

DIOGO UGAYAMA BASSI

**ANÁLISE ESTRATÉGICA E AVALIAÇÃO ECONÔMICA DA
COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO**

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

Professor Orientador: João Amato Neto

São Paulo

2006

DIOGO UGAYAMA BASSI

**ANÁLISE ESTRATÉGICA E AVALIAÇÃO ECONÔMICA DA
COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO**

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

São Paulo

2006

Existe o risco que você não pode jamais correr
e existe o risco que você não pode nunca deixar de correr.

(Peter Drucker)

À minha família,

Aos meus amigos,

E aos meus colegas de trabalho,

Pelo apoio e compreensão para a execução deste trabalho.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Dalton e Terezinha, e ao meu tio Aloysio que batalharam, sempre me incentivaram a estudar e deram todas as condições, para que atingisse o objetivo de me formar na Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.

Aos meus irmãos, Douglas e Débora, pela paciência inesgotável ao longo deste trabalho, em especial ao meu irmão, que muito me ensinou sobre a dinâmica de avaliação econômica no setor de varejo.

Aos meus amigos, André, Bruno, César, João e Vinícius, por me acompanharem ao longo de minha vida, em especial ao João por ter participado efetivamente no confronto deste desafio.

Ao meu orientador, Professor João Amato Neto, pelos valiosos conselhos e orientação que possibilitaram a elaboração deste trabalho.

Aos meus colegas de trabalho, Cyrille, Graciema, Stephan e Felipe, que muito me ensinaram sobre o setor, forneceram o caminho para diversas fontes de informações, fundamentais para a elaboração deste estudo, e serem compreensíveis na etapa conclusiva deste trabalho.

A todos os professores e funcionários da Escola Politécnica, em especial ao Osni e à Cris, que durante cinco anos contribuíram para minha formação de Engenheiro de Produção, da qual muito me orgulho.

RESUMO

O objetivo deste trabalho consiste na realização de uma análise estratégica e uma avaliação econômica da empresa de auto-serviços alimentar Companhia Brasileira de Distribuição (CBD), a maior varejista do Brasil. As considerações feitas para a elaboração da análise estratégica e para a avaliação econômica da empresa fundamentam-se em práticas do varejo em geral e principalmente no conceito de auto-serviço alimentar. O trabalho tem a intenção de mostrar um panorama atual do setor de varejo e evidenciar as tendências pelas quais o setor está passando, tanto no que se diz respeito à conjuntura macroeconômica, como em relação aos aspectos operacionais da indústria. Ao final, buscou-se mostrar como a estratégia de uma empresa tem impacto direto em sua avaliação econômica e conseqüentemente no impacto no valor de suas ações. O resultado deste trabalho procura servir de base à realização de estudos na área do setor de varejo, com ênfase em auto-serviço alimentar, na análise da estratégia e na avaliação econômica de empresas.

Palavras-chave: Finanças de empresas. Ações. Varejo.

ABSTRACT

The goal of this assignment consists in the development of a strategic analysis and in the valuation of the food retailer company Companhia Brasileira de Distribuição (CBD), the largest retailer in Brazil. The considerations taken to develop the strategic analysis and the valuation of the company are based upon retail industry practices, mainly regarding the retail food ones. This assignment intends to show an overview of the retail industry and evidence the trends that the retail industry is passing by, as much as regarding the macroeconomic conjuncture, as regarding the operational aspects of the industry. In the end, the aim was to show how a company strategy has a straight impact in its valuation and consequently in the price of its stocks. The result of this assignment could be a base for the development of studies in the retail sector, with emphasis on the food retail sector, and in the strategic analysis of companies and companies' valuation.

Keywords: Corporate Finance. Stocks. Retail.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Forças que Dirigem a Concorrência na Indústria	25
Figura 2 – O Ativo	35
Figura 3 – O Passivo.....	36
Figura 4 – Demonstrativo de Resultado do Exercício	37
Figura 5 - Relação entre Mercado Físico e Mercado Virtual no Pão de Açúcar	52
Figura 6 – Cidades Brasileiras com mais de 1 Milhão de Habitantes	59
Figura 7 – Estrutura de Negócios da Companhia Brasileira de Distribuição	61
Figura 8 – Resumo dos Negócios da Companhia Brasileira de Distribuição.....	63
Figura 9 – Nova Composição do Capital Social da CBD	65
Figura 10 – Cinco Forças de Porter para o Setor de Auto-Serviço	72
Figura 11 – Dinâmica da Metodologia por Fluxo de Caixa Descontado	89

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 – Fluxo de Caixa Descontado para o Valor da Empresa	32
Equação 2 – Valor da Perpetuidade	33
Equação 3 – Valor da Empresa	33
Equação 4 – Cálculo do Valor de Mercado.....	33
Equação 5 – Beta	40
Equação 6 – CAPM	40
Equação 7 – Desalavancagem do Beta	41
Equação 8 – CAPM Ajustado.....	42
Equação 9 – WACC.....	43
Equação 10 – Fluxo de Caixa Livre da Empresa.....	44
Equação 11 – Cálculo do Custo de Capital Próprio	96
Equação 12 – Cálculo de Diferencial de Inflação entre EUA e Brasil.....	97
Equação 13 – Cálculo do WACC	97
Equação 14 – Crescimento Real de Receita Líquida por Área de Vendas.....	99
Equação 15 – Crescimento Nominal da Receita Líquida por Área de Vendas	100

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Índice de Volume de Vendas no Varejo no Brasil.....	50
Gráfico 2 – Crescimento da Economia Brasileiro em Relação aos BRICs e ao México ..	55
Gráfico 3 –Variação Mensal do IPCA	55
Gráfico 4 – Juros Nominais - CDI.....	56
Gráfico 5 – Concessão de Crédito aos Indivíduos	57
Gráfico 6 – Participação das Seções no Faturamento	69
Gráfico 7 – Entrega em Domicílio como Percentual do Faturamento.....	70
Gráfico 8 – Participação dos Produtos de Marca Própria no Faturamento.....	71
Gráfico 9 – Faturamento do Setor de Auto-Serviços Alimentar por Região.....	76
Gráfico 10 – Taxa de Câmbio do Real.....	79
Gráfico 11 – US Treasury 10 vs. US Treasury 30.....	91
Gráfico 12 – Retornos do S&P 500 vs. US Treasury de 10 anos	92
Gráfico 13 – Risco País – EMBI JP Morgan Brasil.....	94
Gráfico 14 – Desempenho da Ação Preferencial da CBD vs. Ibovespa (base 100).....	96
Gráfico 15 – Abertura de Novas Lojas	103
Gráfico 16 – Receita Líquida em R\$ MM	104
Gráfico 17 –Despesas Operacionais e de Margem Bruta como % da Receita Líquida .	104
Gráfico 18 – Despesas Operacionais em R\$ MM.....	105
Gráfico 19 – Capex em R\$ MM.....	107
Gráfico 20 – Variação de Capital de Giro em R\$ MM	115
Gráfico 21 – Fluxo de Caixa Livre em US\$ MM	117
Gráfico 22 – Valor de Mercado da CBD	118
Gráfico 23 – Comparação entre os Resultados Obtidos	124
Gráfico 24 – Evolução da Ação Preferencial da CBD	125

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Desempenho do Varejo no Brasil em 2005	49
Tabela 2 – Indicadores do Setor de Auto-Serviço Alimentar	58
Tabela 3 – Classes Brasileiras de Acordo com a Renda Anual	60
Tabela 4 – Evolução dos Indicadores Financeiros e Operacionais da CBD	64
Tabela 5 – Aquisições de Distribuição Regional das Lojas Adquiridas	65
Tabela 6 – Maiores Empresas do Setor de Auto-Serviço em 2005.....	67
Tabela 7 – Vendas a Crédito no Setor de Varejo	77
Tabela 8 – Cálculo da Dívida Líquida de CBD.....	84
Tabela 9 – Cálculo do EBITDA da CBD	84
Tabela 10 – Avaliação Econômica por Múltiplos de Empresas Comparáveis.....	85
Tabela 11 – Análise por Múltiplo de Receita de Empresas Comparáveis.....	86
Tabela 12 – Análise por Múltiplos de EBITDA de Empresas Comparáveis	86
Tabela 13 – Avaliação Econômica por Múltiplos de Transações Comparáveis	87
Tabela 14 – Análise por Múltiplos de Receita de Transações Comparáveis.....	88
Tabela 15 – Análise por Múltiplos de EBITDA de Transações Comparáveis.....	88
Tabela 16 – Taxa Livre de Risco – US Treasury 10	91
Tabela 17 – Prêmio de Mercado – US Treasury 10 vs. S&P 500	93
Tabela 18 – Risco Brasil – EMBI JP Morgan Brasil.....	94
Tabela 19 – Cálculo do Beta da CBD.....	95
Tabela 20 – Premissas Macroeconômicas para a Avaliação Econômica de CBD	98
Tabela 21 – Elasticidade.....	99
Tabela 22 – Premissas de Receita Líquida Nominal de Lojas Velhas	101
Tabela 23 – Maturação de uma Loja Nova	102
Tabela 24 – Receita Nominal de Lojas Novas	103
Tabela 25 – Premissas de Despesas com Vendas e Despesas Gerais e Administrativas	105
Tabela 26 – Custo de Abertura por Loja	106
Tabela 27 – Premissas de Capex	107
Tabela 28 – Premissas de Depreciação e Amortização	108
Tabela 29 – Demonstrativo de Resultado do Exercício Projetado.....	109
Tabela 30 – Ativo do Balanço Patrimonial.....	111
Tabela 31 – Passivo do Balanço Patrimonial	113

Tabela 32 – Projeções de Variação de Capital de Giro.....	114
Tabela 33 – Projeções do Fluxo de Caixa Livre.....	116
Tabela 34 – Preço de CBD por Fluxo de Caixa Descontado.....	118
Tabela 35 - Preço Alvo de PCAR4 em 31/12/2006.....	119
Tabela 36 – Sensibilidade WACC vs. Elasticidade.....	120
Tabela 37 – Sensibilidade WACC vs. Número de Lojas Inauguradas	121
Tabela 38 – Sensibilidade WACC vs. Margem Bruta.....	122
Tabela 39 – Sensibilidade WACC vs. Despesas Operacionais	122
Tabela 40 – Sensibilidade WACC vs. Crescimento na Perpetuidade.....	123
Tabela 41 – Comparação entre as Metodologias de Avaliação Econômica	124
Tabela 42 – Cálculo da Dívida Líquida da Guararapes em 30/06/2006	133
Tabela 43 – Cálculo do EBITDA da Guararapes para o Ano de 2005.....	133
Tabela 44 – Cálculo da Dívida Líquida das Lojas Americanas em 30/06/2006	133
Tabela 45 – Cálculo do EBITDA de Lojas Americanas para o Ano de 2005.....	134
Tabela 46 – Cálculo da Dívida Líquida da Lojas Renner em 30/06/2006	134
Tabela 47 – Cálculo da Dívida Líquida da Lojas Renner para o ano de 2005	134
Tabela 48 – DRE da CBD	135
Tabela 49 – Ativo do Balanço Patrimonial da CBD.....	136
Tabela 50 – Passivo do Balanço Patrimonial da CBD.....	137
Tabela 51 – Aplicações Financeira e Capital de Giro Adicional.....	139
Tabela 52 – Dívida de Curto Prazo.....	140
Tabela 53 – Dívida de Longo Prazo	141
Tabela 54 – Demonstrativo de Fluxos de Caixas Projetados.....	142
Tabela 55 – Perspectivas Econômicas.....	143

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRAS	Associação Brasileira de Supermercados
BACEN	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BI	Bilhões
BRIC	Grupo de países emergentes constituído por Brasil, Rússia, Índia e China
CAPEX	<i>Capital Expenditures</i>
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CLN	Moeda do Chile – Pesos Chilenos
COFINS	Contribuição Financeira Social
CPI	<i>Consumer Price Index</i>
CPMI	Comissão Parlamentar Mista de Inquérito
CPV	Custo dos Produtos Vendidos
CS	Contribuição Social
DRE	Demonstrativo de Resultado do Exercício
DTVM	Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários
EMBI	<i>Emerging Market Bond Index</i>
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
FDIC	Fundos de Direito em Investimentos Creditórios
FIC	Financeira Itaú CBD
FMI	Fundo Monetário Internacional
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBOPE	Instituto Brasileiro de Opinião e Estatística

IBOVESPA	Índice Bovespa
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços
IGP-M	Índice Geral de Preços do Mercado
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IR	Imposto de Renda
ISS	Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza
MM	Milhões
MXN	Moeda do México – Pesos Mexicanos
PIS	Programa de Integração Social
SA	Sociedade Anônima
SWOT	<i>Strenghts, Weaknesses, Opportunities and Threats</i>
TIR	Taxa Interna de Retorno
VPL	Valor Presente Líquido
VT	Valor Terminal
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

LISTA DE SÍMBOLOS

β	Beta
‘000	Milhares
€	Moeda da União Européia – Euros
R\$	Moeda do Brasil – Reais
US\$	Moeda dos Estados Unidos – Dólares Norte-Americano
#	Número

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	19
1.1. O Estágio.....	21
1.2. Histórico da Empresa	21
1.3. O Estágio e o Trabalho de Formatura.....	22
1.4. Objetivo do Trabalho	22
1.5. A Engenharia de Produção e o Trabalho de Formatura	23
2. REVISÃO TEÓRICA EM ESTRATÉGIA	24
2.1. As Cinco Forças Competitivas de Porter	24
2.1.1. Rivalidade entre as Empresas Existentes	25
2.1.2. Ameaça de Novos Competidores	26
2.1.3. Ameaça de Produtos Substitutos.....	27
2.1.4. Poder de Barganha dos Fornecedores	28
2.1.5. Poder de Barganha dos Consumidores	28
2.2. Análise SWOT.....	29
2.2.1. Pontos Fortes (Strengths)	30
2.2.2. Pontos Fracos (Weaknesses).....	30
2.2.3. Oportunidades (Opportunities)	31
2.2.4. Ameaças (Threats).....	31
3. REVISÃO TEÓRICA EM FINANÇAS CORPORATIVAS	31
3.1. Conceitos Básicos de Contabilidade.....	34
3.1.1. Balanço Patrimonial	35
3.1.2. Demonstrativo de Resultado do Exercício.....	36
3.1.3. Demonstrativo de Fluxo de Caixa	37
3.2. O Custo de Capital.....	38
3.2.1. Estrutura de Capital	38
3.2.2. Custo de Capital Próprio	39
3.2.3. Custo de Capital de Terceiros	42
3.2.4. WACC	43
3.3. Fluxo de Caixa da Empresa	44

4. O VAREJO	45
4.1. Tipos de Varejistas	46
4.1.1. Varejo Alimentício com Lojas.....	46
4.1.2. Varejo não Alimentício com Lojas	47
4.1.3. Varejo sem Lojas	48
4.2. Desempenho Recente no Brasil.....	49
4.3. Tendências	50
4.3.1. Internet.....	51
4.3.2. Atuação das Redes Varejistas como Financeiras	53
5. AUTO-SERVIÇO ALIMENTAR NO BRASIL.....	54
5.1. Política e Macroeconomia	54
5.2. Visão Geral.....	57
6. COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO.....	61
6.1. Indicadores Operacionais e Financeiros.....	62
6.2. Expansão de Capital e Plano de Investimentos.....	64
6.3. Joint Venture com o Casino.....	65
6.4. CBD como Financeira	66
7. ANÁLISE ESTRATÉGICA.....	66
7.1. Cinco Forças Competitivas de Porter	66
7.1.1. Rivalidade entre as Empresas existentes	66
7.1.2. Ameaça de Novos Competidores	68
7.1.3. Ameaça de Produtos Substitutos.....	69
7.1.4. Poder de Barganha dos Fornecedores	70
7.1.5. Poder de Barganha dos Consumidores	71
7.2. Análise SWOT da CBD	72
7.2.1. Pontos Fortes (Strenghts)	72
7.2.2. Pontos Fracos (Weaknesses).....	75
7.2.3. Oportunidades (Opportunities)	75
7.2.4. Ameaças (Threats).....	77
7.3. Estratégias da Empresa.....	79
8. AVALIAÇÃO ECONÔMICA RELATIVA DA CBD	82
8.1. Avaliação Econômica por Múltiplos de Empresas Comparáveis	83
8.2. Avaliação Econômica por Múltiplos de Transações Comparáveis	87

9. AVALIAÇÃO POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	88
9.1. WACC.....	89
9.1.1. <i>Estrutura de Capital da Empresa</i>	90
9.1.2. <i>Cálculo do Custo de Capital Próprio</i>	90
9.1.3. <i>Cálculo do Custo de Capital de Terceiros</i>	96
9.1.4. <i>Cálculo do WACC</i>	97
9.2. Projeção dos Fluxos de Caixa	97
9.2.1. <i>Receitas</i>	99
9.2.2. <i>Despesas Operacionais</i>	104
9.2.3. <i>Capex.....</i>	106
9.2.4. <i>Depreciação e Amortização.....</i>	107
9.2.5. <i>Variação do Capital de Giro</i>	110
9.2.6. <i>Fluxo de Caixa Descontado</i>	115
9.2.7. <i>Análise de Sensibilidade.....</i>	119
9.3. Resultados Finais	123
10. CONCLUSÃO	127
APÊNDICE A – CALCULO DE DÍVIDA LÍQUIDA E EBITDA PARA EMPRESAS BRASILEIRAS DE VAREJO.....	133
APÊNDICE B – DRE DA COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	135
APÊNDICE C – ATIVO DO BALANÇO PATRIMONIAL DA COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO.....	136
APÊNDICE D – PASSIVO DO BALANÇO PATRIMONIAL DA COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO.....	137
APÊNDICE E – PROJEÇÕES DE CONTAS NÃO DETALHADAS DO DRE E DO BALANÇO PATRIMONIAL	138
ANEXO A – PROJEÇÕES MACROECONÔMICAS.....	143

1. INTRODUÇÃO

O setor de varejo é um setor que vem assumindo importância crescente no panorama mundial, podendo ser utilizado como termômetro do crescimento econômico de um país. O Brasil ganha importância fundamental na análise desse setor, já que a economia do país está com bases cada vez mais favoráveis para sua expansão como níveis de inflação controlados, tendência de juros em queda e aumentos expressivos na concessão de crédito que permitem que esse setor apresente crescimentos cada vez mais altos.

