.2.1.1 O Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial (BP) é o relatório da contabilidade mais importante, permitindo uma rápida visualização da situação econômica e financeira da empresa na data de seu lançamento, afirma Marion (2006). Segundo Gitman (2004), esta demonstração iguala os ativos que ela possui ao seu financiamento, o qual pode ser feito com o capital de terceiros, que são as dívidas, e com o capital próprio, que é o fornecido pelos proprietários. Dessa forma, a demonstração é dividida em duas colunas, sendo o lado esquerdo denominado Ativo e o lado direito Passivo, composto por Passivo e Patrimônio Líquido.

O Ativo corresponde aos bens e direitos de propriedade da empresa. Conforme Marion

(2006), estes são os itens positivos do patrimônio, trazendo benefícios e ganhos para a empresa. Já o Passivo corresponde às obrigações, ou seja, as dívidas que serão exigidas da empresa. Por fim, o Patrimônio Líquido, que também fica ao lado direito do BP, juntamente com o Passivo, representa o total das aplicações dos proprietários na empresa. A quantidade inicial investida pelos proprietários é denominada capital social.

Ativo	Passivo
Circulante	Circulante
Caixa e Bancos	Fornecedores
Contas a Receber	Empréstimos e Financiamentos
Estoques	Obrigações Sociais e Tributárias
Não Circulante	Não Circulante
Realizável a Longo Prazo	Outras Obrigações
Permanente	Empréstimos e Financiamentos
Investimentos	Obrigações Tributárias
Imobilizado	
Intangível	
Patrimônio Líquido	
Capital Social	
Lucros Acumulados	

Ilustração 9 – Modelo de Balanço Patrimonial

Fonte: Elaborado pelo Autor

2.2.1.2 A Demonstração do Resultado do Exercício

Segundo Gitman (2004), a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) fornece uma síntese financeira dos resultados operacionais de uma empresa durante certo período, que normalmente corresponde a um ano, com encerramento no dia 31 de dezembro. Segundo Marion (2006), o documento é apresentado de forma dedutiva, ou seja, das receitas listadas são subtraídas as despesas, e em seguida, apresentam-se os resultados.

A DRE pode ser estruturada da seguinte forma: inicia-se a demonstração com o faturamento bruto da empresa, do qual são deduzidos impostos diretos e descontos, resultando no faturamento líquido da empresa, que é o valor que a empresa efetivamente recebeu. Deste faturamento, são subtraídos os custos dos produtos vendidos, resultando no lucro bruto da empresa. Este valor representa o remanescente para cobrir custos de operação, financeiros e fiscais. Do lucro bruto são deduzidas então as despesas operacionais, que incluem despesas de venda, administrativas e de depreciação, resultando no lucro operacional ou lucro antes dos juros e impostos (*Earnings Before Interests and Taxes* – EBIT). Em seguida, as despesas financeiras são subtraídas do valor, resultando no lucro líquido antes do imposto de renda, do

qual é subtraído o imposto de renda, resultando no lucro líquido depois do imposto de renda. Caso haja dividendos, estes são deduzidos também resultando no lucro líquido da empresa no período considerado. No final do demonstrativo, também pode ser apresentado o índice Lucro por Ação (LPA) que corresponde ao valor do lucro líquido pelo número total de ações da empresa.

Demonstração do Resultado do Exercício	
Receita Bruta	(-) Deduções de Vendas
	(-) Imposto sobre Vendas
Receita Líquida	(-) Custo dos Produtos Vendidos
Lucro Bruto	(-) Despesas Operacionais
	Despesas de Venda
	Despesas Administrativas
	Depreciação
Lucro Operacional	(-) Despesas Financeiras
Lucro Líquido Antes do Imposto de Renda	(-) Imposto de Renda
Lucro Líquido Depois do Imposto de Renda	(-) Dividendos Preferenciais
Lucro Líquido aos Acionistas Ordinários	
Lucro por Ação (LPA)	

Ilustração 10 – Modelo de Demonstração do Resultado do Exercício

Fonte: Elaborado pelo Autor

2.2.1.3 A Demonstração de Fluxos de Caixa

Conforme GITMAN (2004), a Demonstração de Fluxos de Caixa resume os movimentos de entrada e saída de caixa durante o período considerado, que é normalmente de um ano, oferecendo uma visão dos fluxos de caixa operacionais, de investimento e de financiamento da empresa. Assim, há a conciliação destes fluxos com as variações que ocorrem nos saldos de caixa e nas aplicações em títulos negociados dentro do período. Os três tipos de caixa podem ser descritos da seguinte forma:

- Caixa proveniente de atividades operacionais: são considerados os efeitos de caixa e transações que resultam no cálculo do lucro líquido da empresa;
- Caixa proveniente de atividades de investimento: são consideradas as atividades não-operacionais, ou atividades que estão fora do escopo das atividades normais do

negócio. Assim são consideradas as variações dos itens que estão no Ativo do BP, como por exemplo, compra e venda de equipamentos e investimentos, ou depreciação e amortização;

- Caixa proveniente de atividades de financiamento: considera atividades localizadas no Passivo ou Patrimônio Líquido do BP, como por exemplo, o pagamento de dividendos ou pagamento de dívidas.

2.2.2 O Fluxo de Caixa Livre para a Empresa

Para Gitman (2004), o fluxo de caixa livre (FCL) da empresa representa o volume de fluxo de caixa disponível para os investidores, que são tanto os fornecedores de capital de terceiros, quanto os proprietários que investem capital próprio, após considerar todas as necessidades operacionais e o pagamento de investimentos em ativos permanentes e ativos circulantes líquidos pela empresa. Segundo Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), a seqüência de todos os FCLs futuros é que determina o valor da empresa.

A definição por estes autores é que o valor do FCL resulta da operação do EBIT da empresa deduzido dos impostos, e somado a depreciação e amortização (D&A), que são encargos que não afetam o caixa da empresa, deduzidos os investimentos em capital de giro operacional e os investimentos em equipamentos, instalações e outros ativos (*Capital Expenditures – CAPEX*). A equação que resume o FCL é a seguinte:

$$FCL = EBIT * (1 - t) + D \& A - \Delta CG - CAPEX \quad (1)$$

(1) Fluxo de Caixa Livre da Empresa

Na qual:

FCL = fluxo de caixa livre

EBIT = lucro operacional

t = alíquota de impostos

D & A = depreciação e amortização

ΔCG = variação de capital de giro

CAPEX = investimentos em imobilizado e outros ativos

2.2.3 A Perpetuidade

Conforme Giudici (2002), como não há possibilidade de projetar os FCLs de uma empresa até o infinito, realizam-se algumas projeções explícitas durante um período de tempo, e em seguida assume-se uma taxa de crescimento constante para que se encontre o valor da perpetuidade ou valor terminal da empresa, que é o valor da empresa após o período explícito. Rosenbaum e Pearl (2009) afirmam que a perpetuidade muitas vezes corresponde a uma grande parte do valor de uma companhia em um DCF, podendo ser muitas vezes superior a três-quartos, e por isso deve ser utilizada uma taxa de desempenho financeiro robusta e constante.

Ainda segundo os autores, a perpetuidade é chamada desta forma devido ao fato que se assume uma taxa de crescimento perpétuo à empresa, que normalmente é escolhida com base na expectativa de crescimento de longo prazo da indústria considerada. A equação que resulta no valor da perpetuidade é:

$$P = \frac{FCL_n * (1 + g)}{(WACC - g)} \quad (2)$$

(2) Equação da Perpetuidade

Na qual:

P = valor da perpetuidade

FCL_n = fluxo de caixa livre do último período projetado n

g = taxa de crescimento da perpetuidade

$WACC$ = custo médio ponderado do capital (explicado na seção seguinte)

2.2.4 O Custo de Capital

Segundo Gitman (2004), o capital de uma empresa é limitado, havendo um custo envolvido nos projetos em que se decidem realizar investimentos. O custo de capital pode ser considerado a taxa de retorno que uma determinada companhia precisa conseguir em seus projetos e investimentos, de forma a manter o valor de mercado de suas ações. Também pode ser descrita como a taxa de retorno exigida pelos fornecedores de capital no mercado, a fim de permitir que a empresa consiga fazer captações de recursos.

Ainda segundo o autor, para uma empresa é possível utilizar o capital próprio, proveniente de seus sócios, o capital de terceiros, ou uma mistura de ambos para financiar suas atividades de

investimento. Essa composição do capital é definida como a estrutura de capital da empresa.

2.2.4.1 O Custo de Capital Próprio

Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2002), quando uma empresa possui capital em excesso ela pode distribuí-los em forma de dividendos aos seus acionistas, ou reinvestir esses recursos em novos projetos, gerando dividendos futuros a estes. Caso os acionistas tivessem a possibilidade de investir estes dividendos em outro ativo financeiro semelhante, realizariam o investimento caso o retorno deste ativo fosse superior ao da empresa inicial. Logo, pode-se assumir que a taxa de retorno de um projeto deve ser igual ao retorno esperado de um ativo financeiro que apresenta um risco comparável. Este retorno esperado é denominado custo de capital próprio.

Gitman (2004) exemplifica que o custo de capital próprio é o retorno exigido pelos investidores nas ações de uma empresa, sendo a taxa à qual os investidores descontam os dividendos esperados de uma empresa para avaliar suas ações. Ainda segundo o autor, a técnica mais utilizada para medir o custo do capital próprio baseia-se no modelo de formação de preços de ativos (*Capital Asset Pricing Model – CAPM*), que será utilizado neste Trabalho de Formatura.

CAPM

Gitman (2004) afirma que a teoria que associa o risco e o retorno de todos os ativos é o CAPM, ligando o risco não-diversificável, que é atribuível a fatores de mercado que afetam todas as empresas de um mercado e que não pode ser eliminado por diversificação, com o retorno para todos os ativos.

Segundo o autor, o modelo foi desenvolvido com o objetivo de explicar o comportamento de preços de títulos e fornecer um mecanismo que permitiria aos investidores avaliar o impacto do investimento em um título sobre o risco geral e o retorno de suas carteiras de investimento. A hipótese que fundamenta o modelo é a de que o mercado é eficiente e possui diversos investidores pequenos com informações e expectativas semelhantes; não há nenhuma restrição a investimento, imposto ou custo de transação; e os investidores possuem aversão a risco, sempre preferindo os menores riscos e os maiores retornos.

Fica claro que não há mercado perfeito, mas apesar destas limitações, o CAPM fornece uma estrutura bastante útil para avaliar a relação entre risco e retorno, auxiliando os

administradores financeiros a tomarem suas decisões.

A equação do CAPM é a seguinte:

$$k_j = R_f + [\beta_j * (k_m - R_f)] \quad (3)$$

(3) Equação do CAPM

Na qual:

k_j = retorno exigido do ativo j (custo de capital próprio)

R_f = taxa de retorno livre de risco

β_j = coeficiente beta, ou indicador de risco não diversificável do ativo j

k_m = retorno do mercado ou da carteira de mercado de ativos

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2000), as empresas de países emergentes apresentam maiores riscos associados do que as empresas de países desenvolvidos, o que deve ser considerado em suas avaliações. Dessa forma, a equação do CAPM para o caso de países emergentes, como o Brasil, fica:

$$k_j = R_f + [\beta_j * (k_m - R_f)] + R_p \quad (4)$$

(4) Equação do CAPM para Mercados Emergentes

Na qual:

R_p = Risco país

Gitman (2004) define o coeficiente *beta* como um indicador do grau de variabilidade do retorno de um ativo em resposta a uma variação do retorno do mercado, obtido através dos retornos históricos deste ativo. A equação que descreve a especificação do *beta* é:

$$\beta_j = \frac{Cov(k_j, k_m)}{Var(k_m)} \quad (5)$$

(5) Cálculo do Beta

Na qual:

β_j = beta alavancado do ativo j

$Cov(k_j, k_m)$ = covariância do retorno do ativo j (k_j) com o da carteira de mercado (k_m)

$Var(k_m)$ = variância do retorno da carteira de mercado

O *beta* obtido na eq.(5) é o *beta* alavancado de uma empresa, ou seja, considera a estrutura de capital da mesma. Para a equação do CAPM deve-se considerar o *beta* desalavancado de uma empresa, que pode ser obtido através da seguinte equação:

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{\{1 + [(1-t) * (D/E)]\}} \quad (6)$$

(6) Cálculo do *Beta* Desalavancado

Na qual:

β_u = *beta* desalavancado

β_l = *beta* alavancado

t = alíquota de impostos

D = dívida financeira da empresa menos caixa e equivalentes de caixa (dívida líquida)

E = valor de mercado da empresa ou capital social

2.2.4.2 O Custo de Capital de Terceiros

Gitman (2004) afirma que o custo de capital de terceiros é o custo na data de hoje para levantar recursos através de empréstimos. Conforme Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), deve-se inicialmente determinar a taxa de retorno esperada pelos detentores da dívida, antes do imposto de renda, denominada k_d .

Segundo Gitman (2004) há três maneiras de obter este valor: através de cotação, cálculo ou aproximação. O uso de cotação é baseado no custo do cupom de obrigações que a empresa poderia tomar. O cálculo do custo consiste em encontrar o custo de capital de terceiros utilizando a taxa interna de retorno dos fluxos de caixa de uma obrigação. Por fim, também é possível utilizar algumas equações de aproximação de custo para aproximar o k_d .

O autor ainda afirma que o custo específico do financiamento deve ser medido depois do imposto de renda, devido ao fato de que os juros do capital de terceiros são dedutíveis para fins de apuração de imposto de renda, reduzindo o lucro tributável da empresa. A eq. (7) mostra o cálculo do custo de capital de terceiros para a empresa:

$$k_i = k_d * (1 - t) \quad (7)$$

(7) Cálculo do Custo de Capital de Terceiros

Na qual:

k_i = custo de capital de terceiros

k_d = custo de capital de terceiros antes do imposto de renda

t = alíquota de impostos

2.2.4.3 O Custo Médio Ponderado do Capital

Conforme Copeland, Koller e Murrin (2002), o custo de oportunidade para um investidor é igual à taxa de retorno esperada em um ativo de risco equivalente. Assim, o custo médio ponderado do capital (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*) pode ser definido como a taxa que corresponde ao custo de oportunidade para todos os provedores de capital de uma empresa ponderados através da contribuição relativa ao valor da empresa. As premissas para utilização do WACC são as seguintes:

- O WACC deve considerar a média ponderada dos custos de todas as fontes de recurso, já que o FCL representa o caixa livre para todos os diferentes fornecedores de capital para a empresa;
- O cálculo deve ocorrer após os impostos, já que o FCL também é incorrido dos impostos;
- No caso dos FCLs serem projetados em termos nominais, o WACC deve utilizar também taxas nominais de retorno;
- Para o caso do custo de capital de terceiros, deve-se ponderá-los para os diferentes tipos de financiamento;
- Para o caso do custo de capital próprio, o risco não-diversificável também deve ser ajustado para cada tipo de investidor;
- O WACC pode estar sujeito a mudanças durante o período de projeção do fluxo de caixa, uma vez que podem haver mudanças macroeconômicas ou dentro da estrutura de capital da empresa.

Rosenbaum e Pearl (2009) definem a equação para o cálculo do WACC da seguinte forma:

$$WACC = \frac{E}{D+E} * k_j + \frac{D}{D+E} * k_i \quad (8)$$

(8) Cálculo do WACC

Na qual:

$WACC$ = custo médio ponderado do capital

E = valor de mercado da empresa ou do capital social

D = valor da dívida líquida da empresa

k_j = custo de capital próprio da empresa

k_i = custo de capital de terceiros

2.2.5 O Fluxo de Caixa Descontado

Conforme Damodaran (2002) a avaliação por fluxo de caixa descontado (DCF) calcula o valor de qualquer ativo através do valor presente de todos os seus FCLs futuros esperados, reunindo três variáveis: a geração de fluxos de caixas de uma empresa; o período em que os fluxos de caixa ocorrem; e o nível de incerteza associados a estes fluxos. O valor da empresa através do DCF pode ser resumido na seguinte equação:

$$VE = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FCL_i}{(1 + WACC)^i} \quad (9)$$

(9) Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa

Na qual:

VE = valor da empresa

FCL_i = fluxo de caixa livre da empresa no período i

$WACC$ = custo médio ponderado do capital

No entanto, conforme já mencionado no Capítulo 2 é impossível projetar todos os fluxos de caixa para uma empresa e por isso calcula-se a perpetuidade a partir do último ano de projeção explícita do FCL. Desta forma, o valor da empresa exemplifica-se então pela seguinte equação:

$$VE = \sum_{i=1}^n \frac{FCL_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{P}{(1 + WACC)^n} \quad (10)$$

(10) Fluxo de Caixa Descontado Considerando a Perpetuidade

Na qual:

n = último período de projeção explícita dos fluxos de caixa livre

P = valor da perpetuidade

3 Análise Setorial

3.1 O Setor de Comércio Eletrônico no Brasil

Desde o final da década de 90, o setor de comércio eletrônico no Brasil tem se desenvolvido de forma muito rápida, o que pode ser explicado por três grandes grupos de fatores: o número de pessoas com acesso a *internet* vem crescendo de forma acelerada, e cada vez mais usuários de classes sociais mais baixas estão com acesso a este meio de comunicação; o número de usuários de *internet* que realiza compras *online* é crescente, devido à grande comodidade e maior confiabilidade dos *sites* de vendas; a conjuntura macroeconômica brasileira, com melhor distribuição da renda e com maior disponibilidade de crédito aos consumidores propicia o crescimento das vendas *online*.

3.1.1 Número de Usuários

O número de brasileiros com acesso à *internet* vem crescendo de forma contínua. De acordo com pesquisa realizada pelo instituto IBOPE Nielsen Online⁷, no final de 2009, 47 milhões de brasileiros possuíam acesso à *internet* nos ambientes de trabalho e residencial. Se forem considerados quaisquer tipos de ambientes, incluindo também os ambientes escolares, lanhouses, bibliotecas, telecentros e outros, este número chegou a 67,5 milhões de pessoas no final de 2009.

Em relação ao terceiro trimestre de 2009, este número cresceu 1,7%, e se comparado ao primeiro trimestre de 2009, 8,2%, conforme ilustra o Gráfico 1:

⁷ IBOPE. São Paulo. **67,5 milhões de pessoas têm acesso à internet no Brasil.** Disponível em:
http://www.ibope.com.br/calandraWeb/servlet/CalandraRedirect?docid=581CAAB33B5EB6CF832576F700654339&temp=6&nome=home_materia&db=cald&pub=T&proj=PortalIBOPE. Acesso em: 15 maio 2010.

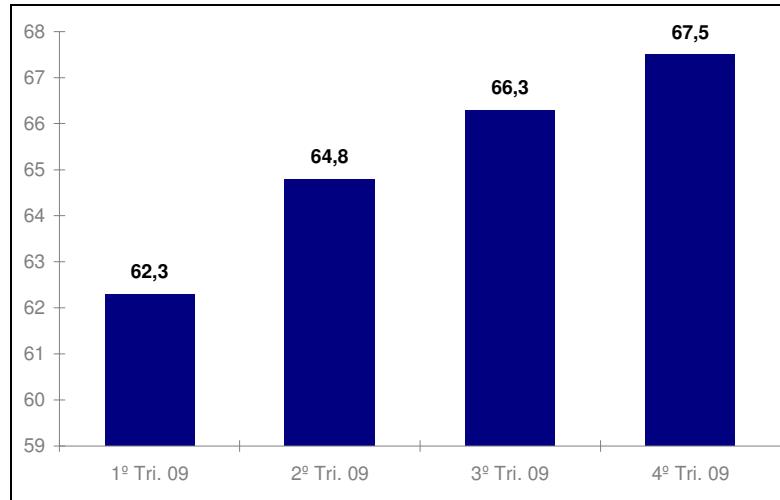


Gráfico 1 – Número de Brasileiros com Acesso à *Internet*

Fonte: IBOPE Nielsen Online

Dentro deste número de usuários com acesso a *internet*, é crescente também o número de pessoas que já fizeram ao menos uma compra virtual. De acordo com a 22ª edição do relatório WebShoppers⁸ da consultoria E-bit, ao final de 2009 já haviam 17,6 milhões de consumidores *online*, e ao final do primeiro semestre de 2010, 20 milhões. Para o final do ano de 2010, o número esperado é de 23 milhões, mostrando a curva acentuada de crescimento de compradores que utilizam o meio. O Gráfico 2 ilustra este fenômeno:

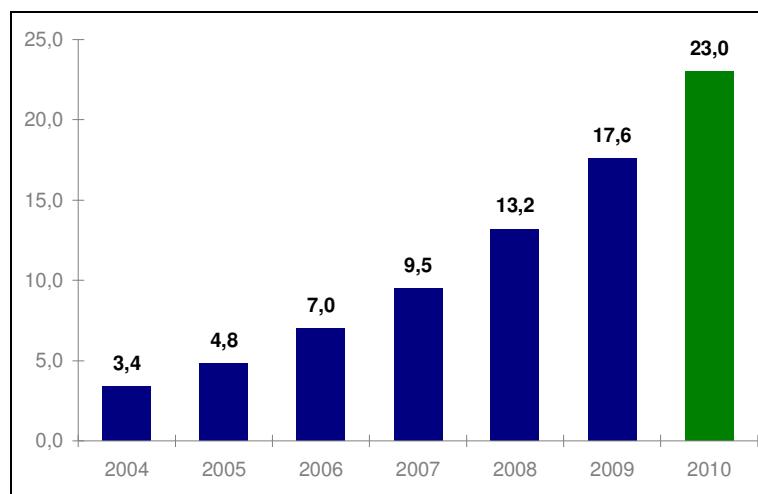


Gráfico 2 – Evolução do Número de Consumidores Virtuais

Fonte: Relatório WebShoppers 22ª Edição – E-bit (2010)

⁸ WEBSHOPPERS. 22ª ed. E-Bit Empresa. 2010. 29 p. Disponível em: <<http://www.webshoppers.com.br/>>.