Além da mudança de conjuntura econômica, é importante mencionar as mudanças pelas quais o setor de varejo passando no que se diz respeito a um aumento maior de vendas virtuais, a um aumento no percentual das vendas através de crédito pelas empresas e no aumento da criação de produtos de marca própria.

Assim, o trabalho procura realizar uma análise estratégica e uma avaliação econômica da maior varejista do Brasil, a CBD, através do estudo do setor no qual a empresa está inserida e de seu posicionamento na indústria.

Este trabalho é organizado da seguinte maneira:

O Capítulo 1 introduz os tópicos abordados neste trabalho, o estágio realizado pelo autor, a empresa na qual ele foi realizado para a elaboração deste trabalho e por fim o objetivo do mesmo e sua relação com a Engenharia de Produção.

O Capítulo 2 apresenta o referencial teórico deste trabalho em relação à estratégia, descrevendo metodologias como as Cinco Forças Competitivas de Porter, que busca estabelecer quão competitivo é um setor, e a Análise SWOT, que leva em conta tanto o ambiente interno à empresa como seu ambiente externo.

No Capítulo 3 o referencial teórico de avaliação econômica de empresas é apresentado, através de uma revisão de contabilidade que serve de base para a elaboração das projeções de fluxos de caixa de uma empresa e do custo médio ponderado de capital (WACC), taxa utilizada para descontar esses fluxos e que servem de base para o cálculo do valor de uma empresa.

O Capítulo 4 realiza um panorama do varejo, mostrando quais são os tipos de varejistas, as tendências de varejo e como o mercado recente de internet e varejo virtual vem ocupando

espaço no setor. O capítulo também busca mostrar a atuação das varejistas como financeiras e o despenho recente do setor de varejo no Brasil

O Capítulo 5 percorre o setor auto-serviço alimentar, que compreende varejistas do tipo supermercado, hipermercados e lojas de conveniências, e busca elaborar uma visão geral do setor.

O Capítulo 6 apresenta uma descrição da Companhia Brasileira de Distribuição, empresa foco do trabalho, de modo a apresentar dados e informações que serão fundamentais para a elaboração da análise estratégica e na avaliação econômica da corporação.

O Capítulo 7 de aplicação da análise estratégica estuda a competição do setor através da análise das Cinco Forças Competitivas de Porter do setor de supermercados e hipermercados (setor na qual a CBD está inserida). Esse capítulo também busca evidenciar quais são os pontos fortes, fracos as ameaças e as oportunidades da CBD através de uma análise SWOT.

O Capítulo 8 destina-se a elaboração da avaliação econômica da CBD por métodos de avaliação relativos e estabelecer o preço justo da ação da empresa. Esses métodos buscam realizar uma análise econômica preliminar de uma empresa, através da comparação com o desempenho de outras empresas similares e com o valor de transações que envolveram as empresas do setor em análise. As avaliações relativas também servem para validar os valores obtidos através de uma análise de fluxo de caixa descontado.

O Capítulo 9 tem por finalidade apresentar a avaliação econômica detalhada da empresa pelo método de Fluxo de Caixa Descontado. A análise compreende o cálculo médio ponderado de capital e das projeções de resultados financeiros da empresa de acordo através de dados macroeconômicos, setoriais e característicos à própria empresa resultando no valor justo da ação da empresa.

O Capítulo 10 refere-se à conclusão do trabalho. Este capítulo busca realizar uma revisão do tema proposto pelo trabalho, com destaque para principais análises e avaliações realizadas e as conclusões que puderam ser tiradas a partir das mesmas. Por fim, o trabalho aponta qual a contribuição fornecida pelo trabalho em questão.

Ao final do documento constam as Referências Bibliográficas, Apêndices e Anexos que são complementares ao trabalho.

1.1. O Estágio

O estágio, iniciado em setembro de 2005, foi realizado na área de **Finanças Corporativas**, que tem ênfase em **Fusões e Aquisições** do Banco Calyon, subsidiária responsável pelas áreas de *Corporate e Investment Banking* do Grupo Crédit Agricole.

1.2. Histórico da Empresa

O Grupo Crédit Agricole está presente no Brasil desde 1948, primeiramente através do Banco Francês e Brasileiro, instituição do Grupo Crédit Lyonnais e após sua venda ao Banco Itaú em 1995, por uma decisão estratégica do conglomerado em manter banco de varejo na França e bancos de investimento/negócios no restante do mundo, manteve escritórios de Representação em São Paulo e Rio de Janeiro com o objetivo de originar operações de *Trade Finance, Corporate Banking, Private Banking e Research* junto a grandes clientes nacionais e multinacionais sob a denominação Crédit Lyonnais.

Em 1980, o Grupo Crédit Agricole iniciou sua presença no Brasil através da abertura de um escritório de Representação no Rio de Janeiro que em 1987 tornou-se acionista principal do Banco Interatlântico que foi vendido em 2000 para o Banco Bradesco. Em 1998 ocorreu a abertura do escritório de Representação do Credit Agricole Indosuez em São Paulo, atualmente parte do Grupo Crédit Agricole no Brasil.

Também em 1998 o Grupo Crédit Lyonnais retomou os investimentos no Brasil através da criação da Asset Management, (atual Crédit Agricole Brasil S.A. DTVM) e em 2001, foi criado o Banco Crédit Lyonnais do Brasil S/A que passou a chamar-se Banco Calyon Brasil S/A em decorrência da reestruturação global do grupo em 2004.

O Banco Crédit Agricole nasceu da fusão dos bancos franceses Crédit Agricole Indosuez com o Crédit Lyonnais em 2003, dando origem a um dos maiores bancos do mundo (7º maior banco do mundo em Ativos de acordo com dados publicados pela revista norte americana *The Banker*, em julho de 2006).

1.3. O Estágio e o Trabalho de Formatura

O Calyon possui expertise no setor de varejista já que participou da venda dos ativos da empresa francesa de materiais de construção Castorama (pertencente ao grupo inglês Kingfisher), no Brasil, ao grupo Casa & Construção em 2003 e também da venda dos ativos da empresa também francesa de materiais elétricos Rexel ao grupo Ferramentas Gerais em 2005. Atualmente, o banco assessora uma grande empresa familiar de varejo especializado na busca de um parceiro estratégico.

A área de Finanças Corporativas do banco tem por função atuar como assessor financeiro de empresas e instituições do governo na realização de fusões, aquisições, desinvestimentos, reestruturações, aberturas e aumento de capital acionário na bolsa de valores e emissões de dívida.

As atividades desempenhadas no estágio incluem a elaboração de estudos setoriais e de empresas e a elaboração de modelos econômicos que tem por finalidade realizar avaliação financeira das empresas.

Dessa forma, as atividades realizadas no trabalho foram fundamentais para a realização de uma análise estratégica e avaliação econômica da Companhia Brasileira de Distribuição.

1.4. Objetivo do Trabalho

O objetivo do projeto é realizar a análise estratégica e a avaliação econômica da Companhia Brasileira de. Para isso, são fundamentais dados setoriais e de mercado dos setores de varejo e de auto-serviço e dados macroeconômicos, de modo contextualizar o mercado em que a empresa atua.

A escolha do tema foi baseada nas atividades desempenhadas pelo autor em seu estágio, à época da elaboração do trabalho, das quais fazem parte análises estratégicas e avaliações econômicas de empresas. Além disso, cabe destacar os fundamentos econômicos positivos apresentados pela economia brasileira e que fazem com que o varejo seja um dos setores de maior destaque no Brasil, por serem fortemente correlatos, sendo a CBD, o maior expoente do dessa indústria.

1.5. A Engenharia de Produção e o Trabalho de Formatura

O Engenheiro de Produção graduado na Escola Politécnica é um profissional dinâmico, que apresenta as características procuradas pelo mercado de trabalho. Desta forma, embora o presente trabalho possa parecer um estudo meramente econômico, cabe dizer que a ampla formação concebida aos Engenheiros de Produção permite que o leque de atuação dos mesmos seja bem variado, englobando áreas como gestão de qualidade, logística, administração, tecnologia da informação e até mesmo estratégia e economia.

Podemos citar abaixo as disciplinas ministradas durante o curso e a contribuição das mesmas para a execução deste trabalho de análise estratégica e avaliação econômica:

- A Introdução à Economia ofereceu bases para o entendimento da economia brasileira, que tem grande relação com o setor varejista;
- A Contabilidade apresentou os conceitos envolvidos nos demonstrativos financeiros, que oferecem muitas informações para as finanças corporativas e são fundamentais para a elaboração de projeções de resultados das empresas;
- Engenharia Econômica e Finanças e Projeto Integrado de Sistemas de Produção mostraram como optar por diferentes opções de investimento, através da avaliação dos mesmos por métodos como Taxa Interna de Retorno (TIR) e Valor Presente Líquido (VPL);
- A Economia de Empresas ofereceu ferramentas para a análise de desempenho de empresas, como por exemplo, a definição de margem bruta;
- A Estatística, através do conceito de desvio-padrão, permitiu o melhor entendimento do conceito do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), já que esse modelo envolve o risco e retorno de ações que são mensurados pelo desvio-padrão das mesmas e o conceito de Beta, que é função da covariância dos retornos das ações da empresa com o retorno do seu mercado e da variância do retorno oferecido pelo mercado;
- Gestão da Tecnologia da Informação e Gestão Estratégica da Produção nos ensinaram ferramentas para análises de setores e do posicionamento estratégico de empresas.

Logo, é possível notar o grande envolvimento que o trabalho desenvolvido possui com o curso de Engenharia de Produção, por utilizar diversos conceitos utilizados durante o curso,

para a elaboração da Análise Estratégica e Avaliação Econômica da Companhia Brasileira de Distribuição.

2. REVISÃO TEÓRICA EM ESTRATÉGIA

Nesse capítulo serão apresentadas as teorias pesquisadas para o desenvolvimento deste trabalho no que se diz respeito à estratégia e que poderão auxiliar a elaboração da avaliação econômica posterior da empresa.

A revisão abrange a análise de concorrência através das Cinco Forças Competitivas de Porter e a análise SWOT.

2.1. As Cinco Forças Competitivas de Porter

Desenvolvido por Michael Porter, as Cinco Forças Competitivas de Porter auxiliam a determinar a atratividade de um setor. Antes que uma empresa expanda suas operações em um mercado, desenvolva linhas de produtos, adquira novos negócios, ou venda alguma de suas divisões, a empresa deve se perguntar “A indústria, na qual estamos inseridos, é atraente para entrar ou para sair?”. Utilizando as Cinco Forças Competitivas de Porter, uma empresa pode fundamentar argumentos para responder essa indagação.

Segundo Porter (1991) a base para a elaboração de uma estratégia competitiva é relacionar a empresa ao meio ambiente. Devido ao fato do meio ambiente ser muito amplo, por abranger forças sociais e econômicas, o aspecto principal do meio ambiente de uma empresa é a indústria ou as indústrias na qual ela compete. Porter (1991) menciona que as Cinco Forças Competitivas combinadas além de determinarem a concorrência, afetam também a rentabilidade da indústria.

Uma análise das cinco forças identifica as ameaças aos lucros de todas as empresas do setor:



Fonte: Porter (1991)

Figura 1 – Forças que Dirigem a Concorrência na Indústria

A Cinco Forças de Porter (1991) mostradas anteriormente são resumidas a seguir.

2.1.1. Rivalidade entre as Empresas Existentes

A rivalidade entre empresas ocorre quando um ou mais concorrentes percebem a oportunidade de obter e ampliar participação em um mercado ou quando se sentem pressionados pela indústria ou por seus competidores. Dessa forma, as manobras por eles praticadas são:

- Concorrência de preços;
- Batalhas de publicidade;
- Ingresso de novos produtos;
- Aumentos de serviços ou das garantias ao cliente.

Esses movimentos competitivos podem gerar efeitos positivos na indústria, fazendo que esta possa se aprimorar, mas também podem afetar negativamente a rentabilidade de uma

indústria. A competição entre as empresas no mercado é consequência da interação de diversos fatores estruturais:

- Muitos vendedores no mercado: existe a possibilidade de que algumas empresas acreditem que podem realizar movimentos sem serem percebidas, aumentando assim, a competitividade do setor;
- Concorrentes bem equilibrados: devido a esse equilíbrio, algumas empresas podem querer lutar entre si, podendo acarretar em reações drásticas dos concorrentes;
- Crescimento lento da indústria: competidores do mercado procuram expansão de suas atividades, tendendo uma intensificação na concorrência;
- Custos fixos altos: fortes pressões são criadas no mercado para que as empresas satisfaçam sua capacidade, podendo resultar em redução de preços;
- Produtos não diferenciados: empresas são tentadas a oferecer preços abaixo aos praticados por suas rivais, de modo a gerar um considerável aumento em sua participação no mercado;
- Fortes barreiras à saída: empresas que estão com mau desempenho buscam a utilização de táticas extremas, podendo diminuir drasticamente a lucratividade da indústria.

2.1.2. Ameaça de Novos Competidores

Segundo Porter (1991) a entrada de novas empresas em uma indústria traz maior capacidade de produção, desejo de ganhar participação no mercado e muitas vezes em obter recursos substanciais. Besanko et al. (2004) afirma que a entrada de novos entrantes pode corroer o lucro ou porque as entrantes dividem a demanda do mercado com mais vendedores, ou porque diminuem a concentração do mercado, aquecendo a rivalidade interna.

O risco de entrada depende das barreiras de entrada existentes na indústria, sendo que cada um dos seguintes tende a afetar a ameaça de entrada:

- Economia de escala: a nova empresa deve atingir uma participação substancial mínima, de modo a obter a escala eficiente mínima: caso não faça, a entrante pode ficar em grande desvantagem de custo;

- Diferenciação do produto: as empresas entrantes necessitam investir pesadamente para estabelecer reputação e conhecimento de marcas fortes;
- Necessidade de capital: a necessidade de dispêndio de quantias financeiras elevadas para a competição em um mercado, cria uma barreira de entrada para novos entrantes;
- Custo de mudança de fornecedor: altos custos de mudança de fornecedor são barreiras para os novos entrantes;
- Acesso de entrantes a insumos-chave, incluindo *know-how* tecnológico, matérias-primas, distribuição e localizações: patentes e localizações exclusivas podem se configurar como barreiras à entrada de novos competidores;
- A proteção governamental aos dominantes: leis podem favorecer algumas empresas muito mais do que outras.

2.1.3. Ameaça de Produtos Substitutos

Porter (1991) afirma produtos substitutos são produtos que podem realizar a mesma função que aquele da indústria. Besanko et al. (2004) afirma que os substitutos reduzem os lucros da mesma forma que os entrantes por roubarem negócios e aumentarem as rivalidades externas. Para avaliação de produtos substitutos, devem ser considerados os seguintes fatores:

- Disponibilidade de substitutos: é necessário considerar as características do produto na identificação de substitutos;
- Características preço-valor dos substitutos: caso os substitutos próximos ao produto tenham preço muito alto, os mesmo podem representar uma ameaça pequena. No entanto, é importante ressaltar que muitos produtos novos podem ser substitutos fracos, mas que tendem a ganhar importância quando fabricantes movem a curva de aprendizado para baixo e conseqüentemente os preços caem;
- Elasticidade: quando o nível de elasticidade do preço de uma indústria é grande, um aumento de preços tende a levar os consumidores a comprarem produtos substitutos.

2.1.4. Poder de Barganha dos Fornecedores

Conforme Porter (1991), os fornecedores podem, através da elevação de preços e da redução da qualidade de bens e serviços, exercer seu poder de negociação sobre os participantes de uma indústria. Em uma indústria inábil de repassar a elevação de seus custos aos seus preços, os fornecedores poderosos podem aumentar os preços de seus produtos, e assim absorvem a lucratividade de seus clientes.

Dessa forma, é possível determinar se um fornecedor é poderoso, se os fatores abaixo são aplicáveis:

- Alta concentração da indústria fornecedora para a qual ela vende: a fragmentação dos compradores faz com que eles tenham pouco poder de negociação com seus grandes fornecedores;
- Ausência de produtos substitutos na venda para a indústria: essa ausência faz com que os fornecedores tenham maior poder de barganha;
- Baixa importância da indústria para o fornecedor: caso a indústria para a qual o fornecedor venda não corresponda a uma parcela significativa de suas vendas, o poder de negociação do fornecedor se eleva;
- Importância do produto do fornecedor para o comprador: caso um insumo seja vital para uma indústria, o fornecedor, obviamente, possui grande poder de barganha.

2.1.5. Poder de Barganha dos Consumidores

De acordo com Porter (1991), os compradores de uma indústria exercem seu poder forçando os preços para baixo, exigindo melhor e maior qualidade dos serviços e aumentando a concorrência entre as empresas existentes.

Logo, é possível determinar se um comprador é poderoso se as seguintes características forem aplicáveis:

- Alta concentração dos compradores: caso uma significativa parcela das vendas de uma empresa seja adquirida por um determinado comprador, isto aumenta o poder de barganha do comprador;

- Os produtos que o comprador compra não são diferenciados: neste caso, os compradores certos de poderem encontrar fornecedores alternativos, tendem a jogar fornecedores uns contra os outros na disputa pelo cliente;
- O comprador enfrenta poucos custos de mudança: ao enfrentar poucos custos de mudança, o poder de barganha do comprador se encontra fortalecido frente à indústria;
- Lucros baixos por parte do comprador: lucros reduzidos são grandes incentivos para um comprador adotar uma política de redução de custos em suas compras, o que faz com que o comprador seja sensível a preços e tenha poder compra.

2.2. Análise SWOT

Dois grupos de fatores influenciam as decisões de uma empresa: o ambiente externo competitivo no qual a empresa atua e suas características. A Análise SWOT (*Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats*) é um modelo utilizado para identificar estes fatores e estudar o resultado da interação entre fatores internos e externos, sendo útil como base para gestão e planejamento estratégico de uma corporação ou empresa. É um sistema simples para posicionar ou verificar a posição estratégica da empresa no ambiente em questão.

As forças e fraquezas são determinadas pela posição atual da empresa e se relacionam a fatores internos. Enquanto que oportunidades e ameaças são antecipações do futuro e estão relacionadas a fatores externos.

Os dirigentes da empresa podem controlar o ambiente interno, uma vez que este é função da gestão estratégica definida pelos próprios membros da corporação. Assim, ao realizar uma análise e perceber um ponto forte, o mesmo deve ser enfatizado ao máximo; e ao perceber um ponto fraco, os dirigentes da organização devem buscar controlá-lo de modo a minimizar possíveis implicações.

Já o ambiente externo está totalmente fora da influência exercida por uma empresa. No entanto, embora não possa controlá-lo, a empresa deve reconhecê-lo e realizar um acompanhamento freqüente de modo a aproveitar suas oportunidades e evitar suas ameaças.

2.2.1. Pontos Fortes (*Strenghts*)

Os recursos ou capacidades de uma empresa com finalidade de obter vantagens competitivas são os pontos fortes de uma empresa. Podemos citar entre eles:

- Marca reconhecida no mercado;
- Participação significativa da empresa no *market share*;
- Vantagens de custos;
- Fontes exclusivas recursos;
- Localização;
- Poder sobre fornecedores.

2.2.2. Pontos Fracos (*Weaknesses*)

Os pontos mais vulneráveis da empresa em comparação aos seus concorrentes determinam os pontos fracos da empresa, dentre os quais podemos citar:

- Marca pouco reconhecida no mercado;
- Baixa participação no *market share*;
- Custos elevados;
- Dificuldade na obtenção de recursos;
- Localização desfavorável;
- Falta de acesso a recursos naturais;
- Falta de poder sobre fornecedores.

2.2.3. Oportunidades (*Opportunities*)

As oportunidades fornecidas pelo ambiente externo podem proporcionar crescimento, ganhos de rentabilidade e fortalecimento da corporação. Algumas delas são listadas a seguir:

- Necessidades não satisfeitas do consumidor;
- Incremento no poder de compra do mercado;
- Novas tecnologias.

2.2.4. Ameaças (*Threats*)

Alterações no ambiente externo podem apresentar ameaças ao desempenho de uma empresa. Dentre as quais julgamos necessário destacar:

- Mudança de comportamento dos consumidores;
- Redução no poder de compra do mercado;
- Entrada de produtos substitutos.

3. REVISÃO TEÓRICA EM FINANÇAS CORPORATIVAS

De acordo com Damodaran (2002), o valor de qualquer ativo deve ser função de três variáveis: a quantia que ele gera de fluxo de caixa, o período em que esses fluxos de caixa ocorrem e o nível de incerteza a eles associados. A avaliação de fluxo de caixa descontado reúne estas três variáveis ao calcular o valor de qualquer ativo como sendo o valor presente de seus fluxos de caixas futuros esperados.

Os fluxos de caixa variam de ativo por ativo (dividendos para ações, cupons e valor nominal para títulos; e fluxos de caixa após o imposto de renda para projetos reais) e a taxa de desconto é uma função do nível de risco do ativo.

Para avaliar uma empresa, existem dois tipos de avaliação de fluxo de caixa que podem ser utilizados: o primeiro é avaliar apenas o investimento em capital próprio da empresa, ou seja, avaliar o valor para os acionistas; e o segundo é avaliar a empresa como um todo incluindo o capital próprio e o capital de terceiros. A avaliação econômica da CBD será realizada através

da avaliação da empresa como um todo e o valor do lote da ação que será calculado, será obtido através do valor da empresa, descontado de sua dívida líquida.

O valor da empresa é obtido ao se descontar os fluxos de caixa esperados da empresa (fluxos de caixa residuais após atender todas as despesas operacionais, as necessidades de investimento e os impostos, mas antes do pagamento das dívidas) ao custo médio ponderado de capital (WACC – que considera o custo dos diferentes componentes de financiamento utilizados pela empresa, ponderados por sua estrutura de capital alvo).

$$Valor da empresa = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{FCL_i}{(1 + WACC)^i}$$

Equação 1 – Fluxo de Caixa Descontado para o Valor da Empresa

No qual:

FCL_i = fluxo de caixa livre da empresa no período i

WACC = custo médio ponderado de capital

No entanto, para um período finito de projeção dos fluxos de caixa é necessário considerar um valor de perpetuidade para empresa, de modo que o avaliador não precise utilizar períodos de longos de projeção e possa atribuir uma taxa de crescimento à empresa no futuro.

A taxa de crescimento deve ser uma taxa condizente com a economia na qual uma empresa está inserida, de modo que se essa taxa de crescimento for muito menor que o crescimento da economia, isto significa que a corporação tende a desaparecer no futuro devido a sua baixa rentabilidade em relação ao mercado; e se essa taxa de crescimento for muito acima da taxa do mercado, esse fato denota que a empresa está propensa a superar o seu mercado, o que é pode ser considerado um absurdo (como se o faturamento de uma empresa brasileira superasse o valor do PIB brasileiro).

O valor terminal da empresa é dado pela seguinte fórmula:

$$VT = \frac{FCL_n * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Equação 2 – Valor da Perpetuidade

No qual:

VT = valor terminal

FCL_n = fluxo de caixa livre da empresa no último período de projeção

WACC = custo médio ponderado de capital

g = taxa de crescimento da empresa na perpetuidade

Dessa forma, o valor da empresa pode ser equacionado da seguinte forma:

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

Equação 3 – Valor da Empresa

No qual:

VE = valor da empresa

FCL_i = fluxo de caixa livre da empresa no período i

WACC = custo médio ponderado de capital

VT = valor terminal

Para obter somente o valor de mercado da empresa (ou valor do acionista), basta descontar a dívida onerosa da empresa:

$$\text{Valor de Mercado} = \text{Valor da Empresa} - \text{Dívida Líquida}$$

Equação 4 – Cálculo do Valor de Mercado

É importante definir que o valor de mercado calculado através do método de fluxo de caixa descontado reflete o **valor justo** do valor de mercado para a data base para os quais são descontados os fluxos de caixa projetados, e não o valor real de mercado de uma empresa.

O **valor real** de mercado de uma empresa é função da multiplicação da quantia total de ações (ou de lotes) de uma empresa pelo preço unitário (ou preço por lote) das mesmas.

A dívida líquida representa o valor da empresa que está em mão de terceiros, ou seja, quanto a empresa tomou de empréstimos e financiamentos, debêntures, impostos parcelados (dívidas de impostos que possuem subsídios do governo) e FIDCs. No entanto, é necessário descontar os valores de caixa e aplicações financeiras e de títulos e valores mobiliários da empresa, que são valores que poderiam ser utilizados para pagar o valor dessas dívidas.

O conceito de dívida líquida que será utilizado deste ponto em diante, também acrescentará o valor de outras contas do balanço que são chamadas de contas redutoras do valor da empresa, uma vez que as mesmas diminuem o valor do acionista. São consideradas contas redutoras contas do passivo as contas a pagar com partes relacionadas, dividendos a pagar e participações minoritárias, sendo necessário descontar desses ajustes as contas do ativo como créditos com pessoas ligadas, dividendos a receber e investimentos.

3.1. Conceitos Básicos de Contabilidade

Muitas das informações utilizadas em finanças corporativas e em avaliação de empresas provêm dos demonstrativos financeiros. Portanto, a seguir estarão sendo exibidos os três demonstrativos financeiros básicos: o demonstrativo de resultados, que mensura as receitas e as despesas da empresa; o balanço que reflete os ativos e os passivos da empresa; e o demonstrativo de fluxos de caixa, que examina as fontes e usos do dinheiro.

Esses demonstrativos são fornecidos pelas empresas de capital aberto em seus relatórios anuais. Além disso, esses demonstrativos são quase sempre acompanhados por notas explicativas, que fornecem informações adicionais aos números dos demonstrativos e permitem um maior esclarecimento das informações.

Antes de introduzir o conceito de avaliação de empresas, é importante realizar uma revisão sobre os conceitos básicos de contabilidade que são a base para a metodologia de avaliação de empresas.

3.1.1. Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial mostra a posição financeira de uma empresa em uma determinada data, sendo composta por três partes: Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido.

O Ativo representa os recursos da empresa. São os recursos que a empresa utiliza para operar o seu negócio incluindo caixa, estoques e equipamentos.

Uma empresa geralmente obtém os recursos que utiliza para operar seus negócios através de endividamento, atraindo novos acionistas ou através de suas próprias operações. O Passivo apresenta as obrigações da empresa, representando o direito que os credores têm na empresa.

O Patrimônio Líquido da empresa representa o valor líquido da empresa que iguala os ativos que a empresa possui menos as obrigações que a empresa tem com seus credores, também podendo ser definido como o direito que os investidores têm em relação aos recursos da empresa. Nesta demonstração estão evidenciados o Ativo, o Passivo e o Patrimônio Líquido de uma empresa.

ATIVO
ATIVO CIRCULANTE <ul style="list-style-type: none"> * Direitos realizáveis a curto prazo * Caixa/Estoque/Clientes
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO <ul style="list-style-type: none"> * Direitos realizáveis após o término do exercício seguinte * Direitos derivados de adiantamentos ou empréstimos a sociedades coligadas ou controladas, diretores, acionistas ou participantes no lucro da companhia, que não constituírem negócios usuais na exploração do objeto da companhia
ATIVO PERMANENTE
Investimentos <ul style="list-style-type: none"> * Participações permanentes em outras sociedades e direitos de qualquer natureza, não classificáveis no Ativo Circulante, ou Realizável a Longo Prazo que não se destinem à manutenção da atividade da companhia ou empresa
Imobilizado <ul style="list-style-type: none"> * Direitos que tenham por objeto bens destinados à manutenção das atividades da companhia ou empresa, ou exercidos com essa finalidade, inclusive o sde propriedadee comercial ou industrial
Diferido <ul style="list-style-type: none"> * Aplicações de recursos em despesas que contribuirão para a formação do resultado de mais de um exercício social, inclusive juros pagos ou creditados aos acionistas durante o período que anteceder o início das operações sociais

(elaborado pelo autor)

Figura 2 – O Ativo

PASSIVO
PASSIVO CIRCULANTE
* Obrigações da companhia, inclusive financiamentos para aquisição de direitos do Ativo Permanente quando vencerem no exercício seguinte
PASSIVO EXIGÍVEL A LONGO PRAZO
* Obrigações vencíveis em prazo maior do que o exercício seguinte
PATRIMÔNIO LÍQUIDO
Capital Social
* Montante do capital subscrito e, por dedução, parcela não realizada
Reservas de Capital
* Ágio na emissão de ações ou conversão de debêntures e partes beneficiárias
* Produto da alienação por partes beneficiárias de bônus de subscrição
* Prêmios recebidos na emissão de debêntures, doações e subvenções para investimentos
Reservas de Reavaliações
* Contrapartida do aumento de elementos do Ativo em virtude de novas avaliações, documentadas por laudo técnico
Reservas de Lucros
* Contas constituídas a partir de lucros gerados pela companhia
Lucros ou Prejuízos Acumulados
* Lucros gerados pela companhia, que ainda não receberam destinação específica

(elaborado pelo autor)

Figura 3 – O Passivo

Devido ao fato de a empresa poder obter recursos tanto de investidores como de credores é necessário saber distinguir os dois e saber distinguir por que um é classificado como Passivo e outro como Patrimônio Líquido.

As empresas se endividam de modo a obter os recursos financeiros necessários para suas operações e “prometem” pagar a dívida após um certo período de tempo. Esta “promessa” é fixa e não é baseada na performance operacional da empresa.

Do mesmo modo, as empresas também buscam atrair acionistas para obter recursos financeiros. No entanto, a empresa não “promete” pagar os acionistas uma quantia específica, em um determinado período de tempo. Ao invés disso, as empresas prometem a eles um retorno sobre seu investimento que é geralmente condicional a performance operacional da empresa. Já que o investimento de um acionista não é garantido, ele possui um risco maior do que o risco de um credor. Entretanto é necessário salientar que se uma empresa tem uma boa performance, o retorno dos acionistas é geralmente maior.

3.1.2. Demonstrativo de Resultado do Exercício

Foram expostas duas das três maneiras na qual uma empresa geralmente obtém recursos necessários para operar seu negócio: através de endividamento e atraindo novos acionistas. Uma terceira maneira na qual uma empresa pode obter recursos é através de suas próprias operações. O Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE) destina-se a apresentar o resultado das operações e evidenciar a formação de resultado líquido do exercício, diante do

confronto das receitas, custos e despesas apuradas segundo o regime de competência (ex.: de um ano, um trimestre, um mês).