Acesso em 27 jul. 2010.

3.1.2 Faturamento do Mercado

Durante a última década, observa-se um crescimento acentuado nas movimentações pela *internet*. Segundo a 22ª edição do relatório WebShoppers, o primeiro semestre de 2010 apresentou faturamento total de R\$ 6,7 bilhões, um crescimento de 40% em relação ao mesmo período de 2009. A consultoria E-bit acredita que os principais motivos para esta melhoria no setor são a retomada do crédito ao consumidor e a maior confiança para realizar movimentações virtuais. Outros motivos, como a entrada de novos competidores e a fusão de grandes grupos de vendas no varejo também auxiliaram no aumento da confiança dos usuários em relação à *internet*. O crescimento acentuado das vendas *online*, principalmente do primeiro semestre de 2009 ao primeiro semestre de 2010, pode ser visto no Gráfico 3:

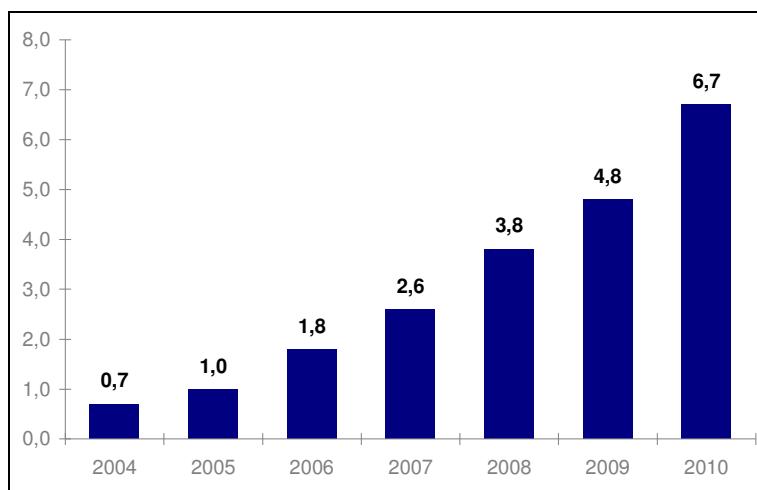


Gráfico 3 – Evolução do Faturamento dos Primeiros Semestres no Brasil

Fonte: Relatório WebShoppers 22ª Edição – E-bit (2010)

Já para o fechamento de 2010, é estimado um faturamento total de R\$ 14,3 bilhões nas vendas pelo comércio eletrônico, uma vez que a maior concentração das movimentações ocorre no segundo semestre do ano. As compras são motivadas principalmente pela maior quantidade de datas comemorativas, que movimentam de forma mais acentuada as comercializações *online*. Historicamente, conforme o mesmo relatório, a segunda metade do ano pode representar até 55% do total das vendas. O Gráfico 4 apresenta o histórico dos faturamentos anuais do *e-commerce* e a projeção de vendas para 2010:

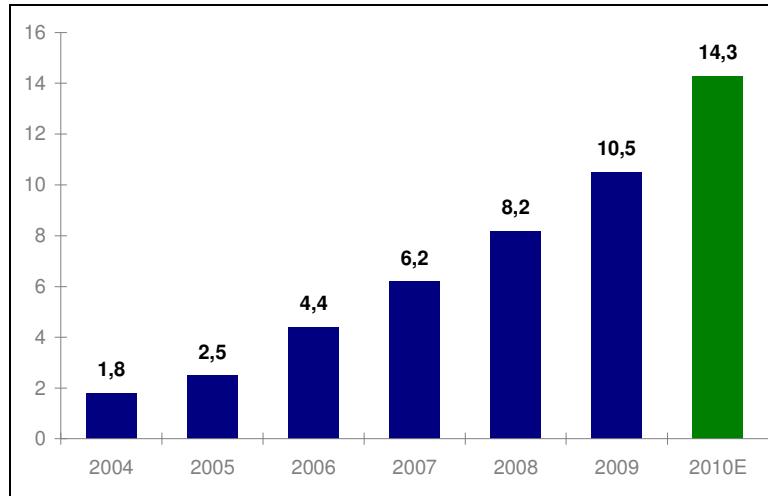


Gráfico 4 – Evolução do Faturamento de Vendas *Online* no Brasil

Fonte: Relatório WebShoppers 22ª Edição – E-bit (2010)

3.1.3 Segmentação e *Market share* por Tipo de Produto

Há cinco categorias que agrupam os produtos de maior venda através da *internet* no Brasil: Livros e Assinaturas de Revistas e Jornais; Eletrodomésticos; Saúde, Beleza e Medicamentos; Informática; e Eletrônicos. Pelos últimos cinco anos, a categoria “livros e assinaturas de revistas e jornais” tem apresentado o maior volume de vendas. Segue abaixo colocação das cinco principais categorias desde 2006:

Tabela 1 – Ranking por Segmento em Volume de Vendas

	1ºS 2010	2009	2008	2007	2006
Livros e Assinaturas de Revistas e Jornais	1º	1º	1º	1º	1º
Eletrodomésticos	2º	4º	5º	–	–
Saúde, Beleza e Medicamentos	3º	2º	2º	4º	–
Informática	4º	3º	3º	2º	2º
Eletrônicos	5º	5º	4º	3º	3º

Fonte: Relatório WebShoppers 22ª Edição – E-bit (2010)

Pode-se perceber que há grande movimentação entre todas as categorias, com exceção de Livros e Assinaturas de Revistas e Jornais, que mantém constância na primeira colocação. A movimentação se deve aos setores apresentarem *market shares* muito próximos, conforme pode ser visto no Gráfico 5. Há também fatores específicos que podem alterar as vendas de alguns setores. Um exemplo é a redução do IPI, que resultou no crescimento do *market share*

de eletrodomésticos de 2008 a 2010, pulando da quinta posição para segundo colocado.

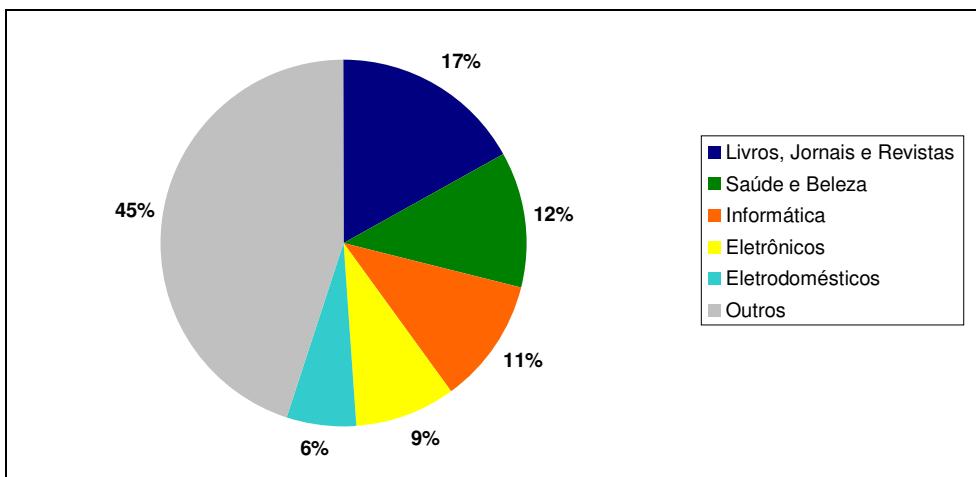


Gráfico 5 – Market share por Segmento em 2008

Fonte: Relatório WebShoppers 19ª Edição – E-bit (2008)⁹

3.1.4 Sazonalidade das Vendas

Uma característica peculiar do setor de *e-commerce* é a maioria das vendas ocorrerem em datas comemorativas. Os principais eventos que ocorrem ao longo do ano para o comércio eletrônico são o Dia das Mães, o Dia dos Namorados, o Dia dos Pais, o Dia das Crianças e o Natal, sendo o último o mais relevante. Conforme a 22ª edição do relatório WebShoppers da consultoria E-bit, no primeiro semestre de 2010, o Dia das Mães e o Dia dos Namorados juntos movimentaram R\$ 1,24 bilhão em vendas de bens de consumo, o que corresponde a 18% do faturamento total do semestre. A Tabela 2 sumariza as características das cinco principais datas comemorativas ao longo do ano de 2008:

⁹ WEBSHOPPERS. 19ª ed. E-Bit Empresa. 2008. 30 p. Disponível em: <<http://www.webshoppers.com.br/>>. Acesso em 27 jul. 2010.

Tabela 2 – Efeito das Cinco Principais Datas Comemorativas nas Vendas *Online*

Evento	Dia das Mães	Dia dos Namorados	Dia dos Pais	Dia das Crianças	Natal
Período	23/04/08 - 09/05/08	28/05/08 - 13/06/08	30/07/08 - 14/08/08	28/09/08 - 12/10/08	15/11/08 - 23/12/08
Faturamento (milhões de R\$)	381	324	338	360	1250
Ticket Médio (R\$)	328	319	324	318	346
Segmento de Destaque	Eletrodomésticos (7%)	Saúde, Beleza e Medicamentos (12%)	Eletrônicos (10%)	Brinquedos (5%)	Informática (9%)

Fonte: Relatório WebShoppers 19ª Edição – E-bit (2008)

3.1.5 Ticket Médio das Compras

O ticket médio é o valor médio gasto em compras durante o ano inteiro por um usuário. Este número corresponde a todos os valores gastos em bens de consumo na rede e também em serviços, independente do tipo de produto. O primeiro semestre de 2010 apresentou o valor de R\$ 379 por usuário, apresentando um grande aumento se comparado ao mesmo período de 2009, que foi de R\$ 323. A explicação para esse aumento se deve ao fato de que as vendas de produtos de maior valor agregado foram mais regulares em 2010, motivadas pelo aumento das vendas no segmento de eletrodomésticos. Dessa forma, a consultoria E-bit estima que o valor do ticket médio do ano de 2010 será R\$ 375, mantendo as tendências do primeiro semestre. O gráfico a seguir ilustra o histórico dos tickets médios anuais:

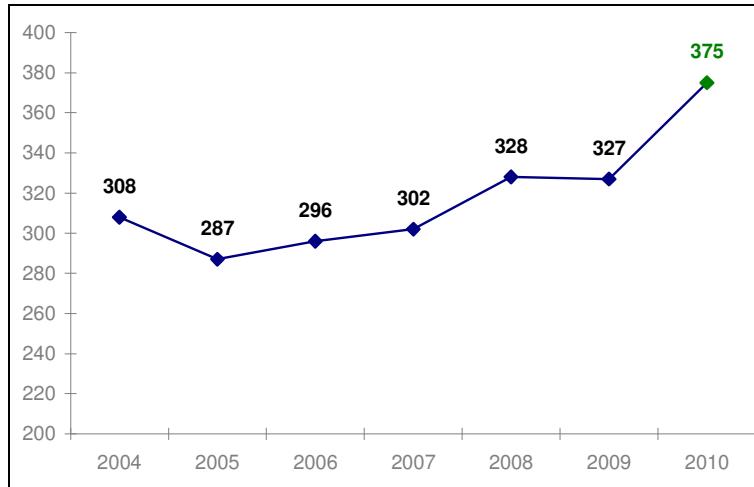


Gráfico 6 – Evolução do Ticket Médio de Vendas Online no Brasil

Fonte: Relatório WebShoppers 22^a Edição – E-bit (2010)

3.1.6 Perfil dos Consumidores

O perfil dos internautas brasileiros que realizam compras na *internet* vem sofrendo alteração em algumas de suas características. Uma das mudanças mais perceptíveis e importantes do perfil dos consumidores é a maior participação da classe C nas compras. Conforme a 18^a edição do relatório WebShoppers¹⁰ da consultoria E-bit, enquanto em 2001, pessoas com renda familiar abaixo de R\$ 1.000,00 representavam 6% do total das vendas, e pessoas com renda familiar entre R\$ 1.000,00 e R\$ 3.000,00, aproximadamente 32%, no final do primeiro semestre de 2008, esses percentuais foram elevados para 8% e 38% respectivamente. A melhor distribuição da renda e o crescimento da classe média, juntamente com o barateamento da *internet* via banda larga, são fatores-chave no aumento da participação da classe C. Segue gráfico com o percentual dos consumidores por faixa de renda familiar:

¹⁰ WEBSHOPPERS. 18^a ed. E-Bit Empresa. 2008. 29 p. Disponível em: <<http://www.webshoppers.com.br/>>. Acesso em 27 jul. 2010.

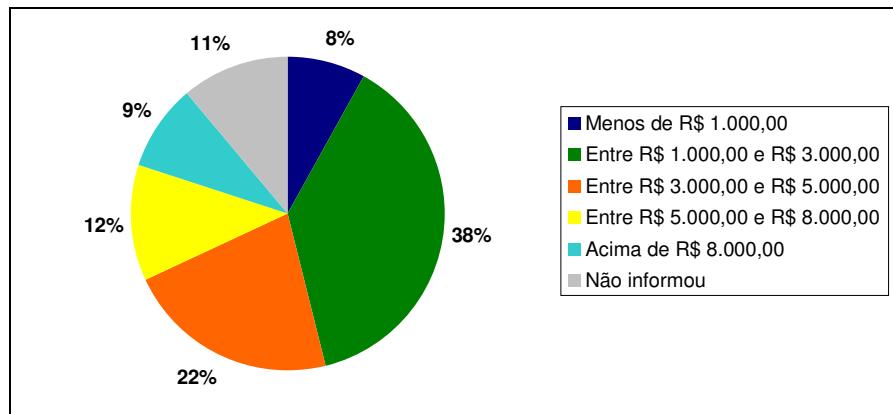


Gráfico 7 – Usuários por Renda Familiar no Primeiro Semestre de 2008

Fonte: Relatório WebShoppers 18ª Edição – E-bit (2008)

Essa mudança de perfil dos consumidores também pode ser percebida em relação ao grau de escolaridade dos compradores virtuais. Ao passo que o percentual de compradores com ensino superior completo e com pós-graduação sofreu redução de 56% em junho de 2001 para 52% em junho de 2008, o percentual de pessoas com ensino médio completo subiu de 13% em 2001 para 22% em 2008, evidenciando uma maior participação de pessoas com menor grau de instrução nas movimentações pela *internet*. O Gráfico 8 apresenta a participação dos consumidores por grau de escolaridade:

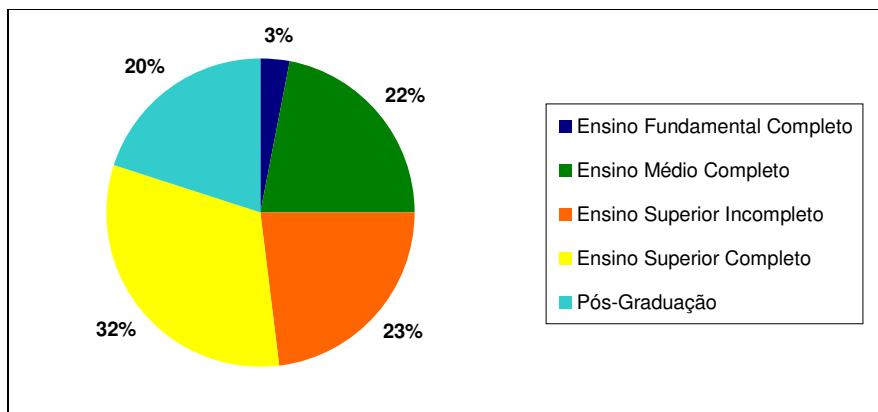


Gráfico 8 – Usuários por Escolaridade no Primeiro Semestre de 2008

Fonte: Relatório WebShoppers 18ª Edição – E-bit (2008)

A faixa etária dos usuários, ao contrário dos dados apresentados anteriormente, é uma característica que sofreu pouca alteração durante os últimos anos. A maior parte das vendas é concentrada na faixa entre 25 e 49 anos, que correspondeu a 70% no primeiro semestre de 2008, e que no mesmo período em 2005 apresentou a mesma participação. Os consumidores

abaixo de 24 anos, sofreram pequena redução na participação, de 15% para 12%, e os consumidores entre 50 e 64 anos aumentaram sua participação de 15% para 16%. O gráfico a seguir ilustra a divisão por faixa etária dos consumidores no primeiro semestre de 2008:

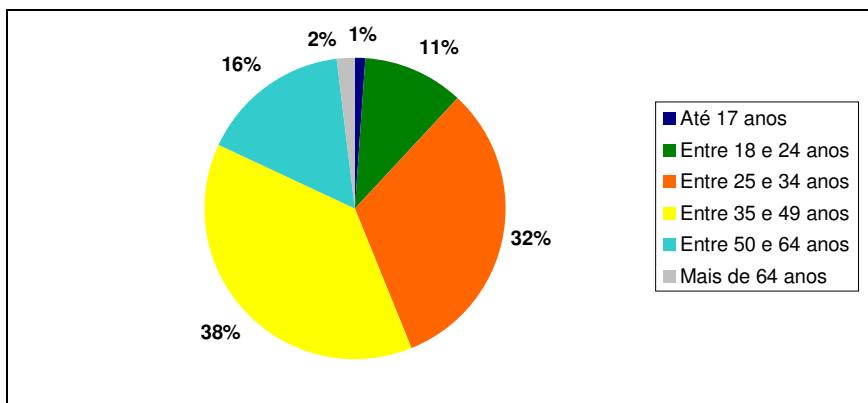


Gráfico 9 – Usuários por Faixa Etária no Primeiro Semestre de 2008

Fonte: Relatório WebShoppers 18^a Edição – E-bit (2008)

Um dado muito relevante em relação ao perfil do consumidor *online* é o aumento significativo das mulheres na última década. Conforme a 22^a edição do relatório WebShoppers, em 2000, as mulheres representavam apenas 37% dos brasileiros que realizavam compras pela *internet*. No entanto, no primeiro semestre de 2010, elas representaram 50% dos compradores da *internet*. Entretanto, apesar do aumento nas compras *online*, o valor do ticket médio anual gasto por homens e mulheres ainda apresenta divergência relevante. No primeiro semestre de 2008, apesar dos consumidores já serem 50% do sexo feminino e 50% do sexo masculino, o ticket médio das mulheres foi de R\$ 272,00, enquanto o ticket médio dos homens foi R\$ 375,00, 38% maior que o feminino. Essa discrepância ocorre devido ao fato de que as compras das mulheres ainda estão concentradas em produtos mais baratos, dos segmentos de livros, cosméticos, roupas e acessórios de cama, mesa e banho, enquanto as compras masculinas são mais focadas em produtos de maior valor agregado, nas categorias informática e eletrônicos.