A seguir, um quadro explicativo resume as principais informações contidas no DRE:

DEMONSTRATIVO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO	
RECEITA BRUTA DAS VENDAS E SERVIÇOS	
(-) Devoluções	
(-) Abatimentos	
(-) Impostos	
(=) Receita Líquida das Vendas e Serviços	
(-) Custo das Mercadorias e Serviços Vendidos	
(=) Lucro Bruto	
(-) Despesas com Vendas	
(-) Despesas Gerais e Administrativas	
(-) Despesas Financeiras	
(+) Receitas Financeiras	
(-) Outras Despesas Operacionais	
(+) Outras Receitas Operacionais	
(=) Lucro ou Prejuízo Operacional	
(+) Receitas Não Operacionais	
(-) Despesas Não Operacionais	
(=) Resultado do Exercício Antes do Imposto de Renda e Contribuição Social	
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social	
(-) Participação de Debêntures	
(-) Participação de Empregados	
(-) Participação de Administradores e Partes Beneficiárias	
(-) Contribuições para Instituições ou Fundo de Assistência ou Previdência de Empregados	
(=) Lucro ou Prejuízo Líquido do Exercício	
(±) Número de Ações	
(=) Lucro ou Prejuízo por Ação	

(elaborado pelo autor)

Figura 4 – Demonstrativo de Resultado do Exercício

3.1.3. Demonstrativo de Fluxo de Caixa

Apenas recapitulando que o DRE fornece a informação sobre os recursos financeiros envolvidos nas operações de uma empresa. No entanto, o DRE não fornece informação sobre a fonte presente e o caixa gerado durante as operações. Isso ocorre porque a obtenção e utilização de recursos nem sempre envolve o uso de caixa. O Demonstrativo de Fluxo de Caixa apresenta um resumo de todas as entradas e saídas de caixa durante o período e é dividido em três seções baseado em três tipos de atividade:

- Caixa proveniente de atividades operacionais: inclui os efeitos do caixa e transações envolvidas no cálculo do lucro líquido;
- Caixa proveniente de atividades de investimento: basicamente, caixa de atividades não operacionais ou atividades fora do escopo normal do negócio. Envolve itens classificados como Ativo no Balanço Patrimonial e inclui compra e vendas de equipamentos e investimentos;

- Caixa proveniente de atividades de financiamento: envolve itens classificados como Passivo e Patrimônio Líquido no Balanço Patrimonial, incluindo o pagamento de dividendos tanto quanto o pagamento de dívida ou de ações.

3.2. O Custo de Capital

Gitman (2002) afirma que o capital é limitado, assim como outros recursos financeiros, e há um custo envolvido na escolha de um projeto em que o investimento será realizado. Tanto o capital próprio quanto o capital de terceiros não são gratuitos e têm um custo.

O custo de capital pode ser definido como a taxa de retorno que uma empresa precisa obter sobre seus investimentos para manter o valor de mercado de suas ações. Ele pode ser também considerado como a taxa de retorno exigida pelos fornecedores de capital do mercado para atrair seus fundos para a empresa. Caso o risco seja mantido constante, a implementação de projetos com uma taxa de retorno acima do custo de capital aumentará o valor da empresa e a implementação dos projetos com a taxa de retorno abaixo do custo de capital diminuirá o valor dela. Dessa forma, o custo do capital representa a taxa de financiamento da empresa.

É importante ressaltar que o custo do capital é definido conforme as fontes dos recursos postos à disposição da empresa, de acordo com a participação percentual do capital próprio e de terceiros.

3.2.1. Estrutura de Capital

Conforme Gitman (2002) a combinação ótima de financiamento através de capital próprio e capital de terceiros é chamado de estrutura de capital. O autor acrescenta que o custo de capital a ser estimado em um dado momento é o que reflete o custo médio futuro dos fundos por um longo prazo, com base nas melhores informações disponíveis. Esse enfoque é coerente com a utilização de custo de capital para decisões de investimento. Embora as empresas levistem em geral os recursos recebidos de uma só vez, elas objetivam uma certa combinação desejada de financiamento de modo a maximizar a riqueza de seus proprietários.

3.2.2. *Custo de Capital Próprio*

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) afirmam que sempre que uma empresa possui capital em excesso, ela pode agir de duas maneiras. Por um lado, pode distribuí-la na forma de dividendos para seus acionistas e por outro pode investir esse excedente de caixa em um projeto, distribuindo os fluxos de caixa futuros do projeto como dividendo. Caso um acionista possa reinvestir o dividendo em um ativo financeiro, com o mesmo risco do projeto, os acionistas desejariam a alternativa com o maior retorno esperado, ou seja, o projeto seria realizado somente se o seu retorno esperado fosse superior a de um projeto com risco comparável.

Dessa forma, pode-se estabelecer que a taxa de desconto de um projeto deve ser igual ao retorno esperado de um ativo financeiro de risco comparável. Do ponto de vista financeiro, o retorno esperado é o capital próprio.

CAPM

Segundo Ross, Westerfield E Jaffe (2002) o CAPM associa o risco não diversificável e o retorno de todos os ativos.

O desenvolvimento de conceitos de risco de capital próprio evoluiu de modelos de pensamentos não científicos de teorias de investimento rústicas e partiram para a análise quantitativa e sofisticações técnicas de ferramentas financeiras modernas.

Antes da década de 50, não havia conceito de retorno sistemático ou retorno relacionado ao mercado. Retorno era simplesmente o aumento no valor de uma ação e risco era a queda do valor de uma ação. Uma das principais ferramentas dos investidores era a intuição. A elaboração de um portfólio de ações era simplesmente um ato de juntar “boas” ações.

Os teóricos financeiros passaram a se tornam mais científicos e estatísticos nos começos dos anos 50. Harry Markowitz foi o primeiro a quantificar risco (como desvio padrão) e diversificação. Ele mostrou de forma precisa como o risco de um portfólio possuía um risco menor que o risco de seus componentes. No final dos anos 50, Breiman e Kelly mostraram matematicamente o risco de ignorar risco. Eles mostraram que uma estratégia que explicitamente levava em conta risco tinha uma performance superior a todas as outras no longo prazo.

A diversificação de um portfólio afeta a exposição ao risco. Ela contrabalança fatores relacionados ao risco como exposição à indústria e reduz significativamente o risco específico. No entanto, a diversificação não elimina todos os riscos uma vez que as ações tendem a subir e descer de acordo com o movimento do mercado. Dessa forma, o risco sistemático, ou risco de mercado, não pode ser eliminado através da diversificação.

Conforme investidores foram ganhando conhecimento, houve uma tendência em identificar qual a base conceitual que esta por trás dos conceitos de risco, diversificação e retorno. Os modelos de formação de preços de ativos de capital (CAPM) era uma forma de descrever a relação de equilíbrio entre retorno e risco sistemático

A premissa central do CAPM é que, em média, os investidores não são recompensados por tomarem o risco residual. O CAPM afirma que o retorno residual é zero enquanto o retorno sistemático esperado é maior que zero e linear.

A medida de exposição de um portfólio ao risco sistemático é chamado de Beta (β). Beta é a volatilidade relativa ou a sensibilidade de um ativo ou portfólio aos movimentos do mercado. De maneira mais simples, Beta é o valor numérico de um ativo ao risco sistemático. Retornos, e da mesma forma prêmios de risco, para qualquer ação ou portfólio estarão relacionados ao Beta, a exposição ao risco sistemático não diversificável.

$$\beta_L = \frac{Cov[E(r_a), E(r_m)]}{Var[E(r_m)]}$$

Equação 5 – Beta

$$E(r_a) = R_f + [E(r_m) - R_f] * \beta_L$$

Equação 6 – CAPM

No qual:

$E(r_a)$ = retorno de um ativo

$E(r_m)$ = retorno do mercado

R_f = taxa livre de risco

β = beta alavancado

O Beta obtido no cálculo exposto anteriormente fornece o Beta alavancado de um ativo, ou seja, um Beta que reflete a estrutura de capital de sua empresa. Para obter o Beta de uma determinada indústria, é necessário desalavancar o Beta através da seguinte fórmula:

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

Equação 7 – Desalavancagem do Beta

No qual:

β_U = beta desalavancado

β_L = beta alavancado

t = taxa marginal de impostos

D = dívida líquida

E = valor de mercado

Riscos dos Mercados Emergentes

Para mercados emergentes, ainda se faz necessário o acréscimo de mais uma parcela no cálculo do CAPM. Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002) a principal diferença entre a avaliação de empresas de mercados desenvolvidos e mercados emergentes está no maior nível de risco presente nestes. Não é apenas necessário incluir os riscos ligados a estratégia, posicionamento e dinâmica da empresa, como é feito em um mercado desenvolvido, mas também lidar com riscos resultantes da maior volatilidade nos mercados de capitais e pelos ambientes macroeconômico e político. Entre os riscos de mercados emergentes que precisam ser avaliados estão inflação, volatilidade macroeconômica, controles sobre o capital, risco político, guerras ou distúrbios civis, alterações de regulamentação, diretos contratuais ou de investimentos mal definidos ou de difícil aplicação e corrupção.

Assim, a equação do CAPM pode ser reescrita da seguinte maneira:

$$E(r_a) = R_f + [E(r_m) - R_f] * \beta_L + R_p$$

Equação 8 – CAPM Ajustado

No qual:

$E(r_a)$ = retorno de um ativo

R_f = taxa livre de risco

$E(r_m)$ = retorno do mercado

β = beta alavancado

R_p = risco país

3.2.3. Custo de Capital de Terceiros

Pode ser definida como a taxa de captação de terceiros para fazer parte da estrutura de capital. O custo de capital de terceiros é função dos passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa. O custo de dívida, em termos gerais pode ser determinado através dos seguintes fatores:

- Nível atual das taxas de juros: conforme as taxas de juros vão aumentando, teoricamente o custo de dívida da empresa também crescerá;
- Risco de inadimplência: quanto maior for o risco de inadimplência de uma empresa, maior o custo de a mesma tomar dinheiro emprestado;
- Benefícios fiscais associados aos empréstimos: devido ao fato de juros serem dedutíveis do imposto de renda, o custo da dívida após tributação é uma função da alíquota fiscal. O benefício fiscal decorrente do pagamento de juros reduz o custo da dívida após os impostos em relação ao custo antes da tributação.

O custo de dívida de uma empresa representa o custo marginal de obtenção de dívida da mesma, ou seja, qual seriam as taxas cobradas se a empresa fosse obter financiamentos.

3.2.4. WACC

Para Copeland, Koller e Murrin (2002), o Custo Médio Ponderado de Capital – WACC é a taxa que reflete o custo de oportunidade de todos os provedores de capital ponderado por sua contribuição relativa a empresa. O custo de oportunidade de uma categoria de investidores é igual à taxa de retorno que eles poderiam esperar receber em outro ativo de risco equivalente

Sendo assim, para condizer com a abordagem do fluxo de caixa empresarial, o WACC deve:

- Abranger uma média ponderada dos custos de todas fontes de capital, uma vez que o fluxo de caixa livre representa o caixa disponível para todos os fornecedores de capital;
- Ser calculado após os impostos devido pela empresa, uma vez que o fluxo de caixa livre é declarado depois de impostos;
- Utilizar taxas nominais de retorno construídas a partir das taxas reais e da inflação prevista, já que o fluxo de caixa livre previsto é expresso em termos nominais (ou reais, caso os efeitos inflacionários sejam desconsiderados dos fluxos de caixa que estão sendo projetados);
- Ajustar o risco sistêmico suportado por cada fornecedor de capital, uma vez que cada um deles espera um retorno que remunere o risco assumido;
- Empregar as ponderações do valor da empresa para os elementos de financiamento, já que o valor da empresa reflete os efeitos econômicos de cada tipo de financiamento;
- Estar sujeito a mudanças durante o período de projeção do fluxo de caixa, por causa de mudanças previstas da inflação, risco sistêmico ou estrutura de capital.

Após expostos os conceitos de estrutura de capital, de capital próprio e de capital de terceiros, o cálculo de WACC fica definido através da seguinte fórmula.

$$WACC = \frac{E}{D + E} * K_e + \frac{D}{D + E} * (1 - t) * (K_d)$$

Equação 9 – WACC

No qual:

E = valor de mercado

D = valor da dívida

K_e = custo de capital próprio

t = taxa de imposto marginal

K_d = custo de dívida

3.3. Fluxo de Caixa da Empresa

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002) o fluxo de caixa livre descontado utilizado na avaliação de uma empresa é igual aos lucros operacionais depois de impostos da empresa, mais encargos não-caixa (depreciação e amortização), descontando os investimentos em capital de giro operacional, instalações, equipamentos e outros ativos. É importante ressaltar que ele não incorpora quaisquer fluxos de caixa ligados aos aspectos financeiros, como despesas com juros ou dividendos e itens excepcionais à operação da empresa.

Dessa forma, a fórmula utilizada para o cálculo do fluxo de caixa livre de uma empresa é descrita a seguir:

$$\text{Fluxo de Caixa Livre} = [(\text{Lucro Bruto} - \text{Despesas com Vendas} - \text{Despesas Gerais e Administrativas}) * (1 - \text{Alíquota de Impostos})] + \text{Depreciação e Amortização} - \text{Variação de Capital de Giro} - \text{Investimentos}$$

Equação 10 – Fluxo de Caixa Livre da Empresa

O lucro bruto descontado das despesas com vendas e das despesas gerais e administrativas também é chamado de EBIT.

Cabe ressaltar, que o investimento referente ao fluxo de caixa será denominado de *Capex* ao longo do trabalho, de modo a não criar uma confusão com a conta Investimento contido no Passivo do Balanço Patrimonial.

4. O VAREJO

De acordo com Parente (2000) a atividade varejista inclui todas as atividades que abrangem o processo de venda de bens e serviços com a finalidade de atender a necessidade dos consumidores finais.

Nesse item temos um estudo resumido do setor de varejo, seus formatos e suas tendências, de modo a contextualizar o trabalho e entender melhor o setor. Essa compreensão fornecerá bases para a posterior avaliação das forças competitivas do setor e da avaliação econômica da Companhia Brasileira de Distribuição.

Embora o conceito de varejo esteja fortemente associado ao conceito de loja, as atividades de varejistas podem também ser realizadas através de outros canais como telefone, correio, internet e vendas a domicílio.

O setor de varejo tem passado por um ritmo intenso de transformação nas últimas décadas, sendo que no início da década de 60 diversos formatos de lojas que existem hoje, não existiam na época. Shopping centers, supermercados, lojas de compra, lanchonetes *fast-food*, locadoras de vídeo e empresas globalizadas como Carrefour e Wal-Mart não seriam encontradas.

A importância do setor está crescendo cada vez mais no Brasil, na medida que fundamentos da economia tem favorecido a expansão do mesmo como patamares controlados de inflação, queda nos juros nominais e aumento das concessões de crédito por serem incentivadores do consumo. Dessa forma, é cada vez mais comum observar notícias do setor de varejo nos cadernos econômicos dos principais jornais brasileiros. À medida que os varejistas expandem suas atividades, elas passam a adotar as mais modernas tecnologias de informação e gestão, contribuindo para a modernização do sistema de distribuição e da economia brasileira. Essa importância do setor pode ser observada pela presença antiga de empresas no mercado de capitais como CBD, Guararapes (Riachuelo), Globex (Ponto Frio) e pelos recentes lançamentos de ações das empresas do setor, como Submarino (2005 e 2006), Lojas Renner (2005) com o objetivo de financiar suas expansões.

4.1. Tipos de Varejistas

Parente (2000) propõe uma classificação para varejistas que se segmenta em varejo alimentício com lojas, varejo não alimentício com lojas, varejos sem lojas e varejos de serviço. O último não será abordado por compreender oferecerem serviços como os de seguros, de viagens aéreas, salões de beleza, clínica médica, entre outros, e terem pouca relação com o trabalho estudado. Dentre os segmentos abordado, serão descritos os formatos que mais se adequam à proposta de estudo deste trabalho.

4.1.1. Varejo Alimentício com Lojas

As empresas brasileiras de varejo alimentício estão alinhadas com as tendências mundiais e apresentam uma gama muito completa de modelos e formatos de lojas que satisfazem as mais diversas necessidades, dentre as quais podemos citar:

Supermercados

São lojas de médio porte, que apresentam boa variedade de produtos. Trabalham com um grande volume de mercadorias negociadas devido ao fato de trabalharem com margens de lucro relativamente pequenas e geralmente operarem com um grande número de lojas. O Pão de Açúcar, pertencente a CBD, é um exemplo de supermercado.

Hipermercados

São estabelecimentos com grandes áreas de serviço, geralmente com cerca de 10 mil m², e que apesar de oferecerem predominantemente alimentos, também possui uma certa variedade de produtos não-alimentícios, inclusive têxteis e eletrônicos. Esse formato de loja tem buscado diversificar suas atividades, principalmente no que se diz respeito à abertura de lojas complementares como drogarias e postos gasolinas. Um exemplo de supermercado é o Extra, que também faz parte da CBD.