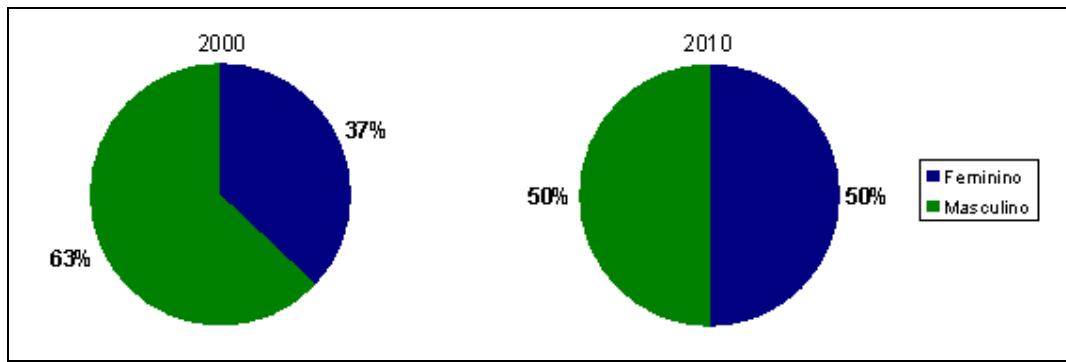


Gráfico 10 – Consumidores por Gênero em 2000 e 2010

Fonte: Relatório WebShoppers 22ª Edição – E-bit (2010)

3.2 Visão Geral dos Principais Competidores do Sebolino

A indústria de sebos e livreiros no país é bastante pulverizada, não havendo redes grandes de sebos no país ou lojas com ampla atuação nacional. Dessa forma, os poucos sebos que possuem *website* para venda *online* de seus produtos não são muito divulgados e não apresentam volume grande de vendas dos produtos. É a partir desta oportunidade que os *sites* de intermediação de vendas de livros usados ganharam sua força, unindo vendedores menores a diversos compradores, facilitando a localização de livros usados para os diversos consumidores, e ampliando a exposição dos livros de diversos vendedores.

O mercado é dominado por quatro grandes portais que concentram diversos sebos e livreiros. O maior deles é o Estante Virtual que, de acordo com notícia divulgada pela Folha de São Paulo em fevereiro de 2010¹¹, possuía entre 80% e 98% em 2009. Segue tabela com as informações principais resumidas das quatro grandes empresas do setor em 2009, e em seguida um perfil mais detalhado de cada uma delas:

¹¹ VICTOR, F. **Sites de venda de livros mudam perfil de consumidores.** Folha de São Paulo, São Paulo, 13 fev. 2010. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/ilustrada/ult90u693624.shtml>>. Acesso em 30 set. 2010.

Tabela 3 – Resumo dos Competidores do Sebolino

Empresa	Sebos e Livreiros em 2009	Acervo Online	Mensalidade?	Taxa?	Observação
Estante Virtual	1600	6 milhões de livros.	Sim, variável com tamanho do acervo.	Sim, 5% sobre o valor da venda.	Lidera o mercado, com mais de 80% de participação.
Sebos Online	380	Sem informação.	Sim, variável com tamanho do acervo.	Não.	Vende também CDs, DVDs, VHS, gibis e discos.
Gojaba	240	3 milhões de livros.	Sim, variável com tamanho do acervo.	Não.	Empresa subsidiária da AbeBooks, controlada pela Amazon. Não possui escritório físico no Brasil
Mundo Livros	71	Sem informação.	Não.	Sim, valor não disponível.	Modelo de vendas semelhante ao Sebolino.

Fonte: Elaborado pelo Autor

3.2.1 Estante Virtual

**Ilustração 11 – Home Page do Estante Virtual****Fonte:** Website da Empresa

O Estante Virtual foi fundado em 2005 e é o maior *site* de vendas *online* de livros usados do Brasil. Em outubro de 2010 o seu acervo correspondia a aproximadamente 7,1 milhões de livros disponíveis para venda *online*, além de 18,7 milhões de livros cadastrados, mas que

apenas poderiam ser comprados diretamente nos sebos. Sua base de fornecedores é superior a 1.800 sebos e livreiros em mais de 320 cidades no país. Segue abaixo gráfico exibindo o crescimento da base de livros da empresa até 2009:

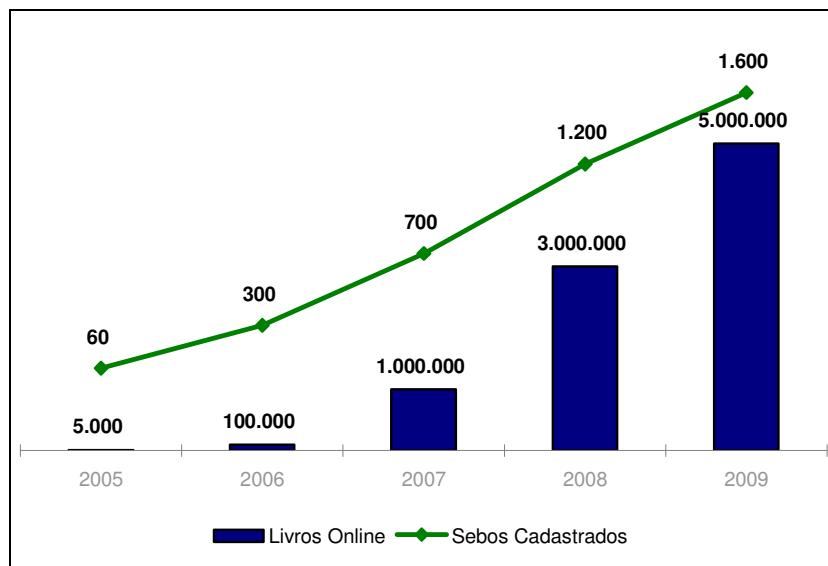


Gráfico 11 – Crescimento de Livros e Sebos Cadastrados no Estante Virtual

Fonte: Website da Empresa

O Estante Virtual foi criado pelo administrador André Garcia. A venda de livros estimada do portal foi de R\$ 28 milhões em 2009, e o administrador acredita que ele possui 98% do mercado, enquanto outros livreiros estimam algo próximo de 80%. A empresa cobra aos vendedores pelo serviço uma taxa de aproximadamente 5% sobre o valor das transações, além de uma mensalidade aos sebos e livreiros que segue a seguinte estrutura:

Tabela 4 – Estrutura de Cobrança do Estante Virtual

Nome do Plano	Capacidade de Livros	Mensalidade	Comissão Cobrada
Plano Leitor	50	Grátis	0%
Plano Grátis	200	Grátis	5%
Plano Prateleira	2000	R\$ 36	5%
Plano Estante	20000	R\$ 64	5%
Plano Golem	40000	R\$ 112	5%
Plano Super	60000	R\$ 156	5%

Fonte: Website da Empresa

Estima-se, a partir dos dados levantados, que o faturamento da empresa em 2009 tenha sido próximo de R\$ 2,5 milhões, sendo aproximadamente R\$ 1,5 milhão das vendas efetivas de livros do Estante e R\$ 1 milhão das mensalidades cobradas dos 1600 livreiros que estavam cadastrados no ano.

O modelo de funcionamento do Estante Virtual não agrupa os livros por título ou ISBN, havendo diversas entradas para um mesmo livro e falta de padronização nestas. O website coloca o comprador em contato com o vendedor para realizar a compra do livro, indica as formas de pagamentos disponíveis e estima o frete. O valor é apenas estimado, uma vez que o valor final da compra só é obtido após a decisão de realizar a compra no website. O vendedor fica responsável em entrar em contato com o comprador para acertar as formas finais de pagamento e envio, o que pode ser considerado um empecilho para os consumidores que não têm suas compras finalizadas apenas entrando no website da empresa.

3.2.2 Sebos Online

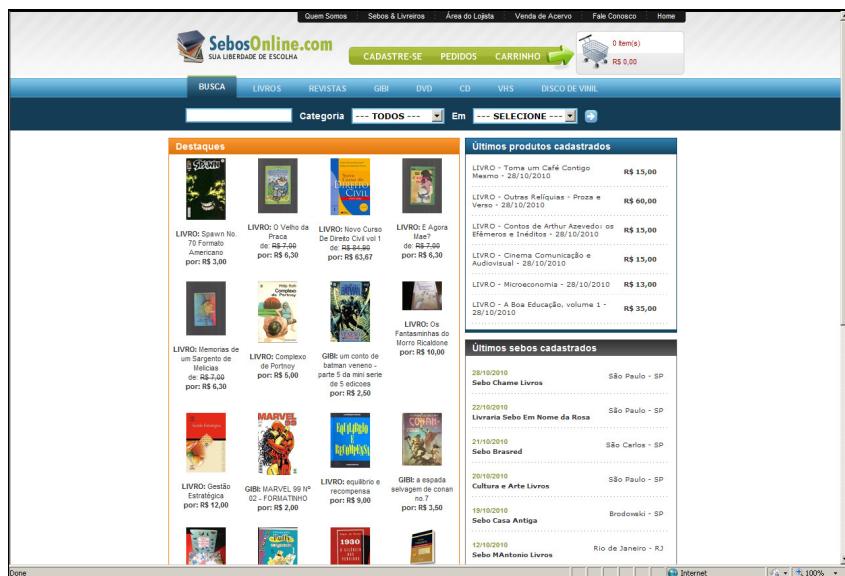


Ilustração 12 – Home Page do Sebos Online

Fonte: Website da Empresa

Conforme descrição do site, o Sebos Online¹² “[...] é um portal que conecta sebos e livreiros a leitores do Brasil e do mundo, disponibilizando um amplo e variado acervo de livros, revistas,

¹² SEBOS ONLINE. São Paulo. **Conheça o SebosOnline.com.** Disponível em: <<http://www.sebosonline.com/empresa.aspx>>. Acesso em 30 out. 2010.

gibis, CDs, DVDs, VHS e discos de vinil novos, semi-novos, usados, raros e esgotados". Assim, a empresa não vende apenas livros em sua página, mas também outros tipos de produtos.

A empresa não disponibiliza informações específicas em seu *website* sobre a estrutura exata de custos e também não divulga a quantidade de livros ou produtos em seu acervo virtual. Conforme notícia divulgada pelo jornal Folha de São Paulo, em fevereiro de 2010, estima-se que no ano de 2009, a empresa possuísse 380 livreiros cadastrados em sua página virtual.

O modelo de funcionamento difere do Estante Virtual, uma vez que não há cobrança para os sebos de nenhuma taxa sobre cada transação ou sobre o volume total de vendas realizado através do *website*. Há apenas uma mensalidade cobrada, mas sem divulgação de quebra sobre volume ou preço cobrado, apenas afirmando que este varia de R\$ 29,90 a R\$ 130,00 dependendo do tamanho do acervo e das ferramentas de marketing disponíveis para os vendedores. As compras também não ocorrem diretamente no *website*, havendo necessidade do comprador e do vendedor finalizarem as vendas entrando em contato diretamente.

3.2.3 Gojaba



Ilustração 13 – Home Page do Gojaba

Fonte: Website da Empresa

Conforme descrição fornecida pelo *website* da empresa, o Gojaba¹³ é “[...] um mercado para

¹³ GOJABA. Victoria. **Sobre Gojaba.com.** Disponível em: <<http://br.gojaba.com/pages/sd/br/about.jsf>>. Acesso

livros usados, raros e fora de circulação, que conecta amantes de livros a vendedores independentes.” O Gojaba.com foi lançado na Rússia e Suécia em fevereiro de 2008, e no Brasil o site surgiu em junho de 2009. A empresa continua se expandindo e já está em mais de 20 países no mundo. No Brasil, segundo reportagem do jornal Folha de São Paulo, divulgada em fevereiro de 2010, a empresa contava com aproximadamente 240 sebos cadastrados no final de 2009 e chegando próxima aos 3 milhões de livros *online*.

O Gojaba é uma subsidiária independente da AbeBooks, uma das maiores empresas de venda *online* livros de no mundo. A AbeBooks foi adquirida pela Amazon.com em 2008, mas continua com as operações isoladas.

Fundada em 1995 por dois casais em Victoria no Canadá, AbeBooks.com foi ao ar em 1996 com o objetivo de facilitar a localização de livros usados e raros. O inventário único de livros da companhia inclui livros antigos, edições fora de circulação, livros autografados, milhões de livros usados, uma vasta seleção de livros de faculdade e livros novos.

O Gojaba funciona de forma semelhante ao Sebos *Online* no Brasil. O website serve apenas para ligar os compradores aos vendedores de livros usados, que finalizam o processo de compra através do mesmo, mas o pagamento e o frete são pagos diretamente ao vendedor. Esta estrutura simplificada permite que a empresa realize suas atividades no país operando do exterior, sem nenhum escritório ou funcionário no país. A imagem abaixo, disponibilizada pela página do Gojaba, explica o fluxo de compra de livros:



Ilustração 14 – Fluxo de Funcionamento do Gojaba

Fonte: Website da Empresa

A estrutura de faturamento do Gojaba é bastante simplificada, não havendo nenhuma taxa

cobrada sobre transação efetuada ou sobre o valor vendido pelos sebos e livreiros. Assim, a única receita da empresa é uma mensalidade cobrada para que seus produtos estejam anunciados no *website*. Segue tabela com as tarifas mensais cobradas em diversos países:

Tabela 5 – Estrutura de Cobrança do Gojaba

País	Mensalidade	Quantidade de Livros
Austrália	US\$ 25,00	0 - 20.000
Áustria	US\$ 25,00	0 - 20.000
Bélgica	US\$ 25,00	0 - 20.000
Brasil	R\$ 15,00	0 - 200.000
Canadá	US\$ 25,00	0 - 20.000
França	US\$ 25,00	0 - 20.000
Alemanha	US\$ 25,00	0 - 20.000
Irlanda	US\$ 25,00	0 - 20.000
Itália	US\$ 25,00	0 - 20.000
Japão	US\$ 25,00	0 - 20.000
Luxemburgo	US\$ 25,00	0 - 20.000
Holanda	US\$ 25,00	0 - 20.000
New Zealand	US\$ 25,00	0 - 20.000
Polônia	PLN 20,00	0 - 200.000
Rússia	RUB 129,00	0 - 200.000
Espanha	US\$ 25,00	0 - 20.000
Suécia	SEK 99,00	0 - 200.000
Suíça	US\$ 25,00	0 - 20.000
E.U.A.	US\$ 25,00	0 - 20.000
Reino Unido	US\$ 25,00	0 - 20.000
Outros Países	US\$ 5,00	0 - 20.000

Fonte: *Website da Empresa*

Estima-se, a partir dos dados levantados, que o faturamento das atividades no Brasil da empresa no ano de 2009 tenha sido próximo a R\$ 50 mil, bastante inferior ao do Estante Virtual. No entanto, o faturamento é condizente com a atuação da empresa no país, já que não há nenhuma estrutura operacional que precise ser mantida e os investimentos iniciais com o *website* também foram quase nulos, já que o esqueleto é o mesmo dos *sites* internacionais.

3.2.4 Mundo Livros



Ilustração 15 – Home Page do Mundo Livros

Fonte: Website da Empresa

O Mundo Livros foi fundado em 2006 e é um portal *online* de vendas de livros usados e novos para todo o país, sendo cerca de 80% dos livros usados, e 20% novos. Além de contar com o acervo de diversos livreiros de todo o país, o Mundo Livro também possui um acervo próprio de produtos. Esse fato possibilita à empresa oferecer um serviço exclusivo que a diferencia dos outros competidores: ela realiza busca de livros que não estão disponíveis no *site* para os clientes e assim que localiza, compra o produto e revende ao cliente a um preço superior.

Conforme notícia publicada pela Folha de São Paulo em fevereiro de 2010, em 2009 o Mundo Livros possuía 71 vendedores cadastrados em seu portal. Não há divulgação da quantidade total de livros à venda no *website*.

O modelo de funcionamento do Mundo Livros difere das três empresas citadas anteriormente, mas é o modelo semelhante ao que se deseja adotar no Sebolino. As vendas ocorrem em apenas uma transação realizada diretamente no portal virtual, não havendo necessidade do comprador e do vendedor entrarem em contato direto. Para os vendedores, não há cobrança de mensalidade, apenas uma taxa sobre cada transação efetuada, mas o valor da taxa não é divulgado pela empresa.

4 O Sebolino

Conforme explicado na Introdução do Trabalho de Formatura, o Sebolino é um projeto de criação de uma empresa que realiza a intermediação de compras e vendas de livros usados através de seu portal *online*, não havendo nenhuma loja física. O projeto foi iniciado em fevereiro do ano de 2010 por quatro sócio-fundadores, incluindo o autor do trabalho, e progrediu ao longo do ano de 2010, mas ainda sem iniciar suas operações. Segue histórico e descrição das atividades realizadas para desenvolvimento do Sebolino:

Fevereiro de 2010

A idéia do projeto surgiu no mês de fevereiro a partir de uma experiência prévia dos integrantes do projeto, conforme explicado na introdução do trabalho no Capítulo 1. A principal oportunidade, na visão dos integrantes, era a falta de desenvolvimento do mercado de livros usados no Brasil, principalmente nos ambientes universitários. Além disso, o crescimento da *internet* e as possíveis oportunidades de melhoria em relação aos grandes competidores do mercado fizeram com que a idéia evoluísse para um projeto concreto.

O primeiro ponto de melhoria em relação aos competidores, principalmente em relação ao Estante Virtual, líder de quase todo o mercado de venda de livros usados pela *internet*, é o *layout* e aparência das páginas. Com as novas tendências da *web 2.0* como maior cuidado na tipografia, distribuição dos blocos no estilo de revistas, páginas mais simples, entre outras, uma aparência melhor serviria como diferencial em relação aos *sites* já existentes.

Um segundo ponto de melhoria, adotado pelo Mundo Livros, mas que não é utilizado em nenhum dos três maiores *websites* é a realização das compras diretamente no portal, ao invés de após finalizar o procedimento na página virtual, ser necessário também que o comprador realize o pagamento ao vendedor.

Por fim, a terceira oportunidade identificada é a dos principais portais não possuírem uma base unificada de livros, sendo cada unidade do livro uma entrada diferente, sem padronização de nomes, edições e outros dados. Os fundadores acreditam que ao unificar a base de livros através de uma entrada única, como o ISBN, e dentro desta entrada, exibir os diversos livros vendidos e suas características específicas, como estado de conservação, seja muito mais simples para os compradores realizarem suas buscas de forma eficiente e rápida.

Março de 2010

No mês de março foi definida a linguagem de programação do *website*. Após discussão entre três diferentes linguagens, Java, PHP e Ruby, optou-se pela última pela maior agilidade na velocidade da programação e do aprendizado já que a programação é orientada a objetos, com foco em produtividade e simplicidade.

Também foi realizado um estudo inicial das principais características dos concorrentes e da usabilidade de seus portais, através de simulações de compras e buscas de produtos. Estes testes serviram para confirmar as idéias iniciais que a equipe possuía sobre as empresas e os possíveis pontos de melhoria em relação a elas.

Abril de 2010

No mês de Abril, após discussão foi definido o nome do *website*, que por motivos de sigilo, está sendo chamado de Sebolino no Trabalho de Formatura. Os sócios também iniciaram o estudo sobre a linguagem de programação Ruby, linguagem nova a todos os integrantes, apesar de possuir semelhanças com outras linguagens já conhecidas.

Maio de 2010

No mês de maio, além da continuidade com os estudos sobre a linguagem Ruby, também foi realizado um breve estudo sobre contratação do domínio e do servidor na *internet*. As informações sobre os três principais servidores pesquisados podem ser vistas na tabela X:

Tabela 6 – Comparativo de Custos entre Servidores

Empresa	Domínio	Mensalidade	Total / Ano	Espaço em Disco	Domínios
IG	R\$ 8,90 / ano	R\$ 18,90 / mês	R\$ 235,70	Ilimitado	10
Locaweb	R\$ 40,00 / ano	R\$ 29,00 / mês	R\$ 388,00	Ilimitado	100
UOL Host	R\$ 14,90 / ano	R\$ 18,90 / mês	R\$ 241,70	20 GB	Ilimitados

Fonte: Fornecido pela Empresa

Após pesquisa de custos com as três opções consideradas, além de experiência prévia de uso dos sócios e pesquisa de opinião com conhecidos dos integrantes, a empresa optou pelo servidor Locaweb, que apesar de apresentar maior custo, apresenta também maior número de

vantagens. Além disso, foi visto como o confiável e preferido entre as pessoas entrevistadas. A equipe também produziu alguns documentos para registrar o modo de funcionamento desejado e auxiliar na programação. Os principais documentos preparados foram o diagrama BPMN para mapear o processo e o diagrama de classes, necessários para a programação do *website*. Os dois documentos estão localizados nos Anexos 9.1 e 9.2.

Junho de 2010

No mês de junho iniciou-se a programação do portal utilizando a linguagem Ruby. Como os quatro sócios iriam realizar a programação da página em paralelo, cada um focando em um aspecto específico do *site*, decidiu-se por utilizar um repositório. Dessa maneira, as informações ficam sempre salvas em versões diferentes e não há perigo das informações serem sobreescritas sem aviso prévio.

Também foi gerado um design preliminar de como o *website* seria, para que a programação já considerasse não somente a parte funcional do portal, mas também a parte visual. Segue abaixo versão preliminar do design do Sebolino:

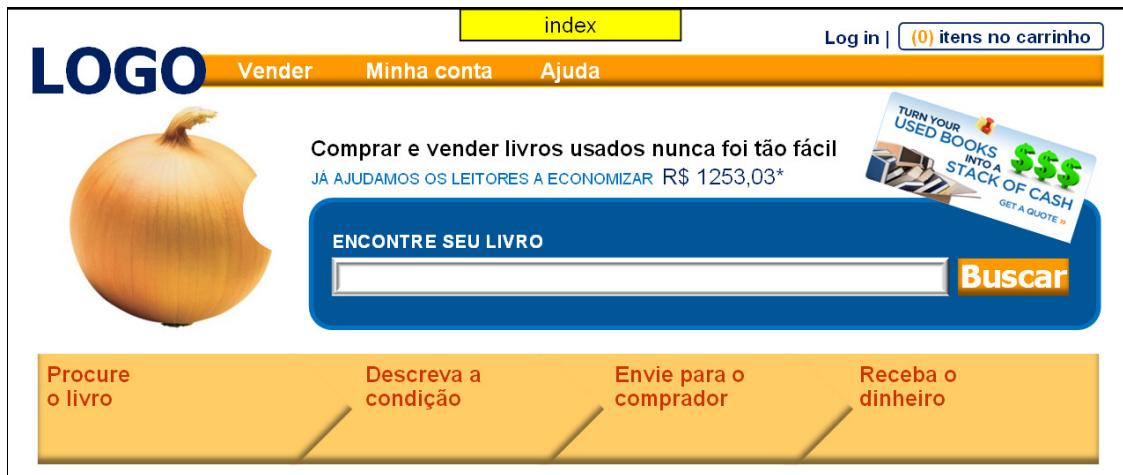


Ilustração 16 – Design Preliminar do Sebolino

Fonte: Fornecido pela Empresa

Julho / Agosto / Setembro de 2010

Os meses de julho, agosto e setembro foram meses nos quais a principal atividade foi a programação. Devido aos respectivos empregos dos sócios serem prioridade, o

desenvolvimento do projeto não andou conforme o esperado, sendo o avanço mais vagaroso. No entanto, além da programação, também foi possível iniciar a base de dados de livros e também realizar a aplicação de um questionário elaborado pelos sócios em alguns sebos para a obtenção de maiores informações quanto ao funcionamento dos sebos e o potencial interesse em se associar a um *website* para auxiliar nas vendas. O questionário aplicado encontra-se no Anexo 9.3. Segue tela preliminar de visualização da listagem de endereços dos compradores para selecionar o destino final de suas compras.

The screenshot shows a web application interface for managing addresses. At the top, there is a navigation bar with the logo 'BOBOBO' in blue, followed by links for 'Vender', 'Minha conta', 'Ajuda', and a welcome message 'Bem-vindo andreteves! Clique para log out' along with a 'Carrinho' link. Below the navigation bar, the title 'Listing addresses' is displayed in bold black text. Underneath the title is a table with the following columns: Nickname, Recipient, Zipcode, Street, Number, Complement, District, City, State, Country, and Standard. There are three rows of data:

Nickname	Recipient	Zipcode	Street	Number	Complement	District	City	State	Country	Standard
Minha Casa Andre		2339000	Rua Carecau	281		Jardim França	São Paulo	SP	Brasil	Show Edit Destroy
Casa2	t	0	t	0	t		t	t	t	Show Edit Destroy
Casa3	e	0	e	0	e		e	e	e	Show Edit Destroy

At the bottom left of the table area, there is a link 'New address' and a 'Voltar' button.

Ilustração 17 – Lista de Endereços do Comprador

Fonte: Fornecido pela Empresa

Outubro de 2010

No mês de outubro, os integrantes do projeto iniciaram o desenvolvimento de um plano de marketing para divulgação do *website*, com maior foco nos estudantes universitários. Além do plano, também foi definida a solução de pagamentos que seria utilizada no Sebolino. Segue tabela comparativa com as soluções mais famosas e utilizadas nos *sites* brasileiros:

Tabela 7 – Comparativo de Custos entre Soluções de Pagamento

	Total de Vendas Mensal	Locaweb - PagCerto	UOL - PagSeguro	Buscapé - PagDigital	Paypal
Cartão de Crédito	De R\$ 0,00 a R\$ 4.000,00	6.40%	6.40%	6.39%	3.40%
	De R\$ 4.000,01 a R\$ 20.000,00	6.10%	6.10%	6.09%	2.90%
	De R\$ 20.000,01 a R\$ 100.000,00	5.70%	5.70%	5.69%	2.70%
	Acima de R\$ 100.000,01	5.40%	5.40%	5.39%	2.40%
	Prazo de Recebimento	35 dias	14 dias	14 dias	7 dias
Boleto	De R\$ 0,00 a R\$ 4.000,00	2.90%	2.90%	2.89%	x
	De R\$ 4.000,01 a R\$ 20.000,00	2.60%	2.60%	2.59%	x
	De R\$ 20.000,01 a R\$ 100.000,00	2.20%	2.20%	2.19%	x
	Acima de R\$ 100.000,01	1.90%	1.90%	1.89%	x
	Prazo de Recebimento	15 dias	14 dias	14 dias	x
Tarifa de Recebimento		R\$ 0.20	R\$ 0.40	R\$ 0.40	R\$ 0.40

Fonte: Fornecido pela Empresa

Apesar de o Paypal apresentar um custo mais vantajoso em relação às transações de cartão de crédito, o fato de não fornecer solução para boleto bancário, ainda muito utilizada por diversos compradores brasileiros que não possuem cartão de crédito, fez com que PagDigital do Buscapé fosse selecionado. Devido ao fato de apresentar um prazo de recebimento inferior ao PagCerto, e um custo levemente vantajoso sobre o PagSeguro do UOL fez com que a equipe decidisse utilizar essa solução.

Por fim, ocorreram também alguns avanços com a programação, que podem ser vistos nas Ilustrações 18 e 19. No entanto, a programação ainda não se encontra em estado avançado e não foi possível completar um protótipo do *website* para teste.

Livros

Love	Edição: Autor: King, Stephen Editora: Ano: ISBN:	2 unidades disponíveis a partir de \$20.00	Vender
Revista Granta - Vol. 02 - Longe Daqui - Relatos Sobre os Mais Diferentes Tipos de Viagem	Edição: Autor: Varios Editora: Ano: ISBN:	0 unidades disponíveis	Vender
Backyardigans - Diga 'por Favor!'	Edição: Autor: Lukas, Catherine Editora: Ano: ISBN:	1 unidades disponíveis a partir de \$100.00	Vender

Ilustração 18 – Página com Lista de Livros

Fonte: Fornecido pela Empresa

Ilustração 19 – Página Inicial Preliminar do Sebolo

Fonte: Fornecido pela Empresa

Próximas Etapas

Para que haja o lançamento e funcionamento do Sebolo ainda restam algumas etapas a serem completadas. Assim, para os próximos meses pretende-se realizar o registro da empresa para que ela efetivamente exista, associando-a a um CNPJ e uma razão social. Também é necessário finalizar a programação inicial para que seja gerada uma versão *beta* do portal para realização de alguns testes e em seguida colocá-lo no ar acessível ao público.

Assim que a versão *beta* estiver pronta, a equipe irá entrar em contato com sebos, principalmente os maiores, para apresentar o portal e a oportunidade e tentar fechar acordos com os vendedores. Em seguida, após conseguir alguns grandes acordos, a empresa irá executar o plano de marketing, com o foco nos ambientes universitários. Espera-se que com a

maior divulgação, seja mais fácil conseguir novos acordos com sebos e livreiros, expandindo de forma orgânica a rede do *website* e atraindo também novos clientes.

Em paralelo a todo o trabalho de desenvolvimento do Sebolino, espera-se que a conclusão deste Trabalho de Formatura sirva para auxiliar a empresa em seu posicionamento estratégico, fundamental para que os sócios saibam quais são os próximos passos tanto em relação ao desenvolvimento interno da empresa, quanto em relação ao posicionamento na indústria. Também se espera que a análise econômico-financeira do projeto mostre-se viável e com um retorno adequado ao esperado pelo trabalho e dedicação dos sócios no projeto.

5 Análise Estratégica do Sebolino

5.1 Posicionamento no *Grid* Estratégico de McFarlan

A primeira análise do Sebolino é a do impacto das aplicações de tecnologia de informação em seu funcionamento. Pelo fato do funcionamento da empresa ser baseado em um *website*, assume-se que a tecnologia de informação da empresa é de extrema importância e por isso uma análise deste impacto auxilia na definição da estratégia que a empresa deve tomar.

Considerando a necessidade de confiabilidade e velocidade da TI, que corresponde ao eixo vertical do *grid* estratégico proposto por McFarlan e Nolan (2005), pode-se dizer que ela possui intensidade muito alta. Isso se deve ao fato de que o funcionamento da empresa é diretamente ligado ao funcionamento do *website*, que precisa estar em funcionamento praticamente 24 horas por dia, a não ser esporadicamente em caso de necessidade de manutenção ou alguma mudança estrutural. Uma lentidão no servidor ou a indisponibilidade de acessar o endereço virtual resulta diretamente em impactos no faturamento da empresa, uma vez que podem evitar que diversas transações ocorram no momento destes problemas, e também impacta a imagem do *website*, que pode ser comprometida principalmente caso estas ocorrências sejam freqüentes.

Em relação à necessidade novas aplicações de TI, que corresponde ao eixo horizontal do *grid* estratégico proposto, também se nota que esta é de extrema importância. Novas aplicações, que no caso de um *website* corresponderiam a novas funcionalidades e novas facilidades para os usuários, juntamente com melhorias no desempenho das páginas virtuais, são fundamentais para atrair novos clientes e ao mesmo tempo fidelizar os clientes antigos, mostrando o interesse da empresa em evoluir e melhorar para os clientes. Somente desta forma é que se reduz a distância com os maiores competidores do mercado.

Assim, como a necessidade de confiabilidade e velocidade da TI e a necessidade de novas aplicações de TI são muito altas, o Sebolino posiciona-se no quadrante superior direito do *grid* estratégico de McFarlan e Nolan, sendo o impacto estratégico das aplicações de TI classificado como “estratégico” para a empresa, que deve tomar uma postura ofensiva para crescer no mercado. O diagrama abaixo ilustra o posicionamento do Sebolino no *grid* estratégico:

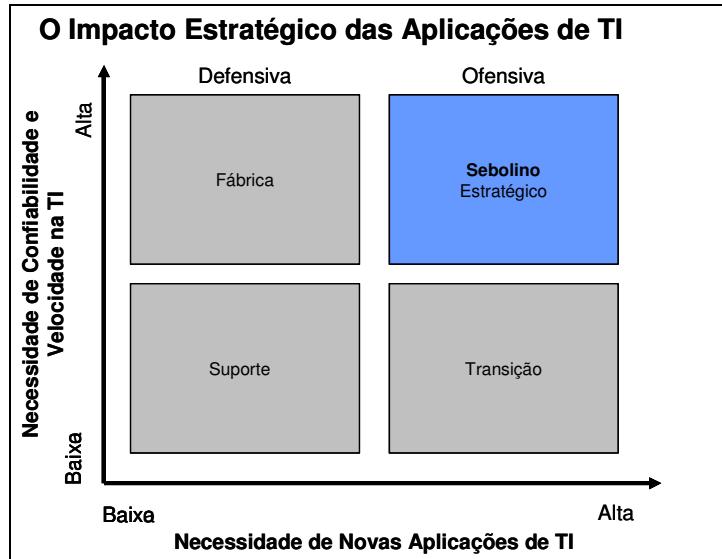


Ilustração 20 – Posicionamento do Sebolino no Grid Estratégico de TI

Fonte: Elaborado pelo Autor

5.2 Análise SWOT do Sebolino

Realizar uma análise SWOT do Sebolino, uma empresa em estado embrionário, pode ser de extremo auxílio estratégico, uma vez que esta análise permite dar foco e priorizar as atividades nas quais a empresa é mais forte e trabalhar nas quais é mais fraca desde sua fase de desenvolvimento. Além disso, é possível buscar variadas oportunidades no mercado e evitar potenciais ameaças também desde o início das atividades do Sebolino, permitindo um direcionamento estratégico às oportunidades que apresentarem maior potencial com menores riscos envolvidos. Abaixo são listadas as forças e fraquezas do Sebolino, e as oportunidades e ameaças do mercado de comércio eletrônico no Brasil:

Forças do Sebolino

- Equipe com formação acadêmica de alto nível, experiências internacionais e com experiências de compras virtuais no setor;
- Um engenheiro de computação e um engenheiro mecatrônico com experiências extensas em programação;
- Equipe jovem e motivada, com espírito empreendedor;
- Disponibilidade de capital para realizar os investimentos iniciais necessários para o lançamento da empresa e do *website*.

Fraquezas do Sebolino

- Disponibilidade de tempo reduzida por parte dos sócios da empresa, que possuem empregos em outras áreas, independentes do *website*;
- Desconhecimento do mercado de livros usados no Brasil;
- Nenhuma experiência prévia com atividades empreendedoras por parte dos sócios do Sebolino;
- Desconhecimento da linguagem Ruby, selecionada para a programação.

Oportunidades

- Mercado de vendas *online* crescendo a um ritmo acelerado, devido a maior confiança dos usuários em realizar compras *online*;
- Acesso à *internet* aumentando de forma acelerada, inclusive para a classe média e a de baixa renda;
- A categoria de produtos que inclui livros mantém a liderança em volume de vendas pela *internet*;
- Há um único *player* de grande relevância no mercado de vendas de livros usados no país;
- O mercado de venda de produtos usados no Brasil é ainda pouco desenvolvido, se comparada a países mais desenvolvidos.

Ameacas

- Número de novos entrantes no mercado é muito elevado;
- Desenvolvimento de novas tecnologias de *websites* pode tornar o Sebolino obsoleto;
- Crescimento da venda de livros eletrônicos (produto substituto) pode reduzir a demanda por livros reais.

Segue diagrama resumindo os quatro fatores da análise SWOT sobre o Sebolino:



Ilustração 21 – Análise SWOT do Sebolino

Fonte: Elaborado pelo Autor

5.3 Análise das Cinco Forças de Porter na Indústria do Sebolino

Para realizar a análise da indústria de venda de livros usados na *internet*, utilizar-se-á a estrutura proposta por Porter (2008) respondendo às questões e identificando os pontos necessários. Inicialmente devem-se limitar os produtos. No caso do Sebolino, os produtos serão, em um primeiro ponto, livros usados, vendidos por sebos ou vendedores independentes. Não haverá limitação quanto ao anúncio de livros novos, mas os vendedores já saberão que o perfil dos compradores do *website* será do tipo que busca livros usados. Revistas, gibis e jornais, em um primeiro momento, não farão parte dos produtos vendidos pela empresa, devido à maior dificuldade em relação ao controle dos produtos. Quanto ao escopo geográfico da competição, da mesma forma que os competidores, o Sebolino irá vender para todo o país. As seções seguintes apresentarão quem são os participantes de cada uma das forças da indústria, quais são suas principais motivações, e uma análise da intensidade de cada uma delas.

5.3.1 Compradores

Os compradores podem ser divididos em compradores universitários, que serão o foco inicial da companhia, e outros compradores. Essa divisão fica clara na indústria à medida que os competidores também apresentam estratégias para venda específica para cada um dos dois grupos de consumidores. Vale salientar que são apenas consideradas vendas no varejo para pessoas físicas, uma vez que a indústria de livros usados na *internet* não tem como foco a venda em massa.

Considerando o número de compradores, pode-se dizer que há um volume grande, não havendo nenhum comprador com poder de barganha considerável. No entanto, o custo de mudança para o comprador é quase que nulo, sendo muito fácil ele começar a utilizar outro *website* para realizar a compra de livros usados. Também não há diferença considerável entre os produtos oferecidos, dessa forma sendo fácil para o comprador encontrar os produtos em outras empresas. Finalmente, considerando a verticalização dos compradores para que comecem a realizar a atividade de intermediação, essa possibilidade é quase nula. Unindo todos os fatores previamente explorados, ao passo que em dois deles, o poder dos compradores é fraco ou quase nulo, em outros dois, o poder é muito forte. O resultado é um poder final dos compradores de intensidade média.

5.3.2 Fornecedores

Os fornecedores da indústria podem ser divididos em dois grupos. O primeiro grupo é o dos sebos que anunciarão seus livros em grande volume no Sebolino. O segundo grupo é o dos vendedores individuais, que venderão seus livros usados pessoais.

A indústria de fornecedores é muito mais diversificada do que a indústria de empresas de venda de livros usados *online*. Uma vez que não há sebos de tamanho muito grande e de atuação significativa em todo o mercado nacional, o mercado de sebos é ainda bastante diluído. Em relação às pessoas físicas, o volume das compras é muito baixo e o mercado diversificado, também sendo um mercado naturalmente diluído.

Os fornecedores possuem diversas formas de garantir suas receitas, não sendo dependentes do Sebolino para realizarem suas vendas e em relação a isso ganham poder de barganha. A maior parte dos sebos tem grande parte de suas receitas geradas em suas lojas físicas, e alguns deles possuem também suas próprias lojas virtuais, reduzindo a necessidade de venda de seus produtos através do *website*. Já as pessoas físicas, como também possuem outras formas de

venderem seus livros pessoais, têm uma maior poder de barganha em relação à indústria. O custo de mudança de fornecedores para os competidores da indústria é de médio a alto, uma vez que perder um sebo pode afetar de forma expressiva o estoque virtual de livros *online*, principalmente nas fases iniciais de operação das empresas, fortalecendo o poder dos fornecedores.

No entanto, os produtos não podem ser considerados diferenciados uma vez que há muita diversificação dos produtos e também oferta de mais de um fornecedor, o que reduz o poder dos fornecedores, juntamente com o fato de haver produtos substitutos a livros usados como cópias e livros novos. Já em relação a expandir as operações de forma verticalizada, existe a possibilidade dos sebos venderem diretamente seus produtos aos usuários e ingressar como competidores na indústria, mas esse fator não aumenta de forma significativa o poder dos fornecedores devido ao fato de não possuírem tamanho significativo para que suas vendas diretas afetem as indústrias que concentram produtos de diversos fornecedores.

Dessa forma, pode-se considerar que o poder de barganha dos fornecedores é de média intensidade, resultado de alguns fatores que dão forte poder principalmente aos sebos, mas que em geral, por parte dos vendedores pessoa física, são de fraca intensidade.

5.3.3 Competidores

Os competidores são os *websites* de venda de livros usados. Há dois tipos de competidores, os *sites* de intermediação de vendas de livros usados, com funcionamento semelhante ao do Sebolino, sendo os maiores participantes o Estante Virtual e o Gojaba; e os *websites* de sebos que também realizam a venda dos livros usados.

Conforme apresentado no Capítulo 3 o mercado de venda *online* de livros é concentrado e focado em alguns poucos grandes *players* que dominam o mercado. Dessa forma, apesar do número de competidores ser relativamente pequeno, havendo até o momento aproximadamente quatro empresas de tamanho relevante no mercado, o tamanho delas é variado, assim como seu poder, tornando intensidade da rivalidade maior. Além disso, os participantes aspiram à liderança ou a manutenção do posto de líder do mercado, o que também amplifica a competição entre os *websites*. No entanto, o fato de a indústria estar crescendo em um ritmo muito forte, com uma taxa de crescimento de 40% no faturamento das vendas *online* do primeiro semestre de 2010 em relação a 2009 e taxa de crescimento anual desde 2004 até 2010 de aproximadamente 41%, conforme apresentado no Capítulo 3, reduz a intensidade da rivalidade. Isso se justifica devido ao fato de que novas empresas não

necessariamente irão se apoderar dos clientes dos competidores já existentes, sem ameaçar reduzir o faturamento destes.

No entanto, a força da rivalidade não é baseada apenas na intensidade da competição, mas também na base da competição. Devido ao fato de os serviços e produtos dos competidores serem bastante semelhantes e o custo de mudança para os compradores ser muito reduzido, o resultado é uma competição por preço, que pode resultar em redução da rentabilidade da indústria. Outra base claramente perceptível de competição é a competição por variedade, uma vez que nesta indústria, quanto maior o acervo de livros e variedade, maior a atratividade da empresa.

Enfim, a intensidade dos competidores na indústria é uma força que pode ser considerada forte, principalmente devido a concentração de o mercado estar com alguns grandes competidores da indústria, havendo um quase monopólio por parte do Estante Virtual.