Clubes Atacadistas

Formatos que realizam tanto vendas no varejo, como no atacado, apresentam uma gama reduzida de produtos, mas com preços relativamente baixos. O seu foco está mais baseado em comerciantes e operadores de restaurantes, ou seja, em clientes institucionais. Como exemplo de clubes atacadistas, podemos citar o Sam's Club que pertence ao grupo norte-americano Wal-Mart.

Mercearias

Também denominadas de armazéns e empórios, esse formato de lojas pequenas e oferecem uma linha básica de produtos de mercearia, frios, laticínios e bazar. Presença forte nos bairros de classe baixa, localizadas na periferia de cidades brasileiras e regiões em que não se justifica a instalação de mercados compactos. Muitas delas, por se estabelecerem em regiões de baixo poder aquisitivo, se utilizam de práticas ilegais de comércio como a sonegação de impostos.

Lojas de Conveniência

Esse formato foi importado dos Estados Unidos na década de 80 e gradativamente vêm ampliando sua presença no Brasil. Oferecem uma linha limitada de produtos aos consumidores, geralmente de alta rotatividade e são localizadas principalmente nos postos de gasolina. A sua expansão tem sido barrada pelos super e hipermercados que passaram a funcionar 24 horas e tem condições de oferecer uma diversidade maior de produtos à preços mais baixos. Pode-se citar como loja de conveniência a rede AM/PM que pertencem à Ipiranga.

4.1.2. Varejo não Alimentício com Lojas

O varejo não alimentício não possui a mesma maturidade que o varejo alimentício, por ter como consumidores característicos os consumidores de classes médias e altas. O setor atinge grande sucesso em países mais desenvolvidos como os Estados Unidos principalmente no que

se respeito ao varejo especializado. Assim, esse tipo de varejo é um segmento que tem espaço para crescer no Brasil, principalmente com a redução de taxas de juros e o conseqüentemente aumento da concessão de crédito.

Lojas Especializadas

São lojas que concentram suas atividades em uma determinada linha de produtos como livraria, brinquedos, materiais para escritório, móveis e são direcionadas para determinado segmento de consumidores, o que resulta que campanhas de marketing devem ser mais bem definidas. Como exemplo de loja especializada podemos citar a livraria Saraiva.

Lojas de Departamentos

Lojas de grande porte que oferecem uma vasta gama de serviços ao consumidor, sendo estruturadas em bases departamentais. Seus diferentes departamentos são considerados como uma unidade de negócio em que seus gestores têm responsabilidade sobre decisões de compra de compra, venda e promoções. Este formato de lojas sofreu grande revés no Brasil, como pôde ser comprovado pelo fechamento de lojas como Mesbla e Mappin.

Magazines

São modelos de minilojas de departamento que se apresentam sob a estrutura de modelos rústicos e compactos. Alguns desses modelos se concentram na venda de eletrodomésticos. Um exemplo claro desse modelo é a Casas Bahia.

4.1.3. Varejo sem Lojas

O varejo sem lojas se refere ao formato de varejo que realiza suas práticas comerciais sem a existência de um estabelecimento comercial. Este negócio vem apresentando grande taxa de crescimento nos últimos anos, principalmente com a aceleração da tecnologia da comunicação. O grande destaque deste segmento fica por conta da internet, que será detalhada na seção de tendências do varejo.

4.2. Desempenho Recente no Brasil

As vendas do comércio varejista registraram incremento de 4,8% em 2005, segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). De acordo com o IBGE, os principais fatores que contribuíram para a expansão do setor, de forma geral, foram a manutenção da oferta de crédito, a valorização do real e o aumento da renda naquele ano.

Embora tenha mantido, pelo segundo ano consecutivo, um desempenho positivo, houve desaceleração do crescimento em relação ao resultado apurado em 2004, quando o volume de vendas no comércio subiu 9,3%. No entanto, especialistas apontaram que a desaceleração era esperada devido à base de comparação elevada e aos efeitos da taxa de juros na economia.

De qualquer forma, o desempenho do varejo foi superior ao crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), de 2,3% em 2005. O IBGE mostra que o segmento de móveis e eletrodomésticos teve forte impacto no desempenho geral de 2005, com incremento de 16% nas vendas. Essa performance foi alavancada pelos empréstimos consignados em folhas de pagamento e pelas ações de crédito mais agressivas das próprias redes varejistas.

Atividades	Taxas Trimestrais - 2004 ¹				Anual ² 2004	Taxas Trimestrais - 2005 ¹				Anual ² 2005
	1º Tri	2º Tri	3º Tri	4º Tri		1º Tri	2º Tri	3º Tri	4º Tri	
Comércio Varejista	7,4%	11,3%	9,4%	9,0%	9,3%	5,6%	3,8%	5,5%	4,3%	4,8%
1. Combustíveis e lubrificantes	7,5%	7,0%	3,0%	1,5%	4,7%	-5,4%	-7,8%	-7,8%	-8,4%	-7,4%
2. Hipermercados, supermercados, prods. alimentícios, bebidas e fumo	4,0%	6,9%	7,7%	9,9%	7,2%	5,7%	1,1%	4,0%	1,3%	2,9%
2.1 Hipermercados e supermercados	3,9%	7,1%	8,2%	10,5%	7,5%	5,0%	0,2%	2,8%	0,3%	2,0%
3. Tecidos, vestuário e calçados	1,0%	12,8%	3,6%	2,1%	4,7%	1,6%	2,3%	9,7%	8,5%	5,9%
4. Móveis e eletrodomésticos	23,6%	34,9%	27,1%	22,0%	26,4%	18,1%	21,1%	15,3%	11,5%	16,0%
5. Artigos farmacêuticos médicos, ortop., de perfumaria e cosméticos	11,2%	10,4%	6,0%	1,9%	7,2%	1,2%	5,3%	8,2%	9,3%	6,1%
6. Equip. e material de escritório, informática e comunicação	25,2%	30,0%	11,7%	-12,8%	10,1%	17,8%	57,0%	60,2%	77,9%	54,0%
7. Livros, jornais, revistas e papelaria	-3,4%	1,6%	-3,4%	1,4%	-1,1%	1,9%	0,1%	4,2%	0,0%	1,5%
8. Outros arts. de uso pess. e do doméstico	21,3%	18,8%	14,8%	12,7%	16,3%	15,2%	11,6%	15,7%	16,3%	14,8%
Comércio varejista ampliado	-	-	-	-	-	4,3%	2,7%	2,7%	2,7%	3,1%
9. Veículos, motos, partes e peças	12,7%	20,8%	22,8%	15,3%	17,8%	3,7%	2,3%	-0,5%	1,1%	1,6%
10. Material de construção	-2,1%	4,1%	6,1%	1,8%	2,5%	-4,7%	-5,3%	-8,5%	-5,5%	-6,1%

¹ Referência: igual período do ano anterior = 100

² Referência: acumulado do ano anterior = 100

Fonte: IBGE

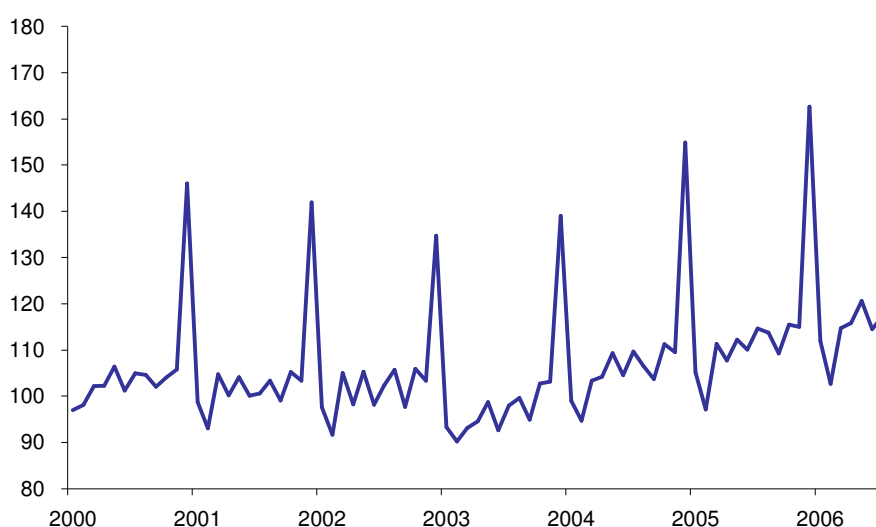
Tabela 1 – Desempenho do Varejo no Brasil em 2005

O aumento do crédito no segmento de outros artigos de uso pessoal e doméstico, que abrange lojas como óticas, de departamentos, de artigos esportivos, brinquedos e outras, resultou em incremento de 14,8% no acumulado de 2005. Já o maior crescimento ficou por conta do grupo

formado por equipamentos e material de escritório, informática e comunicação, com uma expansão de 54% nas vendas naquele ano, influenciada principalmente pela valorização do real, que vem tornando os produtos de informática e outros importados mais baratos.

O varejo de artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos e o segmento de tecidos, vestuário e calçados apresentaram resultado um pouco acima do acumulado geral do comércio, 6,1% e 5,9% respectivamente. Já os segmentos de supermercados e hipermercados (sem contar lojas de conveniência) tiveram crescimento tímido de 2,0% e o varejo de combustíveis registrou queda nas vendas de 7,4% em relação a 2004.

Os dados mensais índices de volume de vendas do varejo deflacionado mostram a grande influência de sazonalidade nos resultados desta indústria.



Fonte: IBGE

Gráfico 1 – Índice de Volume de Vendas no Varejo no Brasil

4.3. Tendências

Dessa forma, após apresentar o setor, cabe discutir um pouco sobre as modificações em relação ao qual o setor do varejo estará sujeito. É importante comentar sobre o aumento da globalização que se tornou especialmente intenso últimos anos, podendo ser ilustrada pela expansão pesada que o grupo francês Carrefour tem promovido, com a aquisição dos 10 hipermercados BIG em 2005, pelas aquisições do grupo português de supermercado Sonae e

da rede de supermercados BomPreço pelo grupo norte-americano Wal-Mart e pelas aquisições da rede Sendas pelo CBD. Aliada a essa globalização, podemos verificar a consolidação pelo qual o setor está passando, no qual um pequeno número de empresas vem assumindo uma parcela cada vez dos negócios.

O destaque da tendência do setor fica para o varejo virtual, que tem se configurado como um importante canal de vendas e tem sido auxiliado principalmente pelos avanços da tecnologia da informação que tem dado mais agilidade e segurança à realização das compras, e a atuação das redes varejistas como financeiras que têm impulsionado as vendas do setor.

4.3.1. Internet

As mudanças no comportamento do consumidor, que procura por conveniência e não possui tempo disponível para se deslocar até os centros varejistas, são fatores impulsionadores do crescimento do formato de varejo pela internet. Dada essa nova tendência, as empresas varejistas têm buscado atender a essas expectativas dos clientes através de:

- Maior agilidade no atendimento e nos caixas;
- Departamentalização mais sinalizada, de modo a auxiliar no processo de compra;
- Serviços que agregam conveniência, como funcionamento 24 horas, vendas por telefone e internet e ampliação da gama de produtos.

No entanto, mesmo com esses ajustes em relação ao varejo de lojas, as empresas têm dedicado atenção especial ao comércio eletrônico, devido ao seu crescimento acelerado no mundo. O maior expoente desse fato no Brasil é o sucesso da empresa Submarino, empresa 100% virtual, ou seja, não possui nenhuma loja, que gerou em 2005 mais de R\$ 400 milhões de receita líquida através da venda em grande parte de produtos como livros, CDs e DVDs pela internet. Esse crescimento das vendas pela internet tem ocorrido principalmente por fatores como:

- Facilidade de acesso;
- Extensa gama de produtos e informações;
- Segurança na realização de transações financeiras;
- Conveniência da entrega a domicílio.

Dessa forma, a utilização da internet pelas grandes empresas varejistas representa uma forma de ampliação dos canais de marketing das mesmas para o escoamento de produtos e serviços. Portanto, esse interesse das empresas aliado ao interesse do consumidor, parece mostrar que o varejo por internet será cada vez mais utilizado para comercialização de bens e serviços, complementando (ou até mesmo substituindo) o varejo de lojas.

De acordo com a Forrester Research (2006), o mercado eletrônico no Brasil foi estimado em R\$ 1,8 bilhão em 2004, tendo crescido para R\$ 2,8 bilhões, em 2005, com projeções para R\$ 12,8 bilhões até 2010, o que representa uma taxa de crescimento médio anual de 36%.

O quadro a seguir apresenta o modelo que compara o mercado físico e virtual (internet e *delivery*) do Pão de Açúcar:

	<i>Mercado Físico</i> <i>Lojas Pão de Açúcar</i>	<i>Mercado Virtual</i> <i>Pão de Açúcar Delivery</i>
<i>Conteúdo</i> <i>O que a empresa está vendendo?</i>	Produto físico	Informações sobre produtos
	<ul style="list-style-type: none"> • 8.000 a 12.000 itens gêneros alimentícios • grande ênfase em perecíveis frutas, verduras e legumes 	<ul style="list-style-type: none"> • Informações sobre produtos: código. peso. preço. marca. foto • 5.500 mil itens de gêneros alimentícios
<i>Contexto</i> <i>Como ela está vendendo os produtos?</i>	Integração física	Interação feita por algum meio eletrônico
	<ul style="list-style-type: none"> • Interação física do cliente com os produtos nas prateleiras 	<ul style="list-style-type: none"> • Interação feita por algum meio eletrônico. Iniciada em qualquer lugar: • por telefone ou fax usando o catálogo impresso e por computador via CD-Rom ou Internet
<i>Infra-estrutura</i> <i>O que possibilita que a transação de venda ocorra</i>	Ponto-de-venda	Computadores e telecomunicações
	<ul style="list-style-type: none"> • 168 lojas com maior concentração na cidade de São Paulo 	<ul style="list-style-type: none"> • Central <i>delivery</i> para estocagem dos produtos e preparação dos pedidos • Computadores e telecomunicações • Sistema de captura de pedidos interligando o fluxo operacional • Frota de furgões e sistema de roteirização

Fonte: Parente (2002) (adaptado pelo autor)

Figura 5 - Relação entre Mercado Físico e Mercado Virtual no Pão de Açúcar

4.3.2. Atuação das Redes Varejistas como Financeiras

O mercado de varejo vem se destacando muito nos últimos anos pela atuação de seus competidores não meramente como vendedores de produtos, mas também como instituições financeiras que atuam como facilitadores na realização das compras de seus clientes.

A tendência da preferência do povo brasileiro em obter crédito através das lojas em detrimento dos bancos se deve a vários fatores culturais/comportamentais que determinam por que os varejistas se tornaram tão importantes para instituições financeiras em oferecer serviços financeiros, especialmente no que se diz respeito ao crédito pessoal e serviços voltados a classes de baixa renda. Os bancos com forte atuação no segmento de crédito, estão procurando se infiltrar nas lojas de varejo, fato que pode ser explicado por alguns pontos relatados abaixo:

- Horário comercial e menor burocracia: os bancos brasileiros ficam abertos nos dias de semana das 10:00 às 16:00 horas – horário difícil para a maioria das pessoas que trabalham no horário usual de que é das 9:00 às 18:00. Do outro lado, se posicionam as lojas varejistas que podem ser encontradas em shoppings centers e ficam abertas até às 22:00 horas, permitindo que os consumidores possam ir após seus períodos de trabalho ou nos finais de semana. Além disso, a burocracia necessária para a aprovação de crédito nas lojas foram reduzidas, facilitando e agilizando a concessão do empréstimo ou a aprovação do mesmo;
- Os clientes já estão dentro das lojas varejistas: enquanto um banco, ou até mesmo uma instituição financeira de empréstimo ao consumidor (como Taií do Itaú, Fininvest do Unibanco, Finasa do Bradesco, entre muitas outras) necessitam atrair as pessoas para dentro de suas instituições para que possam ofertar seus produtos, no caso dos varejistas, eles já se encontram dentro das lojas o que torna muito mais fácil para que a oferta de serviços financeiros seja feita.
- Tratamento diferente e percepção: alguns brasileiros – especialmente aqueles de baixa renda – se sentem intimidados pelos bancos, enquanto se sentem mais confortáveis nas lojas. Bancos obviamente possuem extensos serviços de consulta a crédito, que procuram por indivíduos suspeitos e às vezes intimidam alguns de seus clientes. Nas lojas, especialmente quando elas se encontram na vizinha do consumidor, os vendedores estão disponíveis para atender e agradar e para que os clientes se sintam

muitos mais confortáveis para tomar um empréstimo, adquirir um seguro, ou até mesmo abrir uma conta corrente.