5.3.4 Produtos Substitutos

Os produtos substitutos para os livros usados são livros novos, que podem ser considerados como opção quando a diferença entre os preços do livro usado e do novo não forem significantes, e as cópias, normalmente ilegais, dos livros. Há uma terceira categoria de produtos substitutos que, apesar de ainda reduzida, está crescendo de forma acelerada, que é a dos livros eletrônicos, ou *e-books*.

Considerando o *trade-off* relativo dos produtos substitutos, os livros novos são os produtos que apresentam em geral, uma *trade-off* menos atrativo, uma vez que um livro usado apresenta o mesmo conteúdo que um livro, mas por um preço reduzido, o que reduz a força dos livros novos. O fator que pode afetar esta decisão é o estado do livro usado, que caso seja muito inferior a do livro novo, e apresentando um preço pouco reduzido em relação ao produto, pode não se mostrar atrativo. Já as cópias de livro oferecem um *trade-off* atrativo em relação aos livros usados, uma vez que seu custo é bastante reduzido, apresentando o mesmo conteúdo. No entanto, o fato das cópias de livros serem em sua maior parte proibidas, e haver uma maior conscientização da população brasileira e uma maior preocupação em relação ao combate à pirataria, a tendência é que este produto substituto se torne menos atrativo. Finalmente, os *e-books* também apresentam um *trade-off* atrativo, uma vez que também apresentam o mesmo conteúdo por um preço bastante reduzido em relação aos livros usados. No entanto, vale salientar que há um investimento inicial para que se possam ler os *e-books* que é relativamente alto, e que muitas pessoas não estão dispostas a gastar ou não possuem.

Outro fato é que os *e-books* não oferecem necessariamente a mesma experiência de uso que um livro, havendo muitas pessoas que preferem uma cópia física em relação à cópia virtual. Desta forma, apesar de alguns dos produtos substitutos apresentarem custos atrativos em relação ao desempenho dos produtos vendidos, devido ao fato de no geral, não necessariamente apresentarem uma mesma experiência de uso, a intensidade destes produtos pode ser classificada como média.

5.3.5 Novos Entrantes

Os novos entrantes podem ser classificados em três grupos. As empresas que, da mesma forma que o Sebolino, decidem iniciar suas operações de intermediação de livros usados na *internet*; os *websites* de sebos que decidem expandir suas operações para vendas *online*; e as empresas que já realizam vendas *online* de produtos usados que expandem suas operações para vendas de livros também.

Conforme Porter (2008) pode-se analisar a intensidade de força dos novos entrantes a partir de sete grandes barreiras de entrada. Caso estas barreiras sejam fracas e espere-se pouca retaliação dos competidores já presentes no mercado, a ameaça dos novos entrantes se torna forte. Segue explicação sobre a intensidade de cada uma das barreiras abaixo:

- **Economias de escala de fornecimento:** Inicialmente, devido ao fato de não haverem grandes fornecedores e de que o funcionamento do *website*, quando se considera a necessidade de volume de livros ofertados, não é afetado, não há grandes economias de escala de fornecimento, sendo esta uma barreira fraca.
- **Economias de escala de demanda:** Na indústria de vendas *online* de livros, a confiança dos consumidores em relação aos *websites*, que resulta na disposição a pagar mais por serviços mais procurados por outros compradores é fundamental para o crescimento das indústrias, sendo uma barreira de escala forte.
- **Custos de mudança de fornecedores:** O custo de mudança de fornecedores é baixo quando se considera encontrar um novo sebo para o fornecimento de livros, uma vez que se trabalha com diversos fornecedores simultaneamente para a oferta de livros no *site*. Apenas em um momento inicial que o custo de mudança de fornecedores pode ser elevado, já que grande parte do acervo disponível aos clientes pode se tornar indisponível.

-
- **Necessidade de capital:** A necessidade de capital é relativamente baixa para a criação de um *website*, uma vez que os investimentos iniciais são apenas com um computador para servir como servidor para o *website*, o domínio e o servidor *online* não são custosos, e não há necessariamente necessidade de um escritório exclusivo para a empresa. Como a programação do *website* pode ser realizada pelos sócio-fundadores, como é o caso do Sebolino, também não há necessidade de grandes investimentos nesta parte.
 - **Vantagens dos competidores já presentes independente do tamanho:** Esta barreira é considerada forte, uma vez que os competidores presentes no mercado possuem, além de seu grande tamanho, marcas já estabelecidas e conhecimento do mercado. O maior participante do mercado, o Estante Virtual, possui uma marca muito forte neste mercado. O Gojaba, terceiro maior endereço de vendas de livros usados na *internet*, é filial da gigante AbeBooks, recentemente comprada pela Amazon, tendo vasto conhecimento prévio do mercado de livros e do mercado de vendas *online*.
 - **Acessos aos canais de distribuição:** No caso de empresas de vendas *online*, a fácil busca pelos *websites* e o livre acesso a estes torna esta barreira nula, uma vez que não há como indústrias já participantes limitarem o acesso aos canais de distribuição na *internet*.
 - **Políticas de governo restritivas:** O fato de não haverem políticas de governo que restrinjam a entrada de novos *websites* no mercado de vendas de livros usados torna esta barreira nula.

5.3.6 Resumo das Cinco Forças

Assim, a partir da análise das sete barreiras de entrada, pode-se perceber que a maior parte delas é de intensidade fraca, tornando a ameaça de novos entrantes na indústria forte. A retaliação por parte dos competidores também não pode ser considerada forte, já que o mercado é muito amplo, sendo difícil e muitas vezes tardia a percepção dos grandes competidores em relação aos novos entrantes. Além disso, pelo fato de não haver controle do mercado de distribuição por parte dos participantes, fica ainda mais reduzida a possibilidade de retaliação por parte dos grandes *players*.

A partir da análise das cinco forças competitivas na indústria de vendas *online* de livros usados, pode-se resumir a intensidade das forças através do seguinte diagrama:

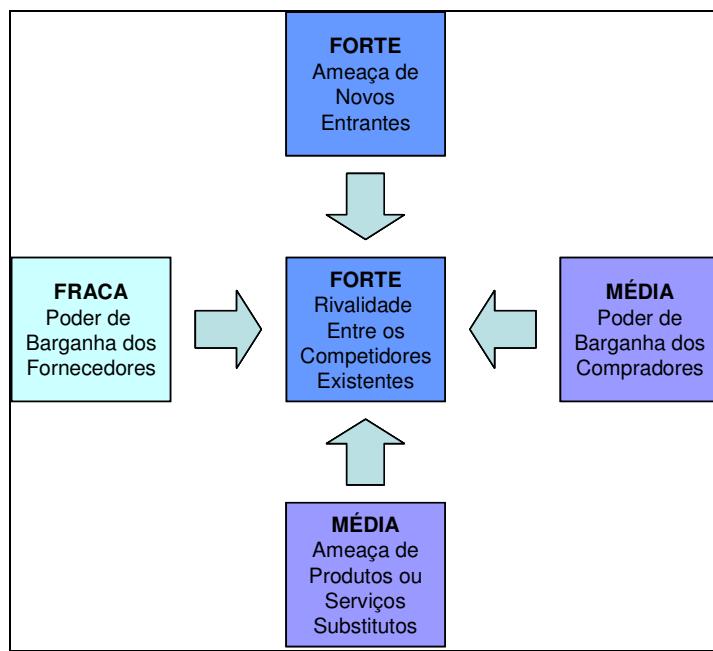


Ilustração 22 – As Cinco Forças Competitivas na Indústria de Vendas de Livros Usados na Internet

Fonte: Elaborado pelo Autor

Assim, percebe-se que as forças mais fortes na indústria e que controlam de forma mais intensa a rentabilidade são os competidores e a ameaça de novos entrantes, seguidas pela ameaça de produtos ou serviços substitutos e dos compradores, e com a menor intensidade, os fornecedores. A rivalidade entre os competidores existentes, principalmente pela liderança do mercado, que é quase dominado pelo Estante Virtual, juntamente com a alta possibilidade de novos entrantes, que mantêm o nível de rentabilidade da forma atual. A possibilidade dos compradores mudarem de *website* para realizar as compras e a possibilidade de mudança para um produto substituto, como um livro novo ou um livro eletrônico, também contribuem de forma significativa para que a taxa média sobre o valor da vendas e as mensalidades para anúncio nos portais mantenham os atuais valores.

5.4 A Estratégia Genérica do Sebolino

Após realizar a definição de quem são e quais as intensidades das cinco forças competitivas na indústria de venda de livros usados na *internet*, torna-se possível definir uma estratégia competitiva para o Sebolino. Conforme Porter (1998), apenas com um posicionamento competitivo favorável, ou seja, lucrativo e sustentável, é que se torna possível competir na

indústria.

Para o Sebolino, a estratégia de liderança em custos torna-se difícil, uma vez que é necessário o menor custo possível em relação aos competidores, o que normalmente resulta de altos volumes de vendas e elevados investimentos iniciais da empresa. O fato de o mercado já ser dominado por um grande *player* e a rivalidade entre as empresas existentes ser forte não torna este tipo de estratégia atraente.

A estratégia de liderança em diferenciação é mais atraente ao Sebolino devido às habilidades necessárias para esta, que se encaixam melhor com o perfil da empresa. O fato de que as empresas já existentes no mercado não possuem essa estratégia, sendo mais focado em uma estratégia de liderança em custos, também é importante, uma vez que tornaria a empresa diferenciada e poderia atrair clientes de forma mais rápida, auxiliando o Sebolino a ingressar no mercado.

O Sebolino deseja oferecer um serviço diferenciado facilitando o serviço tanto para o fornecedor quanto para o comprador, através da intermediação da compra realizada no *website*. As maiores empresas competitadoras existentes no mercado, com exceção do Mundo Livros, apenas ligam o comprador ao vendedor, que precisam então entrar em contato diretamente combinar o método de envio, acertar os pagamentos e finalizar a compra. O objetivo do Sebolino é simplificar este processo, de forma a apenas haver uma interação para o comprador, que após acessar o *website* e realizar a compra, já receberá o produto, sem necessidade de entrar em contato com o vendedor e ainda combinar algumas informações e realizar o pagamento em outra interação. O Sebolino também pretende unificar sua base de livros, ao invés de apresentar cada produto como uma entrada específica, diferentemente dos adversários.

Por fim, para facilitar o ingresso neste mercado, o Sebolino decidiu por reduzir o escopo competitivo, focando apenas no segmento particular de intermediação de vendas de livros universitários, ao invés da indústria toda. Isso não limita as vendas aos outros tipos de usuários, mas o foco para localizar e ampliar a quantidade de fornecedores será baseado no mercado universitário.

Dessa forma, a estratégia genérica competitiva adotada pelo Sebolino será a de liderança em diferenciação com enfoque no segmento de intermediação de vendas de livros universitários. No entanto, é importante salientar que os riscos como menor necessidade dos compradores por estas diferenciações ou a possibilidade dos outros competidores logo copiarem este modelo são altos e poderão certamente atrapalhar o desempenho da empresa. O diagrama abaixo exemplifica o posicionamento do Sebolino no diagrama de estratégias genéricas de

Porter (1998).

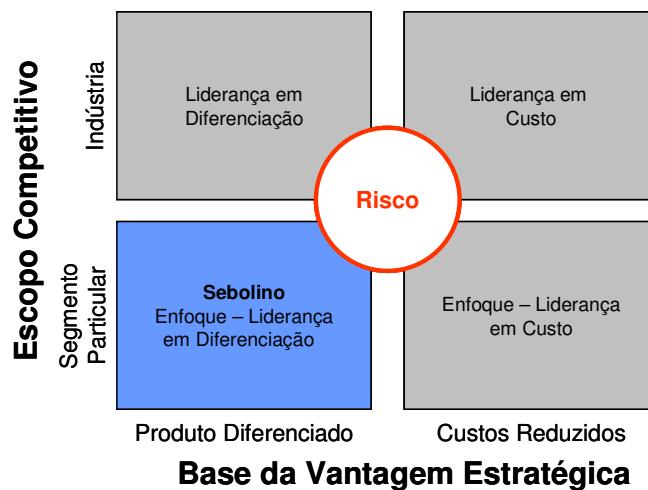


Ilustração 23 – Posicionamento do Sebolino na Matriz de Estratégias Competitivas Genéricas

Fonte: Elaborado pelo Autor

5.5 Resumo do Posicionamento Estratégico do Sebolino

A partir da análise do impacto das aplicações de TI para o Sebolino se chegou à conclusão de que a TI é estratégica para a empresa, não apenas pelo fato de ser uma empresa baseada em um *website*, o que a torna diretamente relacionada ao setor, mas pelo fato de que tanto a necessidade de confiabilidade e velocidade do funcionamento do endereço virtual, como a necessidade de novas aplicações e funcionalidades no *website* são de extrema importância para a empresa. A confiabilidade e velocidade do *website* precisam sempre ser altas, uma vez que resultam em impactos diretos nas vendas realizadas e também na imagem que os consumidores possuem no Sebolino. O desenvolvimento de novas aplicações e funcionalidades deve ocorrer de forma freqüente de modo a facilitar a experiência dos compradores e também dos fornecedores nas páginas virtuais, assim como mostrar uma evolução e interesse da empresa em crescer e querer sempre melhorar para os clientes.

Já a análise SWOT da empresa permitiu uma visualização tanto dos pontos fortes e fracos de natureza interna do Sebolino, quanto uma análise do ambiente externo, evidenciando quais são as oportunidades e ameaças do mercado de venda de livros usados *online*. Desta análise, pôde-se perceber que na parte interna do Sebolino há tantos pontos fortes e pontos fracos da empresa que em intensidade praticamente se equilibram. Considerando o ambiente externo, no entanto, há muito mais oportunidades do que ameaças, o que torna o mercado muito

atrativo, justificando o ingresso. Além disso, a análise SWOT também evidenciou as fraquezas e ameaças, o que auxilia a empresa a se posicionar melhor em relação às ameaças e a trabalhar em cima das fraquezas, para que estas sejam reduzidas.

A análise das cinco forças de Porter (1979) evidenciou quais são as forças competitivas mais importantes na indústria e que definem a rentabilidade e a competição entre as empresas. A indústria de venda de livros usados pela *internet* é dominada principalmente pela intensidade da rivalidade entre os competidores e também pela grande ameaça de novos entrantes no mercado. Já o poder de barganha e a ameaça de produtos substitutos interferem também na definição da estrutura de funcionamento deste mercado, mas de forma menos intensa. Por fim, os fornecedores são a força competitiva com o menor poder de barganha na indústria. No caso do Sebolino, a análise das cinco forças competitivas evidencia que o poder dos novos entrantes é bastante intenso neste mercado, e por isso apenas reforça a oportunidade de entrada do Sebolino neste mercado. Fica claro que devem haver diversos outros novos entrantes neste mercado que logo se tornarão competidores do Sebolino, intensificando a rivalidade entre os competidores, que é a outra força competitiva com maior poder no mercado.

Por fim, a definição da estratégia genérica posiciona a empresa tanto em relação ao escopo competitivo, quanto a sua vantagem estratégica, para que ela posicione-se em apenas um quadrante específico, e não fique com uma estratégia indefinida que pode resultar em grandes riscos para a sobrevivência da empresa. O Sebolino terá como estratégia genérica o enfoque, de forma a entrar em apenas um nicho específico do mercado e de forma diferenciada, com o objetivo de facilitar o ingresso no mercado para, em seguida, expandir suas operações. Espera-se que isso resulte em uma futura mudança de estratégia, de forma a liderar em diferenciação na indústria toda, não apenas no segmento universitário.

6 Análise Econômico-Financeira

O Capítulo 6 apresenta a análise econômico-financeira do Sebolino, através do método de Fluxo de Caixa Descontado (DCF) descrito no Capítulo 2 para verificar a viabilidade do projeto e apresentar aos sócios da empresa o valor do Sebolino a partir de projeções e expectativas. Devido ao fato de a empresa estar iniciando suas operações, é necessário um período mais longo para que haja maior estabilidade de seus fluxos de caixa e possa-se verificar um retorno das operações. Dessa forma, optou-se por projetar os fluxos por um horizonte de tempo de 10 anos, período longo o suficiente para que os períodos sem projeção explícita, que serão contabilizados na perpetuidade, estejam já em crescimento contínuo.

As projeções dos FCLs futuros, baseadas nas projeções de receitas, custos dos produtos vendidos e despesas de vendas, de funcionários e administrativas foram realizadas em discussão com os integrantes da empresa e baseadas em suas expectativas. Como não existem associações ou empresas que divulguem informações sobre o setor específico de comércio eletrônico de livros usados, foram utilizados dados do setor geral de *e-commerce* e informações do website Estante Virtual, que pode ser utilizado como forma de representação geral do mercado, uma vez que representa mais de 80% das vendas *online* conforme explicado na descrição da empresa no Capítulo 3.

As projeções macroeconômicas foram obtidas no Sistema Expectativas de Mercado do Banco Central, com valores do dia 29 de outubro de 2010¹⁴. O Sistema compila expectativas de diversas instituições financeiras reconhecidas no país e divulga a mediana dos valores esperados até 2014. Por causa disso, após consulta com profissionais do Banco Standard, optou-se por manter as projeções do ano de 2014 para os anos seguintes, até 2020. Outras informações necessárias foram retiradas de sistemas reconhecidos e utilizados no mercado financeiro, como o Bloomberg. A tabela abaixo contém as projeções macroeconômicas utilizadas no modelo de avaliação:

¹⁴ SISTEMA DE EXPECTATIVAS DE MERCADO. Brasília. **Séries de estatísticas consolidadas**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>>. Acesso em 29 out. 2010.

Tabela 8 – Projeções Macroeconômicas

Índice	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
IPCA	5.29%	4.99%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
IGP-M	10.00%	5.24%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
PIB	7.60%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
SELIC Média	10.03%	11.59%	11.00%	10.38%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Taxa de Câmbio	1.76	1.75	1.82	1.89	1.94	1.98	2.02	2.06	2.10	2.14	2.18

Fonte: Sistema Expectativas de Mercado do Banco Central do Brasil

6.1 Projeção dos Fluxos de Caixa Futuros

Relembrando a equação do Fluxo de Caixa Livre da empresa vista no Capítulo 2:

$$FCL = EBIT * (1 - t) + D \& A - \Delta CG - CAPEX \quad (1)$$

Na qual:

FCL = fluxo de caixa livre

$EBIT$ = lucro operacional

t = alíquota de impostos

$D \& A$ = depreciação e amortização

ΔCG = variação de capital de giro

$CAPEX$ = investimentos em imobilizado e outros ativos

6.1.1 Projeção do Lucro Operacional - $EBIT$

Temos que o primeiro termo da equação a ser encontrado é o $EBIT$ ou lucro operacional da empresa. O lucro operacional é um dos itens da DRE e para encontrá-lo é necessário projetar os itens anteriores a ele na estrutura vertical do demonstrativo. Os itens a serem projetados são: Receita Líquida, Custo dos Produtos Vendidos e Despesas Operacionais, que englobam as despesas de vendas, gerais e administrativas.

Projeções das Receitas Líquidas

As receitas do Sebolino serão geradas a partir das vendas de livros, e seu lucro bruto será obtido a partir de uma taxa de intermediação sobre o preço de cada unidade vendida. A taxa

inicialmente decidida pela empresa é de 4% sobre o valor da transação, sendo uma taxa levemente abaixo da cobrada pelo Estante Virtual, que é de 5% e aceita por diversos estabelecimentos, para que a empresa apresente alguma vantagem competitiva sobre o rival. As projeções de vendas de livros serão baseadas em um crescimento acelerado nos cinco primeiros anos de vida da empresa, até que ela alcance uma participação de mercado próxima de 15% do tamanho do mercado atual. Estima-se que o mercado atual venda cerca de 180 mil livros usados por mês, estimativa baseada em uma venda de 150 mil unidades através do Estante Virtual e uma participação de 80% do mercado do *website*. Assim, o objetivo para os próximos cinco anos é alcançar vendas de 27 mil unidades de livros por mês através do Sebolino.

Após esse período, a taxa de crescimento decairá e no final da projeção o crescimento da empresa será próximo ao crescimento do PIB do país. O crescimento inicial será bastante acelerado nos primeiros anos devido a fato de que se decidiu utilizar como valor base de vendas mensais um valor significativamente baixo, de 1.000 unidades de livros por mês.

Segundo estas premissas, têm-se a seguinte expectativa de vendas de livros até 2020:

Tabela 9 – Projeção das Unidades Vendidas de Livros

Livros Vendidos	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Taxa de Crescimento Anual	93,3%	93,3%	93,3%	93,3%	93,3%	40,0%	30,0%	20,0%	10,0%	6,5%
Taxa de Crescimento Mensal	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	2,8%	2,2%	1,5%	0,8%	0,5%
Unidades Vendidas	17.507	33.845	65.429	126.487	244.523	342.333	445.033	534.040	587.444	625.628

Fonte: Elaborado pelo Autor

É necessário, além das projeções do volume de unidades de livros vendidos no futuro, também projetar o valor médio do livro vendido, pois é a única forma de calcular qual será o lucro bruto do Sebolino. Para o cálculo do valor médio do livro usado vendido na *internet*, utilizou-se novamente estimativa do portal Estante Virtual, que representa a quase totalidade do mercado de vendas *online* de livros usados. Baseado em um faturamento anual de R\$ 28 milhões em 2009 e uma venda de aproximadamente 4.700 livros por dia, ou 1,69 milhão de livros no ano, o preço médio por livro foi de aproximadamente R\$ 16,55. Ajustando este valor pelo IPCA estimado de 2010 e dos anos futuros, tem-se a seguinte curva de preço médio de livro estimado para os anos futuros:

Tabela 10 – Projeção do Valor Médio da Unidade de Livro Vendida (Em R\$)

Indicador	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
IPCA	4,99%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Valor Médio do Livro Vendido (R\$)	18,29	19,12	19,98	20,88	21,82	22,80	23,82	24,89	26,01	27,19

Fonte: Elaborado pelo Autor

Para a projeção da receita líquida, é necessário calcular as deduções de vendas e os impostos sobre vendas da empresa. No caso do Sebolino, por se tratar de uma empresa que irá realizar apenas a venda de livros, não haverá incidência de impostos diretos, uma vez que desde 2004, livros têm isenção completa de impostos após aprovação de lei federal. Já em relação às deduções de vendas, devem ser consideradas as devoluções que ocorrerem nas vendas do portal. Como as vendas são de produtos usados, pode-se assumir uma taxa relativamente alta de devolução, já que o estado dos produtos muitas vezes não estará exatamente conforme suas descrições. Dessa forma, assumir-se-á a taxa de 10% de deduções sobre as vendas, correspondente às devoluções. A projeção das receitas líquidas deve seguir a estrutura:

Tabela 11 – Faturamento do Sebolino (Em Milhares de R\$)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Receita Bruta (R\$)	320	647	1.307	2.641	5.335	7.805	10.603	13.296	15.284	17.010
Deduções (R\$)	32	65	131	264	533	780	1.060	1.330	1.528	1.701
Receita Líquida (R\$)	288	582	1.176	2.377	4.801	7.024	9.543	11.966	13.755	15.309

Fonte: Elaborado pelo Autor

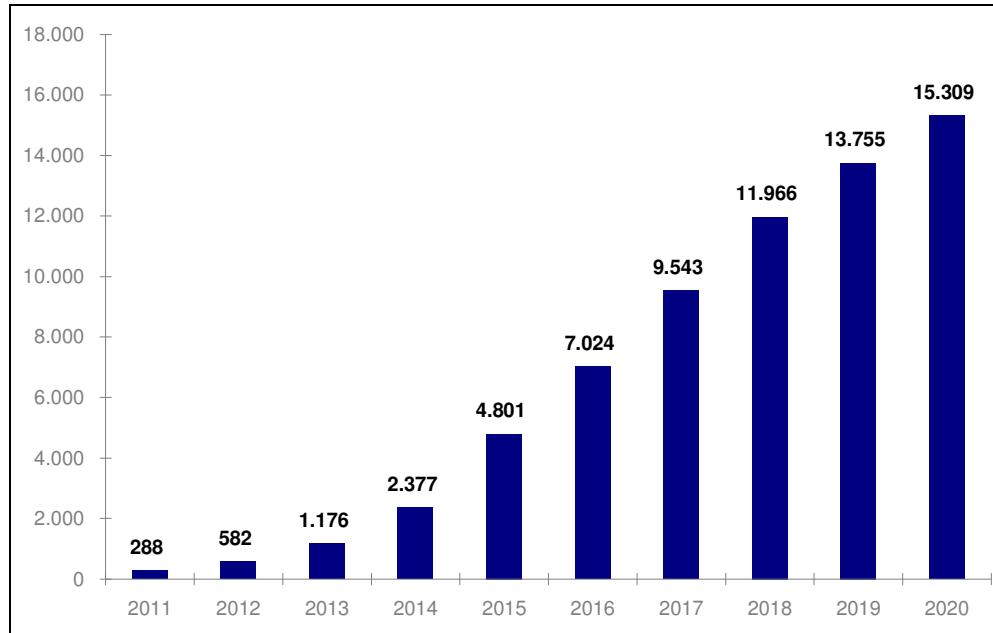


Gráfico 12 – Projeção da Receita Líquida (Em Milhares de R\$)

Fonte: Elaborado pelo Autor

Projeções dos Custos de Produtos Vendidos

Os custos de produtos vendidos do Sebolino correspondem ao valor das receitas líquidas da empresa deduzidos de 4%, já que as projeções foram feitas assumindo a taxa de intermediação considerada. Assim, utilizando a taxa de intermediação, pode-se obter o custo de produtos vendidos e o lucro bruto da empresa:

Tabela 12 – Custo do Produto Vendido e Lucro Bruto (Em Milhares de R\$)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Receita Líquida (R\$)	288	582	1.176	2.377	4.801	7.024	9.543	11.966	13.755	15.309
Custo do Produto Vendido (R\$)	277	559	1.129	2.282	4.609	6.743	9.161	11.488	13.205	14.696
Lucro Bruto (R\$)	12	23	47	95	192	281	382	479	550	612

Fonte: Elaborado pelo Autor

Projeções das Despesas Operacionais

O primeiro tipo de despesa operacional a ser considerado são as despesas de vendas. Para o

caso do Sebolino, as despesas de vendas que ocorrerão serão as despesas de marketing para promoção do *website*. Nos dois primeiros anos de operação, estão planejados maiores investimentos em marketing para divulgação inicial do Sebolino, e para os anos seguintes, estipulou-se uma taxa de aproximadamente 10% sobre o lucro bruto para as despesas de vendas. A estrutura projetada de despesas de vendas será a seguinte:

Tabela 13 – Despesas de Vendas (Em R\$)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Despesas de Vendas (R\$)	30.000	15.000	4.706	9.507	19.205	28.097	38.170	47.866	55.021	61.235

Fonte: Elaborado pelo Autor

As outras despesas são classificadas como despesas gerais e administrativas. A primeira delas é a despesa anual de aluguel. Apesar de inicialmente se considerar que não haveria uma sede específica para o projeto ao se utilizar a residência de um dos sócios para manter o servidor, optou-se por alugar um pequeno escritório de forma a haver um local específico para manter o computador-servidor e ocorrerem reuniões dos sócios.

Assim, assumiu-se o valor de aproximadamente R\$ 850,00 por um escritório com espaço entre 30 e 40 metros quadrados localizado no bairro Vila Mariana. O valor foi ajustado anualmente pela projeção do IGP-M. A projeção das despesas de aluguel segue a seguinte estrutura:

Tabela 14 – Despesas de Aluguel (Em R\$)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
IGP-M	5,2%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Aluguel (R\$)	10.734	11.218	11.722	12.250	12.801	13.377	13.979	14.608	15.266	15.952

Fonte: Elaborado pelo Autor

A próxima despesa considerada é a de salários e gastos com funcionários. Os sócios do Sebolino pretendem realizar grande parte das atividades da empresa, necessitando inicialmente de apenas um funcionário para que fique no escritório no horário comercial para atendimento de clientes com dúvidas ou problemas na navegação do portal. A partir do terceiro ano de funcionamento, com o crescimento do portal, pretende-se contratar um funcionário adicional e a partir do sexto ano, outro funcionário. A partir deste ano o funcionário inicial receberá uma promoção e atuará como gerente. Estima-se que as despesas

com um funcionário, considerando seu salário e todos os benefícios e encargos incidentes, seja de aproximadamente três salários mínimos. Assim, a despesa mensal base por funcionário da qual se iniciaram as projeções é de R\$ 1530,00. No caso do gerente, considerou-se duas vezes o valor das despesas com um funcionário. As projeções foram anualmente reajustadas pela inflação. Segue projeção das despesas com funcionários:

Tabela 15 – Despesas de Salários (Em R\$)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Salários (R\$)	19.276	20.144	42.100	43.995	45.974	96.086	100.410	104.929	109.651	114.585

Fonte: Elaborado pelo Autor

Como outras despesas gerais e administrativas, devem ser considerados os gastos com domínios e servidor para que o *website* seja mantido no ar. Além disso, também são contabilizadas as despesas de manutenção das máquinas e equipamentos do escritório, além dos gastos com contas de luz, água, telefone, transporte, material de escritório, etc.

O crescimento das despesas com domínios se deve ao registro de uma quantidade maior de domínios ao longo dos anos, conforme o crescimento do portal e a necessidade de um número maior de domínios com nomes semelhantes ao Sebolino para evitar que haja confusão. Já os custos de servidor e manutenção foram calculados através de um reajuste anual da projeção do IGP-M. A tabela a seguir resume as outras despesas gerais e administrativas:

Tabela 16 – Outras Despesas Gerais e Administrativas (Em R\$)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Domínios	40	40	40	80	80	160	160	320	320	320
Servidor	366	383	400	418	437	913	954	997	1.042	1.089
Manutenção	631	660	690	721	753	787	822	859	898	938
Outras Despesas	9.472	9.898	10.343	10.809	11.295	11.803	12.334	12.890	13.470	14.076
Total (R\$)	10.509	10.980	11.473	12.027	12.565	13.663	14.271	15.066	15.729	16.423

Fonte: Elaborado pelo Autor

O Gráfico 13 resume as despesas operacionais do Sebolino:

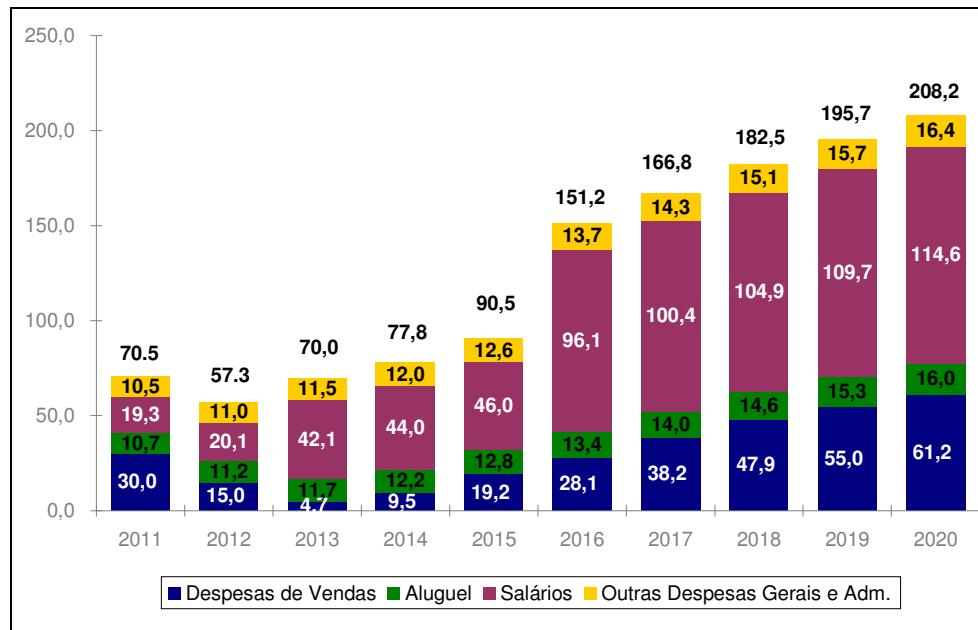


Gráfico 13 – Projeção das Despesas Operacionais (Em Milhares de R\$)

Fonte: Elaborado pelo Autor

Assim, os EBITs futuros do Sebolino podem ser vistos na seguinte tabela:

Tabela 17 – Projeção dos Lucros Operacionais (EBIT – Em Milhares de R\$)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Lucro Bruto (R\$)	11,5	23,3	47,1	95,1	192,1	281,0	381,7	478,7	550,2	612,3
Despesas Operacionais (R\$)	70,5	57,3	70,0	77,8	90,5	151,2	166,8	182,5	195,7	208,2
Lucro Operacional (R\$)	(59,0)	(34,0)	(22,9)	17,3	101,5	129,7	214,9	296,2	354,5	404,2

Fonte: Elaborado pelo Autor

6.1.2 Projeção da Depreciação, Amortização e Investimentos em Imobilizados e Outros Ativos – D&A e CAPEX

Inicialmente, para realizar as projeções de investimentos em imobilizados e outros ativos (CAPEX), foram considerados os gastos com os equipamentos que serão utilizados no escritório. Os principais gastos a serem considerados são com computadores e equipamentos periféricos, e com os móveis do escritório, que serão divididos em móveis de banheiro, móveis da sala de reunião e móveis do servidor.

Os móveis do escritório serão investimentos realizados somente no primeiro e no sexto ano.

No primeiro ano serão realizadas as compras de todos os móveis do escritório, e no sexto ano, serão apenas realizados investimentos complementares.

Já em relação aos investimentos com computadores e periféricos, inicialmente serão comprados dois computadores, um para uso como servidor da base de dados do Sebolino e o outro como computador para realização das atividades do funcionário e atividades gerais do escritório. Além disso, também será comprada uma impressora e produtos auxiliares de navegação, como roteador e modem. No terceiro, sexto e oitavo anos também serão adquiridos novos computadores em cada um e caso necessário, novos periféricos. Os novos computadores sempre servirão de servidor e os computadores anteriores serão utilizados no escritório pelos funcionários ou para suporte.

A projeção do CAPEX vai ser a seguinte:

Tabela 18 – Projeção dos Investimentos em Ativos (CAPEX – Em R\$)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Móveis de Banheiro	450	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Móveis da Sala de Reunião	800	0	0	0	0	300	0	0	0	0
Móveis do Escritório	840	0	420	0	0	420	0	420	0	0
Computadores e Periféricos	5.200	0	3.000	0	0	3.000	0	3.000	0	0
Total (R\$)	7.290	0	3.420	0	0	3.720	0	3.420	0	0

Fonte: Elaborado pelo Autor

Em relação à depreciação e à amortização, o primeiro ponto importante é que não há amortização, uma vez que não há dívidas por parte do Sebolino. A depreciação dos ativos imobilizados será em relação aos investimentos descritos anteriormente como CAPEX e, de acordo com a contabilidade Brasileira, serão depreciados da seguinte forma: móveis e outros utensílios têm uma vida contábil de 10 anos, sendo depreciados igualmente a uma taxa de 10% ao ano; já computadores e seus periféricos possuem vida contábil de 5 anos e serão depreciados à taxa de 20% ao ano. A Tabela 19 exibe as projeções de depreciação ao longo dos dez anos seguintes:

Tabela 19 – Projeção da Depreciação dos Ativos (D&A – Em R\$)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Móveis	209	209	251	251	251	323	323	365	365	365
Computadores e Periféricos	1.040	1.040	1.640	1.640	1.640	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200
Depreciação Total (R\$)	1.249	1.249	1.891	1.891	1.891	1.523	1.523	1.565	1.565	1.565

Fonte: Elaborado pelo Autor

6.1.3 Projeção da Variação de Capital de Giro - ΔCG

O capital de giro é a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante de uma empresa, valores que podem ser localizados no BP. A variação de capital de giro é a diferença entre o capital de giro em um determinado ano e o valor do ano anterior. Dessa forma, para se projetar tal variação devem-se projetar os valores dos ativos e passivos circulantes de um ano base e dos anos de projeção seguintes, e após isso calcular a variação entre cada par de anos consecutivos.

Para o cálculo do valor dos ativos circulantes, foram considerados os valores de caixa e aplicações da empresa e os valores de contas a receber, já que há um período de 14 dias para que as empresas de solução de pagamento *online* realizem o depósito dos valores para o Sebolino. Para o caso de caixa e aplicações, foi decidido que a empresa sempre manterá um caixa equivalente a um décimo de seu faturamento líquido do último mês. Assim, foram considerados os valores do último mês de cada ano no valor que consta no BP.

Como a empresa pretende não tomar dívidas com bancos, para o cálculo dos passivos circulantes o único valor relevante é o de fornecedores, já que a empresa realizará pagamentos quinzenais, ao invés de pagamentos por cada transação que ocorra, e dessa forma também terá mais tempo para receber os valores da empresa de solução de pagamento e menor necessidade de desembolso de caixa imediato.

A Tabela 20 resume os ativos e passivos circulantes dos anos projetados, juntamente com o valor do capital de giro e sua variação:

Tabela 20 – Projeção da Variação do Capital de Giro (ΔCG - Em R\$)

	Base	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Caixa e Aplicações	1.568	3.184	6.434	12.998	26.259	53.049	77.611	105.437	132.219	151.986	169.152
Contas a Receber	15.683	31.844	64.335	129.983	262.589	530.491	776.112	1.054.365	1.322.188	1.519.862	1.691.516
Total do Ativo Circulante	17.251	35.029	70.769	142.981	288.848	583.540	853.723	1.159.802	1.454.407	1.671.848	1.860.668
Fornecedores	15.056	30.571	61.762	124.784	252.085	509.271	745.068	1.012.191	1.269.300	1.459.067	1.623.856
Total do Passivo Circulante	15.056	30.571	61.762	124.784	252.085	509.271	745.068	1.012.191	1.269.300	1.459.067	1.623.856
Capital de Giro	2.196	4.458	9.007	18.198	36.762	74.269	108.656	147.611	185.106	212.781	236.812
Variação do Capital de Giro (ΔCG - R\$)	2.263	4.549	9.191	18.565	37.506	34.387	38.955	37.495	27.674	24.032	

Fonte: Elaborado pelo Autor

A partir de todos os dados previamente calculados, torna-se possível calcular o valor dos FCLs do Sebolino, conforme a tabela a seguir:

Tabela 21 – Projeção dos Fluxos de Caixa Livre do Sebolino (Em R\$)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	(58.989)	(34.047)	(22.942)	17.289	101.507	129.750	214.873	296.188	354.548	404.153
(-) Impostos	0	0	0	5.878	34.512	44.115	73.057	100.704	120.546	137.412
(+) D&A	1.249	1.249	1.891	1.891	1.891	1.523	1.523	1.565	1.565	1.565
(-) ΔCG	2.263	4.549	9.191	18.565	37.506	34.387	38.955	37.495	27.674	24.032
(-) Capex	7.290	0	3.420	0	0	3.720	0	3.420	0	0
Fluxo de Caixa Livre (R\$)	(67.293)	(37.347)	(33.662)	(5.263)	31.379	49.051	104.383	156.134	207.892	244.275

Fonte: Elaborado pelo Autor

6.2 Custo de Capital do Sebolino

Conforme visto no Capítulo 2, a equação que resulta no Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) é a seguinte:

$$WACC = \frac{E}{D+E} * k_j + \frac{D}{D+E} * k_i \quad (8)$$

Na qual:

$WACC$ = custo médio ponderado do capital

E = valor de mercado da empresa ou do capital social

D = valor da dívida líquida da empresa

k_j = custo de capital próprio da empresa

k_i = custo de capital de terceiros

A equação do WACC pondera a estrutura de capital da empresa com o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros. Para o caso do Sebolino, os sócio-fundadores da empresa optaram por não levantar dívidas e utilizar somente o capital social investido por eles na empresa. Assim, a equação do WACC para o Sebolino pode ser simplificada para a seguinte estrutura:

$$WACC = k_j \quad (11)$$

(11) Equação Simplificada do WACC para o Sebolino

Logo, o custo do capital do Sebolino será seu custo de capital próprio.

6.2.1 Custo de Capital Próprio do Sebolino

Conforme estudado no Capítulo 2, a equação do CAPM pode ser utilizada para encontrar o custo de capital próprio de uma empresa, dada pela seguinte equação:

$$k_j = R_f + [\beta_j * (k_m - R_f)] + R_p \quad (4)$$

Na qual:

k_j = retorno exigido do ativo j (custo de capital próprio)

R_f = taxa de retorno livre de risco

β_j = coeficiente beta, ou indicador de risco não diversificável do ativo j

k_m = retorno do mercado ou da carteira de mercado de ativos

R_p = risco país

Cada um dos parâmetros da equação deve ser adequado ao caso do Sebolino e calculado para que se possa encontrar o custo de capital próprio da empresa.

Taxa de Retorno Livre de Risco - R_f

Uma taxa de retorno livre de risco é a taxa de retorno de um investimento teórico que não apresenta nenhum risco. Como não há investimento livre de risco, a taxa comumente utilizada pelo mercado é a de algum título do tesouro americano, devido à solidez da economia dos Estados Unidos.