5. AUTO-SERVIÇO ALIMENTAR NO BRASIL

O setor de auto-serviço alimentar envolve os formatos de loja Supermercado, Hipermercado e Lojas de Conveniência, mas Lojas de Conveniência tem pouca representatividade e correspondem apenas por cerca de 0,9% do total do faturamento. Este setor considera, além dos serviços de alimentos, realiza a comercialização de móveis, eletrônicos e também engloba postos de combustíveis.

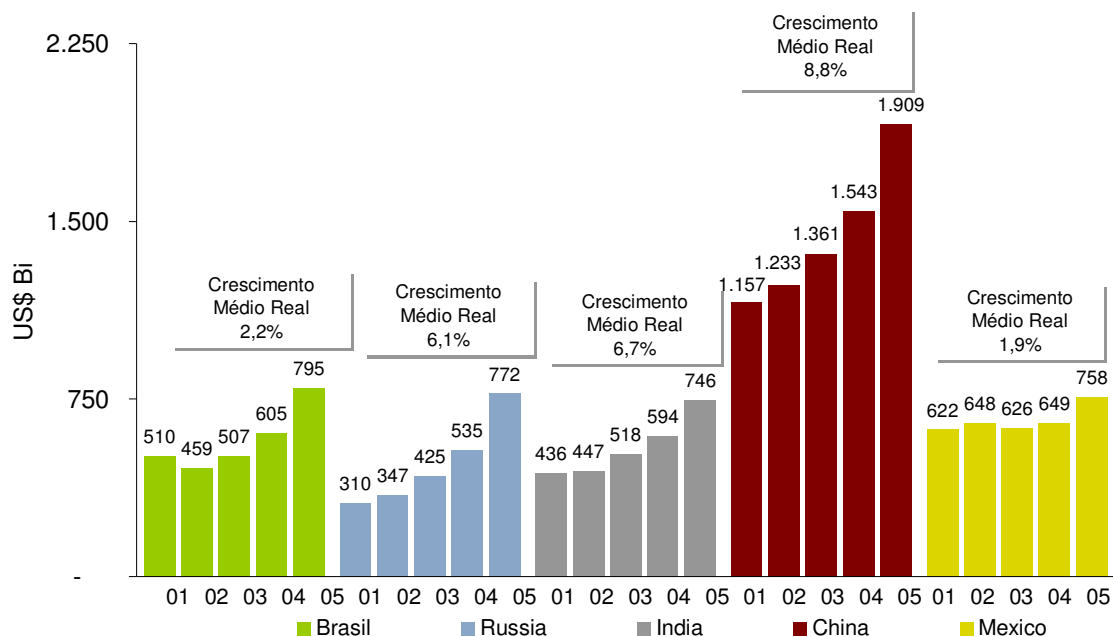
5.1. Política e Macroeconomia

O ano de 2005 iniciou dando seqüência aos bons indicadores econômicos do ano anterior, porém decisões importantes para o país (as reformas tributárias e trabalhistas, por exemplo) esbarraram nas Comissões Parlamentares Mistas de Inquérito (CPMI's) que funcionaram boa parte do ano para investigar as denúncias da crise política que teve início em maio.

Dessa forma, o Produto Interno Bruto (PIB) ficou aquém das expectativas, com evolução de 2,3%. Pode-se considerar esse crescimento como mediano, dado que a crise política envolveu importantes articuladores do governo, como o Ministro da Casa Civil.

Sendo assim, o setor de auto-serviço alimentar, um dos mais sensíveis à reação dos consumidores, cresceu com índices menores que a economia em 2005. Nos últimos dez anos a classe média teve redução de cerca de 20% na renda, o que afeta diretamente o desempenho do segmento supermercadista.

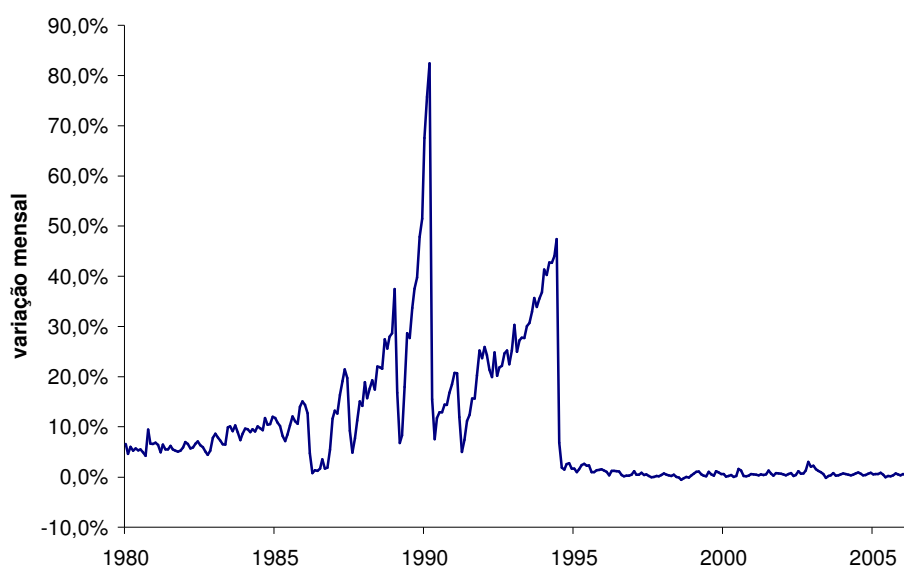
A economia do Brasil cresce aproximadamente 2,5% ao ano, percentual insuficiente para sustentar as necessidades do país sendo que o crescimento verificado é resultado muito mais da evolução da economia global do que consequência de ações efetivas do governo.



Fonte: FMI

Gráfico 2 – Crescimento da Economia Brasileiro em Relação aos BRICs e ao México

O gráfico a seguir mostra a evolução da variação mensal do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE e permite inferir que o país encontra-se em um momento de estabilidade inflacionária, com índice no seu menor nível em relação ao histórico recente.



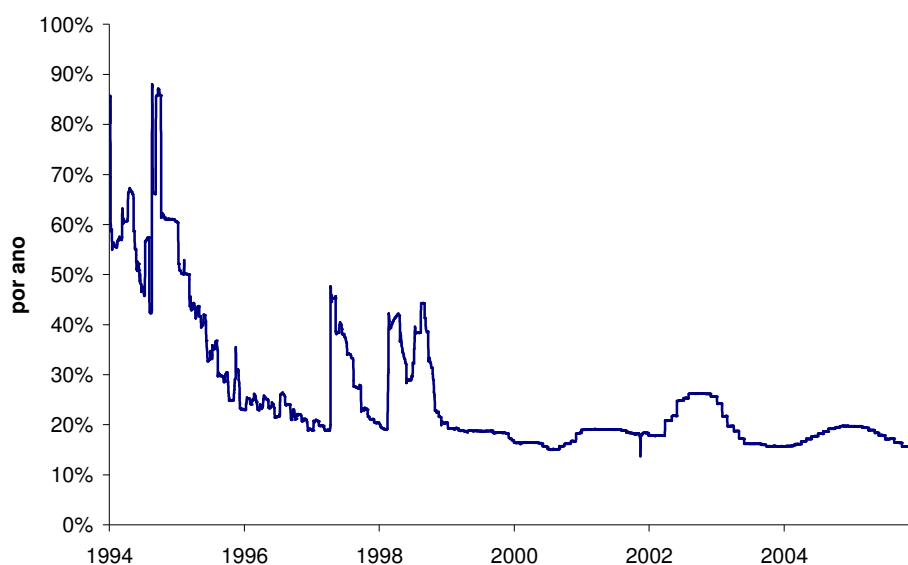
Fonte: FMI

Gráfico 3 – Variação Mensal do IPCA

Em 2002, a economia do planeta que não apresentava bons indicadores aliada à insegurança do que seria o governo Lula levou o Brasil a péssimos índices de desempenho econômico e ainda resultou em um empréstimo junto ao Fundo Monetário Internacional.

Contudo, Lula manteve as diretrizes da política econômica do governo anterior e ajustou a confiabilidade do mercado no país, que aliada à duas das principais economias do planeta que entravam em um ciclo virtuoso, Estados Unidos e China, permitiu que as perspectivas ficassem favoráveis à economia brasileira.

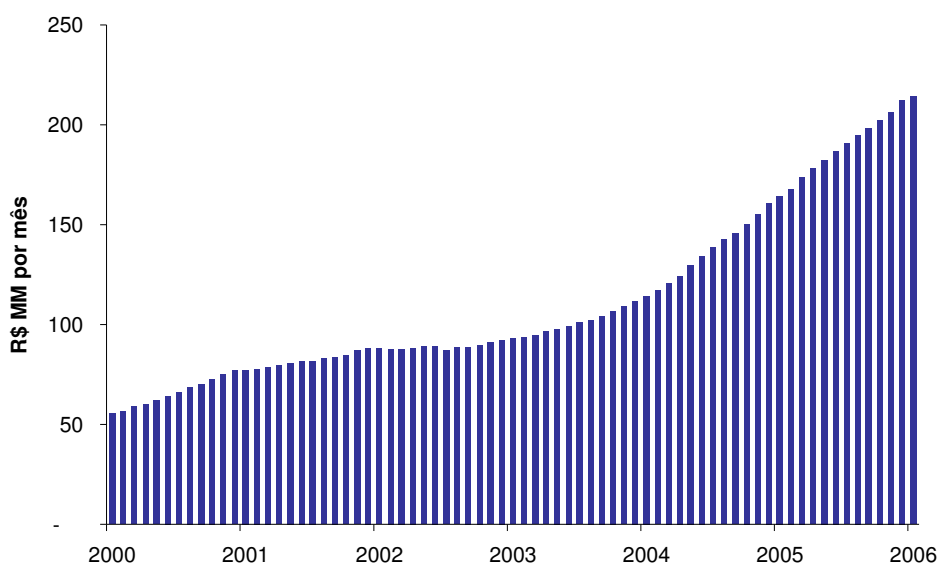
O grande mérito da política econômica do governo Lula é a estabilidade, resultante de inflação sob controle, emprego e rendimento em alta, juros reais em queda e facilidade de acesso ao crédito.



Fonte: BACEN

Gráfico 4 – Juros Nominais - CDI

O gráfico a seguir mostra a evolução da concessão de crédito aos indivíduos que em 2005 somou R\$ 607 bilhões, um crescimento de 21,5% em relação a 2004 e uma participação no PIB de 31%. Para 2006, a expectativa é de que o volume de ofertado de crédito alcance 35% do PIB.



Fonte: BACEN

Gráfico 5 – Concessão de Crédito aos Indivíduos

A principal causa do não crescimento expressivo do PIB é a alta carga tributária que vigora no país. Em 2004 a carga tributária correspondia a 35,92% do PIB e em 2005 passou para 37,90%. O ônus tributário e os juros altos inibem investimentos da iniciativa privada e desta forma, o país cresce abaixo das expectativas.

5.2. Visão Geral

O setor varejista é um dos grandes impulsionadores do crescimento da economia brasileira. Mesmo com os baixos índices de crescimento verificados em 2005, o setor cresceu e investiu.

O segmento de alimentos representou cerca de 5,5% do PIB. Conforme números divulgados pela ABRAS (Associação Brasileira de Supermercados), o segmento registrou receitas brutas de R\$ 106 bilhões em 2005 (aumento de 7,8% quando comparado a 2004) e crescimento real de 0,9% das vendas.

O varejo é um dos setores mais empregadores do Brasil, acumulando mais de 800 mil funcionários diretos em 2005 (crescimento de 1,6% em relação a 2004). Os investimentos em novas lojas, reformas e tecnologias somaram R\$ 2,4 bilhões em 2005, ou seja, ficaram 85,1% acima dos realizados em 2004.

O Auto Serviço Alimentar Brasileiro									
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2005 vs 2004
Nº de Lojas (Total Auto Serviço/Censo ACNielsen) ('000)	52	53	61	69	69	71	72	73	1.3%
Faturamento Anual (R\$ Bi)	57	62	69	74	82	89	99	106	7.8%
Participação do Faturamento sobre o PIB (%)	6	6	6	6	6	6	6	5	-0.2%
Nº de Empregos Diretos ('000)	667	670	702	711	719	740	788	801	1.6%
Áreas de Vendas (m ² MM)	13	13	14	15	16	18	18	18	1.7%
Nº de Check-Outs ('000)	126	136	144	156	157	163	167	170	1.8%

Fonte: ABRAS (2006)

Tabela 2 – Indicadores do Setor de Auto-Serviço Alimentar

De acordo com os números do Ranking ABRAS 2006, o Brasil possui aproximadamente 73 mil lojas, que juntas possuem cerca 170 mil *check-outs*, resultado em uma representativa variedade de oferta de produtos e serviços.

Boa parte dos *check-outs* são automatizados, e oferecem tecnologias das mais desenvolvidas existentes no mundo (balanças interligadas, serviços de pagamento por cartões – crédito, débito ou ainda marca do supermercado, por exemplo).

O segmento de alimentos passa por um momento de consolidação, no qual, em 2005, as cinco maiores redes supermercadistas representaram 40,5% do total do setor, contra 41,2% verificado em 2001. Esta consolidação deve continuar nos próximos anos, o que deve favorecer grandes varejistas de alimentos, dado que têm a possibilidade de obter vantagem de economias de escala na prestação de serviços, na implantação de medidas de redução de custos e aumento de eficiência.

A rede Carrefour inaugurou a presença estrangeira no Brasil há 31 anos. Durante a última década, outras redes internacionais ingressaram no mercado brasileiro, como a americana Wal-Mart e a portuguesa Sonae, boa parte através da aquisição de redes domésticas de varejo de alimentos, aumentando a competição no setor.

No Brasil, o setor compreende, além das grandes redes de varejo, pequenos varejistas que se beneficiam do acesso a mercadorias provenientes de redes de distribuição informais e até mesmo irregulares.

O nível de penetração de supermercados no Brasil atualmente, em termos do número total de supermercados relacionado à população e área geral, é estimado como sendo inferior aos níveis verificados nos Estados Unidos, em muitos países da Europa Ocidental e de alguns países sul-americanos, como o Chile.

O tamanho da população brasileira esta diretamente relacionada ao crescimento potencial da atividade de supermercados. De acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a população total do Brasil era de cerca de 184,2 milhões de habitantes em 2005, o que coloca o país na quinta colocação dos países mais populosos do mundo.

Atualmente a população brasileira cresce a uma taxa de 1,4% ao ano. Aproximadamente 83% da população vive nas áreas urbanas e tem crescido a uma taxa maior que da população como um todo.

As cidades de São Paulo, com 10,9 milhões de habitantes, e o Rio de Janeiro, com população de 6,1 milhões, são as duas maiores cidades brasileiras. O Estado de São Paulo tem população total que excede 40,4 milhões de habitantes, o que representa cerca de 21,9% da população brasileira.



Fonte: IBGE

Figura 6 – Cidades Brasileiras com mais de 1 Milhão de Habitantes

O setor varejista de alimentos é orientado para o crescimento, na medida em que as margens do varejo são significativamente mais restritas que as de outros negócios. Dessa forma, o setor é essencialmente dependente das taxas de crescimento da população urbana e dos diferentes níveis de renda encontrados. Muito embora o custo de vida no Brasil seja inferior que ao da América do Norte, da Europa Ocidental e do Japão, a renda per capita no Brasil é substancialmente inferior.

A tabela a seguir apresenta as diferentes classes brasileiras, conforme classificadas pelo IBOPE.

Classe	Renda Anual
A	Renda > R\$ 33.648
B	R\$ 20.028 < Renda < R\$ 33.648
C	R\$ 11.124 < Renda < R\$ 20.028
D	R\$ 5.088 < Renda < R\$ 11.124

Fonte: IBOPE

Tabela 3 – Classes Brasileiras de Acordo com a Renda Anual

A classe A representa apenas 6% da população urbana, e a classe B 23%. As classes C, D e E representam, juntas, 71% de toda a população urbana. Recentemente as classes C, D e E têm crescido, adquirindo maior poder aquisitivo.