Como o horizonte projetado dos fluxos de caixa foi de 10 anos, decidiu-se por utilizar o título norte americano de 10 anos, o 10-Year US T-Bond. O comportamento do título desde o início do ano é representado pelo seguinte gráfico:

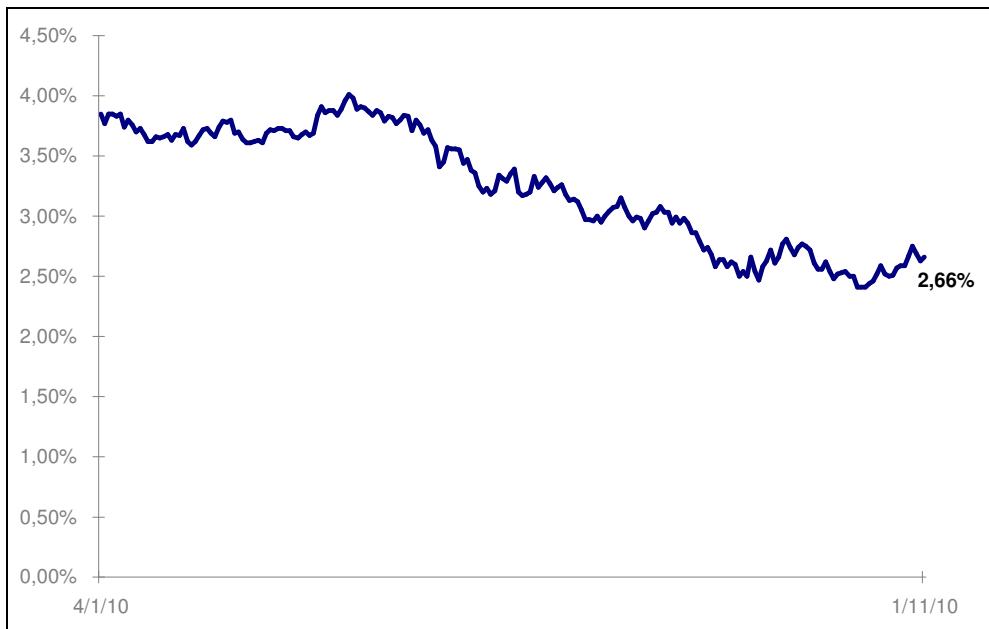


Gráfico 14 – Comportamento do 10-Year US T-Bond (Taxa Anual)

Fonte: Site do Departamento do Tesouro dos Estados Unidos¹⁵

Para evitar utilizar o valor da última data disponível, que é 2,66% no dia 01 de novembro de 2010, pois pode não representar o comportamento futuro esperado do título, optou-se por

¹⁵ U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. Washington. **Daily Treasury Yield Curve Rates**. Disponível em: <http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield_historical.shtml>. Acesso em 01 nov. 2010.

utilizar a média aritmética dos últimos seis meses do título do tesouro americano. Assim o valor da taxa de retorno livre de risco é:

$$R_f = 2,92\%$$

Coeficiente Beta - β_j

Conforme revisado no Capítulo 2, o *beta* é o coeficiente de correlação entre um ativo e uma carteira de mercado considerada. No entanto, como o Sebolino não é uma empresa aberta e negociada na Bolsa de São Paulo, será utilizada uma média de parâmetros *beta* de empresas comparáveis ao Sebolino, conforme prática de mercado.

O software Bloomberg fornece o *beta* de empresas comparáveis ao Sebolino, mas são os valores alavancados, que consideram a estrutura de capital destas. Assim é necessário desalavancar estes valores e utilizar a mediana destes como sendo um beta desalavancado que pode ser utilizado pelo Sebolino. A equação, vista no Capítulo 2, para desalavancar o *beta* é:

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{\{1 + [(1-t) * (D/E)]\}} \quad (6)$$

Na qual:

β_u = *beta* desalavancado

β_l = *beta* alavancado

t = alíquota de impostos

D = dívida financeira da empresa menos caixa e equivalentes de caixa

E = valor de mercado da empresa ou capital social

A tabela a seguir apresenta os valores dos *betas* das empresas comparáveis na data de 01 de novembro de 2010, juntamente com seus valores desalavancados e sua mediana. Utiliza-se a mediana para evitar que valores atípicos, como é o caso do *beta* do Mercado Libre, não alterem o valor do a ser utilizado, conforme prática de mercado.

Tabela 22 – Beta de Empresas Comparáveis

Empresa	Beta	Taxa de Impostos	Dívida Líquida / Valor de Mercado (D / E)	Beta Desalavancado
Empresas Brasileiras				
B2W	0,90	34,0%	0,31	0,75
Saraiva	0,58	34,0%	0,18	0,52
Empresas Internacionais de Comércio Eletrônico				
Amazon	0,99	40,0%	0,00	0,99
Ebay	1,15	40,0%	0,00	1,15
Mercado Libre	1,80	29,0%	0,00	1,80
Livrarias Norte Americanas				
Barnes & Noble	1,16	40,0%	0,50	0,89
Borders	2,01	40,0%	2,91	0,73
Mediana				0,89

Fonte: Elaborado pelo Autor Utilizando o Software Bloomberg

Para encontrar o *beta* a ser utilizado na equação do CAPM, é necessário alavancá-lo conforme a estrutura de capital o Sebolino. No início da seção 6.3.1., foi discutido que a empresa não levantará dívida, sendo todo o valor de seu capital investido pelos seus sócios. Assim, o *beta* alavancado da empresa, terá o mesmo valor que o *beta* desalavancado:

$$\beta_j = 0,89$$

Retorno de Mercado - k_m

O retorno de mercado ou prêmio de mercado é a diferença entre o desempenho de uma carteira de ativos e a taxa de retorno livre de risco. A carteira de ativos considerada foi o S&P 500, que é um índice composto pelas 500 maiores empresas mais negociadas nas bolsas NYSE e NASDAQ nos Estados Unidos. Tal índice reflete adequadamente o comportamento geral das ações negociadas no mercado americano, e será comparado com o 20-Year US T-Bond, título do tesouro americano de 20 anos.

A diferença entre as duas taxas será feita através da diferença da média aritméticas do rendimento anual desde 1926 até 2009, período disponibilizado no relatório de Ibbotson Associates (2010) e comumente utilizado para o cálculo do retorno de mercado. O valor do

encontrado para o retorno de mercado é:

$$k_m = 6,70\%$$

Risco País - R_p

Como forma de cálculo do risco país, no caso, o Risco Brasil, utilizou-se a diferença entre um título do governo Brasileiro e um título com retorno livre de risco, no caso o título americano 10-Year US T-Bond. O título brasileiro selecionado foi US\$ Global 27, um dos títulos mais líquidos da America Latina, e o mais comumente utilizado pelo mercado para precificação do Risco Brasil.

Novamente optou-se por utilizar o período dos seis meses prévios como horizonte de tempo para que seja mantida a padronização e constância do trabalho. Assim, a diferença entre os valores anualizados de 5,32% do US\$ Global 27 e 2,92% do 10-Year US T-Bond é:

$$R_p = 2,33\%$$

A partir de todos os índices encontrados para o cálculo do custo de capital próprio, chega-se ao valor final do WACC para o Sebolino, conforme a equação abaixo:

$$WACC = k_j = R_f + [\beta_j * (k_m - R_f)] + R_p = 2,92\% + [0,89 * (6,70\% - 2,92\%)] + 2,33\% = 9,14\%$$

(12) Valor do Custo Médio Ponderado do Capital para o Sebolino em Dólares

O WACC encontrado está para valores em Dólar. Como as projeções do Sebolino estão em Reais, deve-se converter o WACC através do diferencial de inflação entre o Brasil e os Estados Unidos. No longo prazo, temos a inflação do Brasil como 4,50% ao ano, e de acordo com o software Bloomberg, a inflação de longo prazo dos Estados Unidos é 2,00% ao ano. O diferencial de inflação é de 2,45%. O valor do WACC ajustado é:

$$WACC = (1 + 9,14\%) * (1 + 2,45\%) - 1 = 11,81\% \quad (13)$$

(13) Valor do WACC em Reais

6.3 Valor da Perpetuidade

A partir da última projeção explícita do fluxo de caixa livre do Sebolino, juntamente com o valor do WACC calculado anteriormente, é possível calcular o valor da perpetuidade da empresa, a partir da eq.(2) vista no Capítulo 2:

$$P = \frac{FCL_n * (1 + g)}{(WACC - g)} \quad (2)$$

Na qual:

P = valor da perpetuidade

FCL_n = fluxo de caixa livre do último período projetado n

g = taxa de crescimento na perpetuidade

$WACC$ = custo médio ponderado do capital

A taxa de crescimento na perpetuidade irá manter o crescimento nominal da projeção do último fluxo de caixa livre projetado, que é 6,50%, equivalente a um crescimento real aproximado de 1,91% descontada a inflação de longo prazo de 4,50%. Dessa forma, a tabela a seguir exibe os valores para o cálculo do valor da perpetuidade:

Tabela 23 – Valor da Perpetuidade (Em R\$)

Valores	
FCL (2020)	244.275
Taxa de Crescimento (g)	6,50%
WACC	11,81%
Perpetuidade (R\$)	4.895.344

Fonte: Elaborado pelo Autor

6.4 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

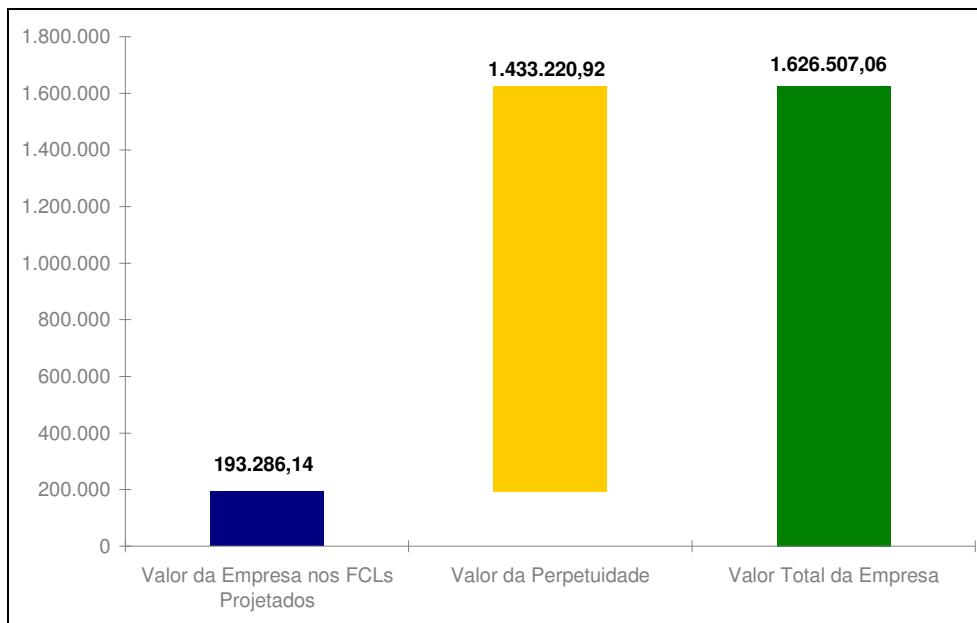
Com todos os valores de FCLs projetados e com o valor da perpetuidade calculado para os períodos seguintes, é possível calcular o valor da empresa trazendo todos os valores futuros para o valor presente. A taxa a ser utilizada para trazer os valores ao presente é o WACC.

Tabela 24 – Valor da Empresa (Em R\$)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Perpetuidade
Fluxo de Caixa Livre	(67.293)	(37.347)	(33.662)	(5.263)	31.379	49.051	104.383	156.134	207.892	244.275	4.895.344
Valor Presente	(60.183)	(29.872)	(24.080)	(3.367)	17.954	25.099	47.769	63.903	76.096	79.966	1.433.221
Valor da Empresa (R\$)											1.626.507

Fonte: Elaborado pelo Autor

Assim, através do método de Fluxo de Caixa Descontado, chega-se a um valor final para o Sebolino de R\$ 1.626.507,06. O valor da empresa pode ser representado através do Gráfico 15, que apresenta a divisão do valor entre os fluxos de caixa projetados e a perpetuidade:

**Gráfico 15 – Valor da Empresa (Em R\$)****Fonte:** Elaborado pelo Autor

6.5 Análise de Sensibilidade

O valor da empresa encontrado é válido especificamente para as condições utilizadas anteriormente. Para que se possa realizar uma análise mais real e verificar o impacto das diversas variáveis em relação ao valor encontrado, é necessário realizar uma análise de sensibilidade. Esta análise permitirá realizar a projeção de diferentes cenários, mais otimistas e mais pessimistas que o cenário-base, de forma que os sócios da empresa conheçam as

diversas possíveis situações que poderão enfrentar.

Em uma análise de sensibilidade só é possível verificar a interação entre duas variáveis e por isso é necessário realizar algumas interações. A variável considerada mais relevante é o volume de vendas mensal que o Sebolino estará realizando dentro do período de 5 anos, ou seja, em 60 meses. A situação inicial projetada é a de um volume de vendas equivalente a 15% do *market share* atual, o que equivale a 27.000 unidades de livros. A maioria das análises foi feita variando este volume e outra variável.

6.5.1 Volume de Vendas Mensal em 5 Anos VS. WACC

A primeira análise é feita comparando a projeção do volume de vendas mensal em 5 anos com o valor do Custo Médio Ponderado do Capital, o WACC. O volume de vendas em 5 anos é muito importante por interferir diretamente na curva de crescimento do Sebolino, afetando todo o valor futuro projetado. Já o WACC pode variar devido a mudanças econômicas no cenário brasileiro e mundial, alterando o custo de oportunidade dos sócios fundadores.

Tabela 25 – Análise de Sensibilidade Considerando Volume de Vendas Vs. WACC (Em R\$)

	Volume de Vendas Mensal em 5 Anos							
	9.000	15.000	21.000	27.000	33.000	39.000	45.000	
WACC	8,81%	353.176,25	1.858.522,82	3.300.730,79	4.705.042,86	6.081.100,21	7.426.736,63	8.777.195,69
	9,81%	159.922,74	1.159.880,13	2.114.388,37	3.042.458,93	3.951.504,07	4.840.150,52	5.731.866,48
	10,81%	60.689,33	792.516,08	1.488.514,36	2.164.217,09	2.825.803,46	3.472.317,75	4.120.978,46
	11,81%	2.096,23	568.875,37	1.105.924,50	1.626.507,06	2.136.004,57	2.633.715,88	3.133.010,75
	12,81%	-35.395,92	420.264,78	850.438,57	1.266.761,91	1.674.048,55	2.071.766,83	2.470.693,95
	13,81%	-60.621,53	315.594,74	669.467,51	1.011.391,46	1.345.749,28	1.672.128,97	1.999.453,00
	14,81%	-78.149,67	238.761,58	535.765,47	822.266,07	1.102.303,40	1.375.553,44	1.649.553,25

Fonte: Elaborado pelo Autor

Para este caso, é interessante notar que a variação do WACC em um ponto percentual afeta significantemente o valor da empresa. Além disso, pode-se também perceber que um volume de venda mensal de 9.000 unidades já torna o valor da empresa quase negativo, e valores pouco superiores fazem com que a empresa valha muito pouco. Ter conhecimento deste valor é muito valioso para a empresa, uma vez que caso dentro do período de 5 anos de existência as vendas estejam próximas deste patamar, possa ser interessante para os sócios pararem a operação do Sebolino ou venderem o *website*.

6.5.2 Volume de Vendas Mensal em 5 Anos VS. Taxa por Transação

A segunda análise compara o volume de vendas mensal em 5 anos com a taxa cobrada por transação. Sabe-se que os dois indicadores são proporcionais ao valor da empresa, pois afetam diretamente e proporcionalmente o valor do lucro operacional da mesma.

Tabela 26 - Análise de Sensibilidade considerando Volume de Vendas Vs. Taxa (Em R\$)

	Volume de Vendas Mensal em 5 Anos						
	9.000	15.000	21.000	27.000	33.000	39.000	45.000
Taxa por Transação	2,50%	-459.695,95	-54.460,90	273.961,08	586.023,16	891.081,23	1.188.402,31
	3,00%	-273.319,29	156.175,25	551.509,77	934.104,65	1.306.997,36	1.670.173,50
	3,50%	-134.143,84	363.619,51	829.058,46	1.280.751,90	1.721.500,96	2.151.944,69
	4,00%	2.096,23	568.875,37	1.105.924,50	1.626.507,06	2.136.004,57	2.633.715,88
	4,50%	136.394,69	774.131,22	1.381.531,59	1.972.262,21	2.550.508,17	3.115.487,06
	5,00%	268.723,44	978.985,89	1.657.138,69	2.318.017,37	2.965.011,77	3.597.258,25
	5,50%	400.318,13	1.182.716,62	1.932.745,78	2.663.772,52	3.379.515,37	4.077.779,83

Fonte: Elaborado pelo Autor

O interessante desta análise é notar que o valor da empresa pode ser mantido através do *trade-off* das duas variáveis. Assim, se o volume de vendas não estiver seguindo a curva de crescimento esperada e caso for possível aumentar a taxa por transação sem afetar os livros ofertados no *website*, é possível manter o valor da empresa próximo ao da situação inicial. No caso inverso, é possível também realizar o mesmo tipo de operação para manter o valor da empresa.

6.5.3 Volume de Vendas Mensal em 5 Anos VS. Preço Médio Inicial dos Livros

A terceira análise compara o volume de vendas mensal em 5 anos com o preço médio inicial dos livros. De maneira análoga ao caso anterior, os dois indicadores são proporcionais ao valor da empresa, pois afetam diretamente e proporcionalmente o valor do lucro operacional da empresa. Assim, a análise anterior também é válida para este caso, e o esperado é que o preço médio dos livros vendidos no *website*, devido ao fato de que ele será focado no público universitário, seja até mais elevado do que o valor esperado, resultando em um valor da empresa também superior.

Tabela 27 - Análise de Sensibilidade considerando Volume de Vendas Vs. Preço (Em R\$)

Preço Médio Inicial dos Livros	Volume de Vendas Mensal em 5 Anos						
	9.000	15.000	21.000	27.000	33.000	39.000	45.000
10,55	-418.341,35	3.633,30	353.033,60	686.847,38	1.013.474,71	1.331.891,47	1.650.173,09
12,55	-249.271,36	194.483,03	604.224,78	1.001.320,79	1.388.414,39	1.765.832,94	2.144.452,31
14,55	-122.304,31	382.666,87	855.415,97	1.314.282,66	1.762.209,48	2.199.774,41	2.638.731,53
16,55	2.096,23	568.875,37	1.105.924,50	1.626.507,06	2.136.004,57	2.633.715,88	3.133.010,75
18,55	124.636,25	755.083,86	1.355.238,61	1.938.731,45	2.509.799,65	3.067.657,35	3.627.289,97
20,55	245.308,58	940.992,54	1.604.552,73	2.250.955,84	2.883.594,74	3.501.598,82	4.120.762,71
22,55	365.396,07	1.125.726,58	1.853.866,84	2.563.180,23	3.257.389,83	3.934.445,94	4.613.417,88

Fonte: Elaborado pelo Autor**6.5.4 Taxa de Crescimento na Perpetuidade (g) VS. WACC**

A quarta análise não considera o volume mensal de vendas, e sim a taxa de crescimento na perpetuidade e o WACC. A taxa de crescimento na perpetuidade é muito importante uma vez que a maior parte do valor da empresa corresponde ao valor da perpetuidade. A comparação é válida uma vez que para o cálculo da perpetuidade, tanto o valor da taxa de crescimento quanto o WACC são utilizados na fórmula.

Tabela 28 - Análise de Sensibilidade considerando a Taxa de Crescimento Vs. WACC (Em R\$)

WACC	Taxa de Crescimento na Perpetuidade (g)						
	3,50%	4,50%	5,50%	6,50%	7,50%	8,50%	9,50%
8,81%	2.144.810,30	2.602.599,96	3.336.642,25	4.705.042,86	8.155.796,77	33.566.094,37	-15.136.665,71
9,81%	1.669.373,17	1.954.817,43	2.372.586,93	3.042.458,93	4.291.233,37	7.440.320,91	30.629.239,49
10,81%	1.332.526,49	1.521.946,17	1.782.652,88	2.164.217,09	2.776.035,75	3.916.587,24	6.792.764,37
11,81%	1.083.560,26	1.215.055,17	1.388.200,07	1.626.507,06	1.975.287,56	2.534.539,24	3.577.095,43
12,81%	893.610,37	988.073,69	1.108.366,84	1.266.761,91	1.484.768,05	1.803.836,72	2.315.446,99
13,81%	745.060,83	814.775,18	901.259,31	1.011.391,46	1.156.407,10	1.355.998,56	1.648.115,92
14,81%	626.567,09	679.151,02	743.025,99	822.266,07	923.173,37	1.056.042,27	1.238.915,62

Fonte: Elaborado pelo Autor

7 Conclusão

O trabalho realizado analisou estrategicamente e financeiramente o Sebolino, uma empresa do setor de comércio eletrônico no Brasil com foco nas vendas de livros usados. Inicialmente, através de uma análise do mercado, foi possível entender melhor o funcionamento do setor de comércio eletrônico brasileiro e as grandes oportunidades devido ao crescimento acelerado e constante do mercado. Em seguida, também foi realizada uma análise dos principais competidores da empresa, o que aprofundou os conhecimentos do setor, uma vez que as vendas são praticamente concentradas em quatro grandes concorrentes.

Após uma breve descrição do histórico do projeto do Sebolino até o final da realização do trabalho de formatura, o autor realizou uma análise estratégica da empresa, seguida de uma análise econômico-financeira da mesma. A realização das duas análises só foi possível graças aos conhecimentos adquiridos no curso de Engenharia de Produção, os quais são revisados no Capítulo 2 do trabalho, juntamente com os conhecimentos obtidos no estágio supervisionado realizado no último ano do curso.

A análise estratégica do Sebolino permitiu uma verificação da importância das aplicações de tecnologia da informação para a empresa e uma análise interna de suas forças e fraquezas, ao lado de uma avaliação externa das oportunidades e ameaças do setor. Além disso, também foi realizado um estudo da indústria na qual o Sebolino está inserido, através da verificação da interação das cinco forças competitivas, para no final selecionar uma estratégia competitiva genérica para a empresa.

Já a análise econômico-financeira permitiu encontrar, através da definição de diversas premissas baseadas no funcionamento e crescimento do setor de comércio eletrônico de livros usados, um valor financeiro para o Sebolino. Tal valor, devido ao fato de ter sido calculado através de diversas projeções futuras, não necessariamente é o valor exato da empresa, e por isso, através de uma análise de sensibilidade, verificaram-se intervalos de valores que a empresa poderia ter alterando algumas de suas premissas assumidas.

Espera-se que o trabalho auxilie os sócio-fundadores do Sebolino a continuarem com a criação do *website*. Em posse de uma estratégia para a empresa, os sócios têm maior conhecimento das adversidades que podem surgir e estão mais preparados para posicionar adequadamente o Sebolino. Com um valor mais concreto em mente, os sócios agora possuem conhecimento de um intervalo de valores que a empresa pode alcançar, e sabem quais são os fatores de maior influência no desempenho do portal.

Também se espera que o Trabalho de Formatura sirva de guia para outros trabalhos e estudos futuros sobre empresas que estão iniciando suas atividades no setor de comércio eletrônico e até mesmo para empresas já existentes no mercado. O reposicionamento estratégico e uma avaliação econômico-financeira podem ser fundamentais para o crescimento sustentável de uma empresa em um mercado tão dinâmico como o de comércio eletrônico no Brasil.

8 Referências

B2W. Rio de Janeiro. **Comércio eletrônico no Brasil.** Disponível em:
[<http://www.b2winc.com/institucional/comercio-eletronico-no-brasil>](http://www.b2winc.com/institucional/comercio-eletronico-no-brasil). Acesso em: 12 maio 2010.

BRAUN, D. **Comércio eletrônico fatura R\$ 6,7 bilhões e cresce 40% no 1º semestre.** Valor Online, São Paulo, 10 out. 2010. Disponível em:
[<http://www.valoronline.com.br/online/internet/50/302723/comercio-eletronico-fatura-r-67-bilhoes-e-cresce-40-no-1-semestre>](http://www.valoronline.com.br/online/internet/50/302723/comercio-eletronico-fatura-r-67-bilhoes-e-cresce-40-no-1-semestre). Acesso em: 30 set. 2010.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática.** São Paulo: Editora Atlas, 2001. 1113 p.

CARVALHO, M. M.; LAURINDO, F. J. B. **Estratégia competitiva: dos conceitos à implementação.** São Paulo: Editora Atlas, 2007. 227 p.

CNDL. Brasília. **CNDL prevê alta de 10% nas vendas do comércio no ano.** Disponível em:
[<http://www.cndl.org.br/mostra_nacional.php?id=875>](http://www.cndl.org.br/mostra_nacional.php?id=875). Acesso em 15 maio 2010.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas.** 3^a ed. São Paulo: Markon Books, 2002. 206 p.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas aplicadas: manual do usuário.** Porto Alegre: Bookman, 2002. 576 p.

E-COMMERCE BRASIL. São Paulo. **2009 R\$10,5 bilhões, 2010 R\$???** Disponível em:
 [<http://www.e-commercebrasil.org/numeros/faturamento-ecommerce-2010/>](http://www.e-commercebrasil.org/numeros/faturamento-ecommerce-2010/). Acesso em: 12 maio 2010.

ESTANTE VIRTUAL. Rio de Janeiro. **O Portal.** Disponível em:
[<http://www.estantevirtual.com.br/sobre>](http://www.estantevirtual.com.br/sobre). Acesso em: 30 out. 2010.

GITMAN, L. J. **Princípios da Administração Financeira**. 10^a ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004. 745 p.

GIUDICI, G. **Finanziare le risorse dell'impresa**. 3^a ed. Rimini: Maggioli Editore, 2008. 303 p.

GOJABA. Victoria. **Sobre Gojaba.com**. Disponível em:
[<http://br.gojaba.com/pages/sd/br/about.jsf>](http://br.gojaba.com/pages/sd/br/about.jsf). Acesso em: 30 out. 2010.

HEIZER, J.; RENDER, B. **Operations Management**. 5th ed. New Jersey: Prentice Hall Trade, 1998. 912 p.

IBOPE. São Paulo. **67,5 milhões de pessoas têm acesso à internet no Brasil**. Disponível em:
[<http://www.ibope.com.br/calandraWeb/servlet/CalandraRedirect?docid=581CAAB33B5EB6CF832576F700654339&temp=6&nome=home_materia&db=caldb&pub=T&proj=PortalIB_OPE>](http://www.ibope.com.br/calandraWeb/servlet/CalandraRedirect?docid=581CAAB33B5EB6CF832576F700654339&temp=6&nome=home_materia&db=caldb&pub=T&proj=PortalIB_OPE). Acesso em: 15 maio 2010.

IBBOTSON ASSOCIATES. **Ibbotson risk premia over time report**. Chicago: Morningstar, 2010. 59 p.

MARION, J. C. **Contabilidade básica**. 8^a ed. São Paulo: Editora Atlas, 2006. 257 p.

MCFARLAN, F. W. **Information technology changes the way you compete**. Harvard Business Review, Boston, v. 62, n. 3, p. 98-103, 1984.

MUNDO LIVROS. Porto Alegre. **Sobre o MundoLivros.com.br**. Disponível em:
[<https://omdl.com.br/?md=Ajuda&it=PC>](https://omdl.com.br/?md=Ajuda&it=PC). Acesso em: 30 out. 2010.

NOLAN, R.; MCFARLAN, F. W. **Information technology and the board of directors**. Harvard Business Review, Boston, v. 83, n. 10, p. 96-106, 2005.

PANORAMA EDITORIAL. São Paulo. **Livros, os campeões do comércio eletrônico**. Disponível em: <<http://www.panoramaeditorial.com.br/textos.asp?codigo=6>>. Acesso em 15

maio 2010.

PORTER, M. E. **How competitive forces shape strategy.** Harvard Business Review, Boston, v. 57, n.2, p. 137-145, 1979.

PORTER, M. E. **Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors.** 1st ed. New York: Free Press, 1998. 397 p.

PORTER, M. E. **The five competitive forces that shape strategy.** Harvard Business Review, Boston, 2008. 19 p. Disponível em: <<http://www.ascendcfo.com/pdfFiles/HBR-The%20Five%20Competitive%20Forces%20That%20Shape%20Strategy.pdf>>. Acesso em 27 jul. 2010.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira.** 2^a ed. São Paulo: Editora Atlas, 2002. 523 p.

ROSENBAUM, J.; PEARL, J. **Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions.** New Jersey: Wiley, 2009. 304 p.

SEBOS ONLINE. São Paulo. **Conheça o SebosOnline.com.** Disponível em: <<http://www.sebosonline.com/empresa.aspx>>. Acesso em 30 out. 2010.

SISTEMA DE EXPECTATIVAS DE MERCADO. Brasília. **Séries de estatísticas consolidadas.** Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>>. Acesso em 29 out. 2010.

STANDARD BANK. Johannesburg. **Overview.** Disponível em: <<http://www.standardbank.com/Overview.aspx>>. Acesso em 27 jul. 2010.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. Washington. **Daily Treasury Yield Curve Rates.** Disponível em: <http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield_historical.shtml>. Acesso em 01 nov. 2010.

VICTOR, F. **Sites de venda de livros mudam perfil de consumidores.** Folha de São Paulo, São Paulo, 13 fev. 2010. Disponível em:
[<http://www1.folha.uol.com.br/folha/ilustrada/ult90u693624.shtml>](http://www1.folha.uol.com.br/folha/ilustrada/ult90u693624.shtml). Acesso em 30 set. 2010.

WEBSHOPPERS. 18^a ed. E-Bit Empresa. 2008. 32 p. Disponível em:
 [<http://www.webshoppers.com.br/>](http://www.webshoppers.com.br/). Acesso em 27 jul. 2010.

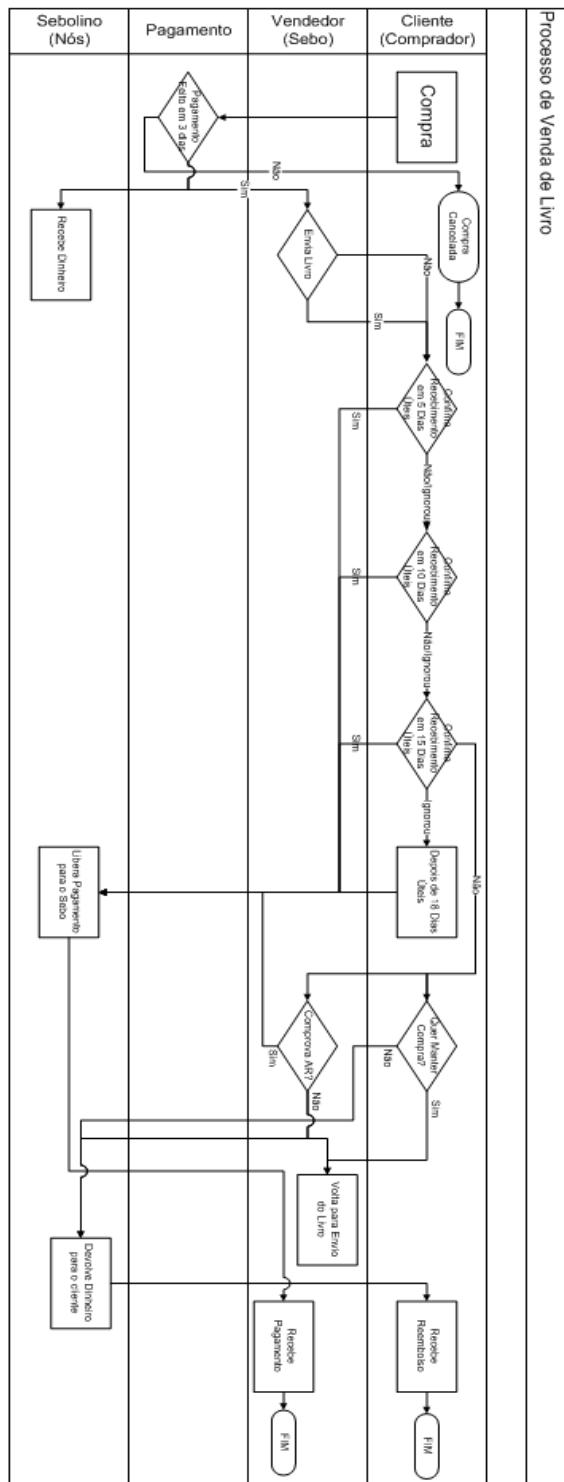
WEBSHOPPERS. 19^a ed. E-Bit Empresa. 2008. 30 p. Disponível em:
 [<http://www.webshoppers.com.br/>](http://www.webshoppers.com.br/). Acesso em 27 jul. 2010.

WEBSHOPPERS. 20^a ed. E-Bit Empresa. 2009. 28 p. Disponível em:
 [<http://www.webshoppers.com.br/>](http://www.webshoppers.com.br/). Acesso em 27 jul. 2010.

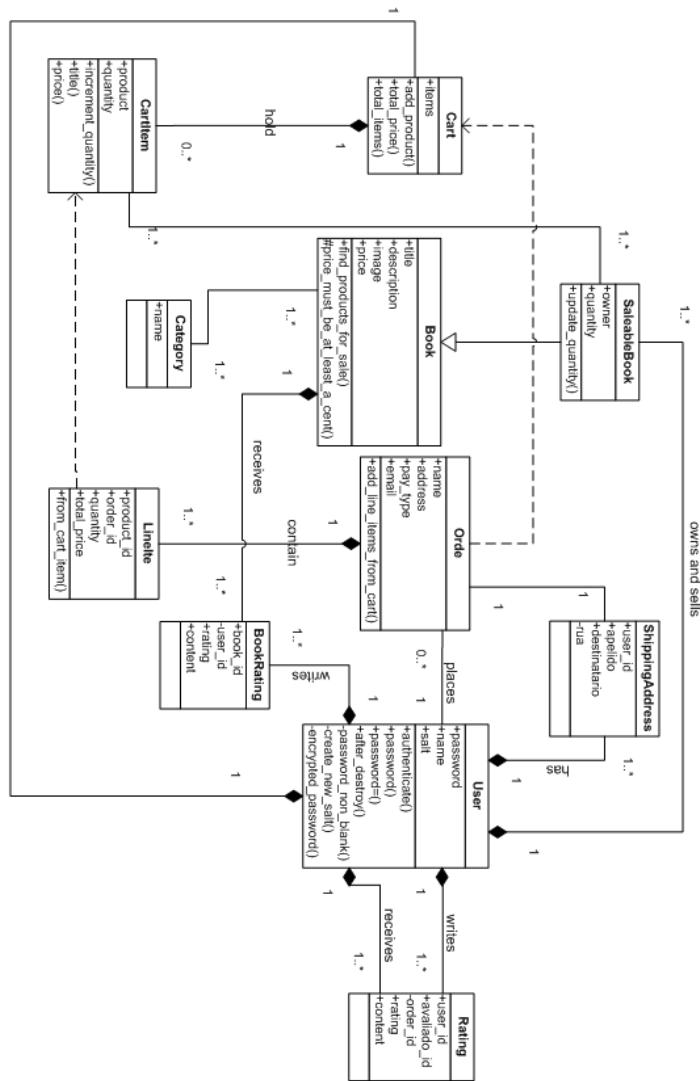
WEBSHOPPERS. 22^a ed. E-Bit Empresa. 2010. 29 p. Disponível em:
 [<http://www.webshoppers.com.br/>](http://www.webshoppers.com.br/). Acesso em 27 jul. 2010.

9 Anexos

9.1 Diagrama BPMN do Sebolino



9.2 Diagrama de Classes do Sebolino



9.3 Questionário Aplicado nos Sebos

Informações Iniciais

Nome do sebo:

Telefone:

Site:

Contato:

Quantidade de livros a venda:

Quantidade de funcionários:

Infra-Estrutura

1. Você usa computador? Qual o sistema operacional?
2. Você tem *internet*? Banda larga? Qual velocidade?

Perfil do Sebo

3. Qual a quantidade de livros didático ou universitários em relação aos demais tipos de livros no seu sebo?

- Muito menor
- Menor
- Igual
- Maior
- Muito maior
- Não vendo livros didáticos ou universitários

4. Em qual área você possui mais livros didáticos?

5. Qual a área de livros didáticos que você vende mais livros?

Organização de Estoque

6. Como é feito o controle de livros?

7. Qual a ferramenta utilizada?

8. Quais das informações abaixo são mantidas em seu catálogo de livros?

- ISBN
- Autores
- Título
- Edição

-
- Editora
 - Ano de publicação
 - Quantidade de páginas
 - Imagem digital da capa

Vendas/Receita

9. Qual o valor médio dos livros vendidos no seu sebo (estimativa)?

- Até R\$ 10,00
- Entre R\$ 10,00 e R\$ 25,00
- Entre R\$ 25,00 e R\$ 50,00
- Entre R\$ 50,00 e R\$ 75,00
- Entre R\$ 75 e R\$ 100,00
- Acima de R\$ 100,00

10. Você vende livros a distância? Como (telefone, afilizados, representantes...)?

11. Quanto das suas vendas é a distância?

12. Qual a vantagem desse canal sobre a *internet*?

13. Você aceita Cartão de Crédito? Por quê?

14. Há diferença de preço para produtos pagos no Cartão?

Perfil Virtual

15. Você negocia livros em alguns dos portal *online*? Algum dos abaixo?

- Estante Virtual
- Gojaba
- Sebos *online*
- Mercado Livre
- Portal próprio
- Outros *sites*. Especifique:
- Nunca vendi livros pela *internet*

Se não, qual a razão para você não negociar seus livros pela *internet*?

- Desconheço essa possibilidade
- Os custos envolvidos são elevados
- É necessário contratar mais funcionários
- Risco de não receber o pagamento
- A relação com o cliente *online* pode ser difícil

- Não possuo computador com acesso a *internet*
 - Outra. Especifique:
 - Já vendi livros *online* mas não vendo mais. Motivo da saída:
(pule para a pergunta 28)
16. Há quanto tempo você já negocia livros pela *internet*?
 17. Do total do seu acervo, quanto está disponível *online*? Por que não 100%?
 18. Você acha justa a comissão cobrada sobre as vendas pelos *sites* de negociação *online* de livros?
- Sim
 - Não. Qual seria um valor mais justo?
19. Você acha o valor cobrado pela mensalidade?
- Sim
 - Não. Qual seria um valor mais justo?
20. Como você recebe o pagamento de vendas *online* (depósito, boleto, cheque)?
 21. De maneira geral, qual o seu grau de satisfação com o seu *site* de vendas de livros *online*?
- Muito satisfeito
 - Satisfeito
 - Indiferente
 - Nada satisfeito
22. Cite três pontos positivos e um ponto negativo do *site* usado por você para negociar livros *online*.
- Positivo:
 - Negativo:
23. Você considera as ferramentas de cadastramento de livros no seu *site* de vendas *online* satisfatórias (quanto a facilidade de uso - Nota de 1 a 5)? Alguma sugestão para melhorá-las?
 24. Você teve um aumento significativo nas vendas após começar a utilizar a *internet* como plataforma extra de vendas?
- Sim. Qual foi o aumento (em %)?
 - Não

Gestão de Estoques *Online*

25. Como você lida com o estoque *online* e o estoque da sua loja? Como evitar que um livro que esteja esgotado em sua loja seja vendido pela *internet*?
26. Você usaria uma plataforma *online* para realizar o seu catálogo de livros e de estoques?

■ Sim

■ Não. Por quê não?

27. Em vendas pela *internet*, você já teve clientes insatisfeitos por alguma das razões abaixo?

■ Estado de conservação do livro

■ Prazo de entrega

■ Extravio

■ Inconsistência entre estoque virtual e estoque real

■ Outras. Especifique:

Compra de Livros

28. Como você abastece o sebo com livros?

29. Você usa os portais de negociação de livros *online* para adquirir livros para o seu sebo?

■ Sim. Qual?

■ Não

Frete

30. O custo do frete é um componente importante nas vendas a distância? Isso é um fato de decisão de venda/desistência?

31. O custo de enviar os livros por correio costuma ser significativo em relação ao preço do livro?

■ Sim

■ Não

32. O prazo de entrega é um fator importante (em uma escala de 1 a 5)?

33. Você utiliza apenas os Correios para envio?

34. Qual a forma mais usada dos Correios (PAC, SEDEX, SEDEX 10...)?

35. Quais serviços de entrega dos Correios são utilizados no envio de livros?

■ Serviços expressos

■ Mão própria

■ Aviso de Recebimento (AR)

■ Rastreamento

■ Seguro

■ Outros. Especifique:

Questões Legais

36. Com qual frequência você emite nota fiscal para os livros vendidos pela *internet*?

- Sempre
- Quase sempre
- Raramente
- Nunca