Os níveis de salário do Brasil têm se apresentado, normalmente, defasados quando comparados com o crescimento das taxas de juros e de câmbio, bem como com índices de preços. Dessa forma, a evolução do consumo das classes menos favorecidas economicamente acontecerá através de graduais aumentos nos níveis salariais e do constante crescimento da população.

Conforme observado nos anos posteriores à introdução do real, até mesmo pequenos aumentos no poder aquisitivo implicam em significativos aumentos no consumo em termos absolutos, assim como um aumento nos gastos com produtos alimentícios de primeira linha e com outros produtos não-alimentícios, inclusive produtos eletrodomésticos e eletrônicos.

Maiores detalhes sobre indicadores do setor serão abordados no capítulo de análise estratégica.

6. COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO

Com receitas líquidas de R\$ 13,4 bilhões em 2005 e *market share* de 15,2%, a CBD é a maior varejista do Brasil. Sua atuação é sustentada por uma estrutura multiformato, com um equilíbrio entre supermercados e hipermercados que permitem atender às expectativas e necessidades de consumidores de diferentes regiões e classes socioeconômicas: supermercados de vizinhança para as classes de maior poder aquisitivo (Pão de Açúcar), supermercados direcionados ao público de menor poder aquisitivo (CompreBem e Sendas), hipermercados (Extras) e lojas de eletroeletrônicos (Extra-Eleto).

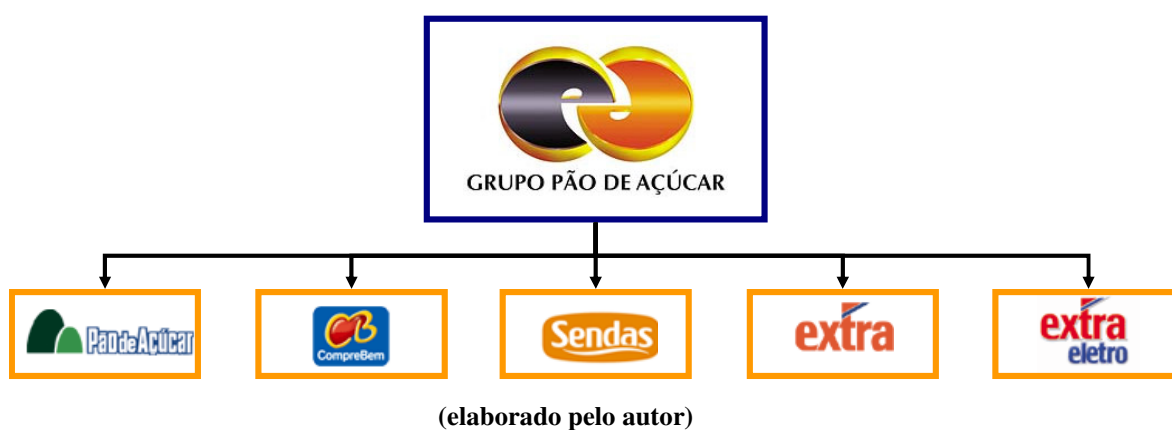


Figura 7 – Estrutura de Negócios da Companhia Brasileira de Distribuição

Fundada em 1948, a Companhia tem, desde 1995, as suas ações preferenciais listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (PCAR4) e ADR's (American Depositary Recipients – Títulos, que representam as ações negociadas aqui no Brasil) na Bolsa de Nova York (CBD). Em 2003, a Empresa passou a integrar o Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa. Desde a abertura de capital a Companhia apresentou crescimento médio de vendas de 19% ao ano e sua margem EBITDA aumentou de 3,5% para 8,2% em 2005.

A missão da empresa está definida como: “Garantir a melhor experiência de compra para todos os nossos clientes, em cada uma de nossas lojas”. Tal missão pode ser refletida nas unidades de negócio mencionadas de acordo com seu posicionamento.

A visão é “A CBD almeja ampliar a liderança no mercado brasileiro de varejo e tornar-se a empresa mais admirada por sua rentabilidade, inovação, eficiência, responsabilidade social e contribuição para o desenvolvimento do Brasil”.

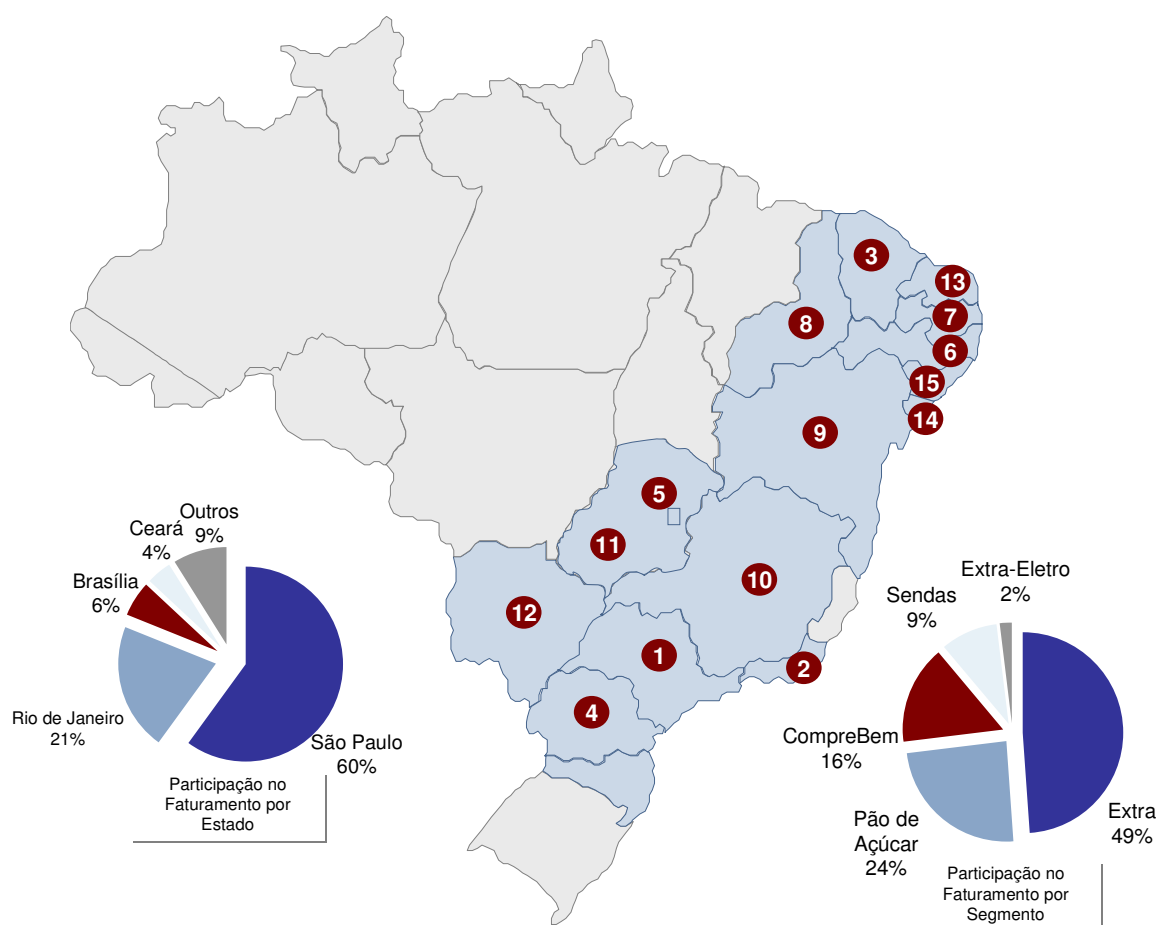
Os objetivos da CBD estão expressos em sua visão, que representa aonde a empresa pretende chegar: ser a líder de vendas, com eficiência, produtividade e rentabilidade, e estar sempre à frente da concorrência, oferecendo produtos e serviços inovadores, com atenção aos projetos de responsabilidade social.

Os próximos tópicos procuram abordar o atual desempenho da companhia e os eventos que estai direcionando as estratégias da companhia.

6.1. Indicadores Operacionais e Financeiros

Presente em 15 estados das regiões Sul, Sudeste, Centro-Oeste e Nordeste os números em dezembro de 2005 mostram uma rede com 556 lojas, sua área de vendas totalizam 1,2 milhão de metros. Os destaques dos resultados do grupo ficam por conta de:

- Hipermercados Extra: maiores contribuintes para a receita total do grupo (R\$ 6,5 Bi – 49% das vendas da CBD) devido a sua extensa área de vendas e volume de produtos vendidos;
- Supermercados Pão de Açúcar: apresentam a maior rentabilidade de receita líquida por área de vendas (R\$ 13,1 mil/m²) devido ao seu grande volume de vendas e ao seu foco em produtos de maior valor, destinados às classes A e B;
- Lojas Extra-Eleto: apresentam a menor rentabilidade de receita líquida por área de lojas (R\$ 6,9 mil/m²), que pode ser explicada pela venda de produtos eletro-eletrônicos que embora resulte em margens brutas mais altas que os alimentos, são vendidos em menor volume;
- Vendas em São Paulo e Rio de Janeiro: representam 81% do total das receitas do grupo, mostrando a forte concentração do grupo na região Sudeste



Estado	Pão de Açúcar	Extra	Extra Eleto	Compre Bem	Sendas	CBD
1 São Paulo	110	42	50	164	-	366
2 Rio de Janeiro	11	18	-	12	66	107
3 Ceará	20	2	-	-	-	22
4 Paraná	8	2	-	-	-	10
5 Distrito Federal	15	4	-	-	-	19
6 Pernambuco	10	-	-	-	-	10
7 Paraíba	6	-	-	-	-	6
8 Piauí	3	-	-	-	-	3
9 Bahia	-	3	-	-	-	3
10 Minas Gerais	-	3	-	-	-	3
11 Goiás	2	1	-	-	-	3
12 Mato Grosso Do Sul	-	1	-	-	-	1
13 Rio Grande do Norte	-	1	-	-	-	1
14 Sergipe	-	1	-	-	-	1
15 Alagoas	-	1	-	-	-	1
Total de Lojas	185	79	50	176	66	556
Receta Líquida (R\$ MM)¹	3.242	6.526	233	2.192	1.206	13.399
Área de Vendas (m² MM)	247	591	34	215	120	1.206
Receita por Área de Vendas (R\$ '000/m²)	13,1	11,0	6,9	10,2	10,1	11,1

¹ Receitas líquidas diferem do DRE por não incluírem receitas geradas fora das lojas

Fonte: CBD

Figura 8 – Resumo dos Negócios da Companhia Brasileira de Distribuição

Os dados mais atualizados do primeiro semestre, que não são segmentados por estado, mostram que o grupo reduziu o seu total de lojas de 556 para 536, o que reflete a tendência do setor de auto-serviço e do setor de varejo como um todo, em aumentar a relação receita por área, já que lojas não rentáveis estão sendo fechadas de modo a aumentar a lucratividade da empresa como um todo.

A empresa possui 61 mil colaboradores diretos e o abastecimento de seus pontos-de-venda é garantido por uma ampla rede logística, que será explicada mais à frente na seção de pontos fortes da empresa.

Companhia Brasileira de Distribuição						
Indicador	2001	2002	2003	2004	2005	2005 vs. 2004
Vendas Brutas (R\$ MM)	9.533	11.154	12.788	15.297	16.120	5,4%
Vendas Líquidas (R\$ MM)	8.055	9.455	10.806	12.565	13.399	6,6%
Evolução Mesmas Lojas	-2,6%	4,0%	6,3%	5,1%	2,6%	-
Número de Lojas	443	500	497	551	556	0,9%
Área de Vendas ('000 m ²)	866	980	983	1.145	1.206	5,4%
Número de Funcionários	52.060	57.898	55.557	63.484	62.803	-1,1%
Números de Transações (MM)	354	405	439	517	523	1,0%

Fonte: CBD

Tabela 4 – Evolução dos Indicadores Financeiros e Operacionais da CBD

Os dados são evidentes em mostrar o crescimento das operações da empresa nos últimos anos.

6.2. Expansão de Capital e Plano de Investimentos

A Companhia Brasileira de Distribuição tem apresentado não só um crescimento orgânico fantástico, mas também um crescimento via aquisições que tem aumentado a competitividade no mercado e confirmado a tendência de consolidação pelo qual o setor está passando. O quadro abaixo mostra as aquisições da CBD nos últimos 5 anos:

Ano	Redes Adquiridas	# de Lojas	Distribuição Geográfica
2001	ABC Supermercados	26	Rio de Janeiro
2002	Sé Supermercados	60	São Paulo
	CompreBem	12	Pernambuco
2004	Sendas ¹	68	Rio de Janeiro
2005	Coopercitrus	6	São Paulo

¹ Parceria Estratégica com o Sendas

Fonte: CBD

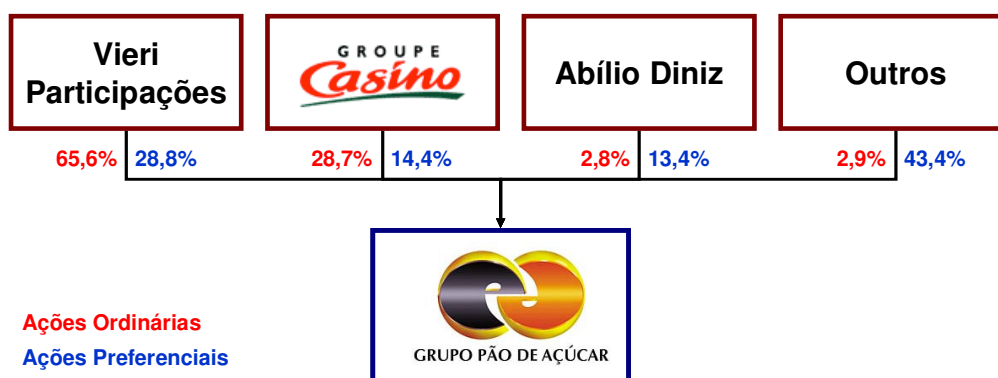
Tabela 5 – Aquisições de Distribuição Regional das Lojas Adquiridas

6.3. Joint Venture com o Casino

Em 3 de maio de 2005, o Grupo Diniz e o Grupo francês Casino constituíram a Vieri Participações que passou a ser controladora da CBD com controle compartilhado pelos dois grupos de acionistas.

O Grupo Casino é um dos maiores varejistas de alimento da França. A empresa conta com presença de 9,916 lojas espalhadas em 13 países, que somadas geraram receitas líquidas de quase € 23 milhões no ano de 2005. Dessa forma, a entrada do Casino no controle da CBD pode resultar em grandes benefícios à empresa brasileira em termos operacionais, devido ao sucesso apresentado pela nova controladora em seus negócios ao redor do mundo.

A nova composição do capital social da CBD ficou distribuída da seguinte forma:



Fonte: CBD

Figura 9 – Nova Composição do Capital Social da CBD

6.4. CBD como Financeira

Acompanhando a tendência do mercado de varejo, na qual os seus competidores além de vendedores de produtos, atuam também como instituições financeiras, em 27 de julho de 2004, foi constituída a parceria entre o Banco Itaú e a CBD com o objetivo de constituir a Financeira Itaú CBD, a FIC.

A FIC atua na estruturação e comercialização de produtos e serviços financeiros e correlatos para os clientes da CBD, com exclusividade. A CBD participa em 50% do capital da FIC e, através da financeira, espera alavancar suas vendas por meio das operações das operações.

7. ANÁLISE ESTRATÉGICA

Após revisão teórica, as descrições do setor de varejo e de um enfoque no setor de auto-serviço alimentar, será elaborada uma análise estratégica que englobará tanto a análise das Cinco Forças Competitivas de Porter do setor de auto-serviço alimentar, quanto a análise SWOT da CBD e a identificação das estratégias da empresa.

7.1. Cinco Forças Competitivas de Porter

As Cinco Forças Competitivas de Porter no Setor de auto-serviço alimentar brasileiro serão necessárias para definir como a rivalidade do setor afeta ganhos de lucratividade do mesmo através da rivalidade entre as empresas existentes, da ameaça de novos competidores, das ameaça de produtos substitutos, do poder de barganha dos fornecedores e do poder de barganha dos consumidores.

7.1.1. *Rivalidade entre as Empresas existentes*

Alta – A mais intensa das Cinco Forças Competitivas de Porter é a rivalidade entre as empresas existentes. Embora o setor de auto-serviços alimentar seja um setor com um grande número de competidores, o setor está sendo caracterizado pela pequena parcela de empresas que está concentrando grande parte do seu faturamento total. Os três maiores grupos somam

38% do faturamento do setor no Brasil. Abaixo segue um pequeno perfil dos principais competidores do setor:

- Carrefour: grupo francês que atua através dos hipermercados Carrefour, dos supermercados Carrefour Bairro (antiga rede de lojas Champion, que teve seu nome alterado para aumentar a identificação do formato de loja com a marca) e da rede de *hard discount* Dia;
- Wal-Mart: grupo norte-americano que atua no Sudeste, Sul e Nordeste, com presença marcante na última região. Nas regiões Sudeste e Sul atua através dos hipermercados Wal-Mart Supercenter e BIG, dos supermercados Wal-Mart Todo Dia, Nacional e Mercadorama, e do clube atacadista Sam's Club. No Nordeste, atua através dos hipermercados Hiper Bompreço, dos supermercados Bom Preço e Balaio e através da rede de magazine Hiper Magazine.

Empresa	Sede	Receita Bruta (R\$ Bi)	Mkt Share	# de Check-Outs	Área de Vendas ('000 m ²)	# de Lojas	# de Funcionários ('000)
CBD	SP	16,2	15,2%	9.184	1.206	556	62.803
Carrefour	SP	12,5	11,8%	7.902	1.013	399	48.072
Wal Mart	SP	11,7	11,0%	6.586	1.170	295	50.112
Cia Zaffari	RS	1,4	1,3%	810	113	26	7.727
GBarbosa	SE	1,2	1,2%	690	67	35	6.730
Total Auto-Serviços		106,4	100,0%	169.583	18.400	72.884	800.922

Fonte: ABRAS (2006)

Tabela 6 – Maiores Empresas do Setor de Auto-Serviço em 2005

Apesar da concentração já existente, o setor ainda está passando por uma onda de consolidação que pode ser ilustrada pelas seguintes aquisições:

- Rede BomPreço, que atua na região nordeste, pelo Wal-Mart em 2004;
- Rede de supermercado Sendas, do Rio de Janeiro, pela CBD em 2004;
- 10 hipermercados BIG da rede Sonae pelo Carrefour em 2005 (que tiveram alterações de suas bandeiras BIG para Carrefour);
- Rede portuguesa Sonae (hipermercados BIG e supermercados Nacional e Mercadorama), que atua região sul e sudeste, em 2005, pelo Wal-Mart.

Além dos grandes competidores, as associações de supermercado vêm ganhando força no Brasil, já que o faturamento das mesmas cresceu 10,6% em 2005, acima do 0,9% do setor. Reunidos em redes e associações de negócios, os pequenos e médios supermercados ganham força no Brasil e, em 2005, foram responsáveis por 13% do total de vendas do setor supermercadista. O faturamento, de R\$ 14,3 bilhões, foram 10,7% superior ao de 2004, crescimento bem acima do 0,9% registrado pelo setor. Essas redes e associações estão levando os pequenos ao nível dos grandes, principalmente na formalização e profissionalização das atividades.

Por último, podemos citar a forte competição no setor varejista de alimentos oriunda dos pequenos varejistas que se beneficiam do sistema de arrecadação de tributos ineficiente e que dessa maneira conseguem praticar preços mais baixos.

Logo, fica evidente o grande poder exercido pelos competidores no setor de auto-serviço alimentar.

7.1.2. Ameaça de Novos Competidores

Baixa – A criação de uma rede supermercadista que possua competitividade no setor necessita ou de grandes investimentos, para criar uma rede ampla que possua escala, ou necessita, por parte do entrante, do conhecimento do setor e de seus concorrentes, de modo que o permita ao entrante se filiar às associações de pequenos e médios supermercados e assim conseguir aumentar seu poder de barganha com os fornecedores.

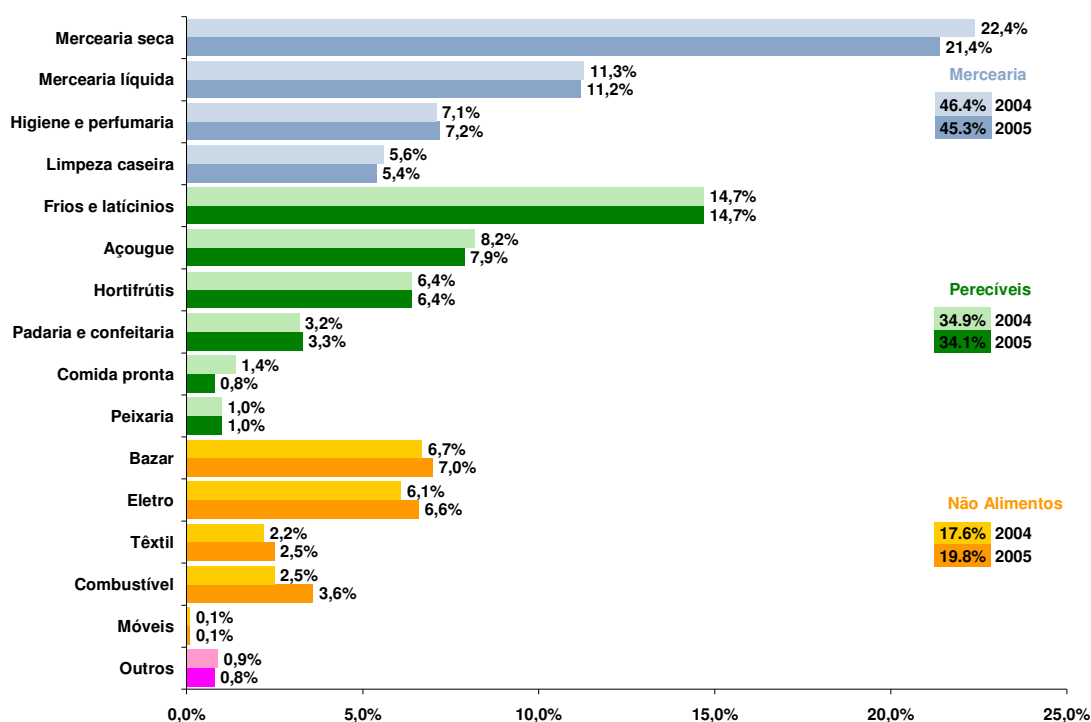
Podemos citar a entrada de pequenos comerciantes de alimentos, já citados, que atuam na . Em relação à questão de investimentos, não há grandes empecilhos para a entrada de competidores nesse segmento, mas por outro lado, o risco dessa operação não atrai tantos candidatos a entrarem nesse determinado segmento.

Dessa forma, devido ao fato do setor possuir grandes barreiras para entrada de grandes, médios e pequenos concorrentes que possam intensificar a concorrência entre competidores, pode-se considerar como fraca a intensidade da força de novos entrantes.

7.1.3. Ameaça de Produtos Substitutos

Alta – É importante ressaltar, que atualmente a concorrência no setor de varejo não é exercida apenas entre varejistas de mesmo formato (ex.: supermercados vs. supermercados). As fronteiras que definem a variedade de produtos que cada varejista comercializa estão se tornando cada vez mais flexíveis.

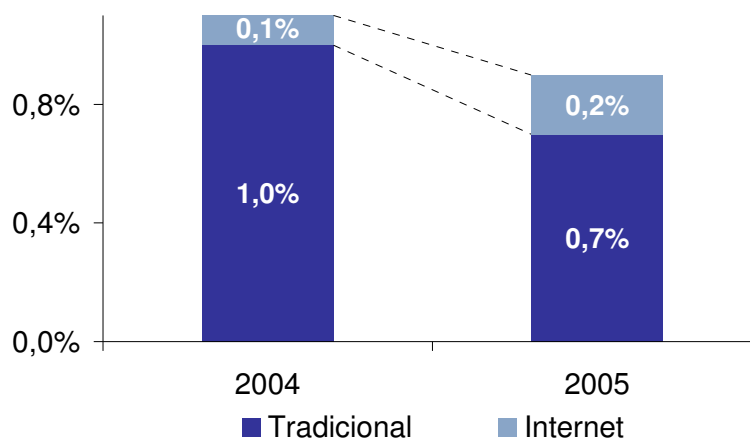
Os supermercados, hipermercados e lojas de conveniência concorrem atualmente também com mercearias, magazines, lojas especializadas, feiras livres, sacolões, entre tantos outros formatos de varejos, por oferecerem uma vasta gama de produtos. Números do ranking da ABRAS (2006) mostram uma redução no aumento de participação de produtos de mercearia e de perecíveis, em detrimento do aumento de participação de produtos do gênero não alimentícios. Os setores de bazar, têxtil e de eletroeletrônicos estão ganhando maior espaço no setor de auto-serviços alimentar, o que denota uma aposta de diversificação desses departamentos. Outro destaque é o crescimento do segmento de combustíveis que saltou de uma participação de 2,5% para 3,6%.



Fonte: ABRAS (2006)

Gráfico 6 – Participação das Seções no Faturamento
(base: 477 empresas ou 52,48% do setor)

A internet também pode ser considerada como produto substituto ao setor de auto-serviços alimentar. No entanto, é importante analisar que mesmo que a internet que tenha duplicado sua participação nas vendas do setor, ainda possui pequena representatividade no setor de auto-serviços (apenas 0,2% do faturamento em 2005) e, portanto não pode ser avaliada como uma grande ameaça ao setor de alimentos.



Fonte: ABRAS (2006)

Gráfico 7 – Entrega em Domicílio como Percentual do Faturamento
(base: 117 empresas ou 21.54% do setor)

Dessa forma, a internet, que é a grande força atual do setor de varejo, não pode ser considerada uma ameaça ao setor de auto-serviço alimentar. As ameaças ficam por conta da grande diversificação dessa indústria, que faz com que praticamente qualquer empresa varejista seja considerada uma empresa substituta, o que nos permite concluir que é intensa a força de produtos substitutos.

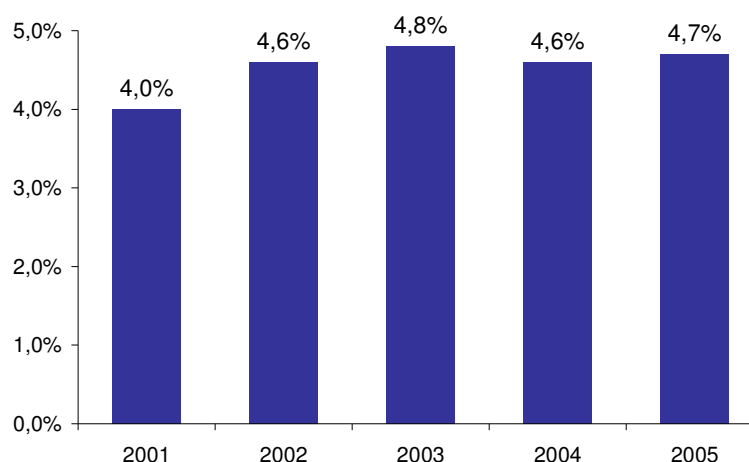
7.1.4. Poder de Barganha dos Fornecedores

Baixo – Pode-se dizer que os fornecedores possuem poder de barganha quando são considerados os pequenos varejistas de alimentos. Mesmo assim, alguns pequenos e muitos médios competidores tem se associado de modo a aumentar seu poder de barganha na compra de produtos.

Entretanto, à medida que a concentração do setor se acentua, e com o aparecimento de grandes grupos varejistas, como CBD, Carrefour e Wal-Mart, a relação de poder entre fornecedores e varejistas de alimentos, começa a pender a favor dos últimos, que começam a

impor suas condições de fornecimento, definindo desde a forma de abastecimento até os procedimentos de produção e gestão que os fornecedores necessitam adotar.

O aumento crescente das marcas próprias mostra que o setor de auto-serviço alimentar está procurando fidelizar seus consumidores, através de suas próprias marcas, e conseqüentemente enfraquecer o poder dos fabricantes.



Fonte: ABRAS (2006)

Gráfico 8 – Participação dos Produtos de Marca Própria no Faturamento
(base: 142 empresas ou 38.09% do setor)

Considerando então, o grande poder dos varejistas em relação a seus fornecedores e a crescente participação da estratégia de marca própria, pode-se considerar como fraca a força exercida pelos fornecedores em relação ao setor.

7.1.5. Poder de Barganha dos Consumidores

Médio – Se por um lado, temos os consumidores que são sensíveis a preços, já que o setor de auto-serviços, em geral, não possui diferenciação de seus produtos e que os custos de mudança dos consumidores é praticamente nulo (talvez exista algum custo adicional para se deslocar para alguma loja mais distante), do outro temos as redes de supermercado que trabalham com margens brutas apertadas e que não podem ficar travando “guerras de preços” entre seus competidores, com o risco de perder rentabilidade no setor.

Devido à dualidade entre os dois aspectos mencionados, o poder de barganha dos consumidores pode ser considerado como médio.

Dessa forma, as Cinco Forças Competitivas de Porter podem ser resumidas de acordo com o diagrama:



Fonte: (elaborado pelo autor)

Figura 10 – Cinco Forças de Porter para o Setor de Auto-Serviço

7.2. Análise SWOT da CBD

CBD é a líder do setor de varejo no Brasil e através da análise SWOT, buscaremos enfatizar os fatores determinantes desse sucesso através dos pontos fortes e eventuais fraquezas que possam ser apresentadas pela empresa. Além disso, trataremos do ambiente externo no que concerne ao surgimento de oportunidades ou ameaças à atividade da corporação.

7.2.1. Pontos Fortes (Strengths)

As principais vantagens competitivas relacionadas aos pontos fortes da empresa são: formatos de lojas de alimentos distintos, extensa rede de distribuição, economia de escala, localização privilegiada (em áreas urbanas altamente povoadas), alto nível de serviço entregue aos clientes e oferta de produtos e serviços adicionais. A seguir, será possível verificar maiores detalhes dessas principais forças.

Formatos de Lojas de Alimentos Distintos

As operações são estruturadas em três principais formatos: o Pão de Açúcar; o CompreBem – Sendas; e o Extra / Extra Eletro. Cada formato possui estratégias definidas e diferentes para as vendas, além de possuírem força individual na ótica da marca. A variedade de operações permite que cada uma delas tenha um público alvo específico, trabalhando de forma a atender anseios relacionados a esse público e, desta forma, ganhar a fidelidade de cada um deles, sem confundi-los quanto à marketing e aos preços praticados.

O Pão de Açúcar tem como público alvo os consumidores de maior renda, através da combinação localização-layout-ofertas. O CompreBem – Sendas tem como posicionamento atingir as classes de média e baixa renda. O Extra / Extra Eletro oferece uma ampla variedade de produtos, sendo classificado como um hipermercado, e, desta forma, tem a possibilidade de atingir consumidores de todas as classes de renda. Além disto, os hipermercados da rede beneficiam-se da ausência de lojas de departamentos e lojas especializadas no país. Assim, redes de varejo como o Extra possuem considerável conveniência em se tratando dos consumidores brasileiros, já que, comercializam eletrodomésticos, produtos eletrônicos, vestuário e produtos têxteis, além dos produtos alimentícios.

Extensa Rede de Distribuição

A empresa possui centros de distribuição localizados, de maneira estratégica, nas cidades de São Paulo, Rio de Janeiro, Curitiba, Brasília, Recife e Fortaleza, que, juntas, possuem capacidade de 380 mil metros quadrados de área construída para armazenagem, sendo uma das mais amplas e avançadas do setor. Cerca de 83% dos estoques do ano de 2005 foram provenientes da rede de distribuição, o que resulta em maior poder de negociação com fornecedores, menor escassez de estoque, perdas minimizadas e gerenciamento do capital de giro mais eficaz. Grande parte das atividades é automatizada gerando rapidez e eficiência no manuseio dos produtos. Os centros são amparados por sistemas como o pd@net, uma plataforma B2B (*business-to-business*) que conecta a empresa ao sistema de pedidos, aos fornecedores e aos centros de distribuição para, de maneira automática, reabastecer os estoques.

Economia de Escala

Por ser a maior rede varejista brasileira, a empresa tem maior poder de negociação com os fornecedores, o que resulta em menores preços aos consumidores, maiores margens operacionais e até mesmo melhores condições de pagamento. Além disso, tem acesso a importantes canais de publicidade, o que costuma ser difícil para varejistas menores. Outra consequência que deve ser levada em consideração é a possibilidade de realizar volumosos investimentos em tecnologia, tecnologia de informação e sistemas de gerenciamento da informação, que costumam gerar atrativos retornos.

Localização Privilegiada

Boa parte das lojas da companhia localiza-se em áreas de expressivo tráfego de consumidores, como os densos centros urbanos das metrópoles brasileiras, de modo a permitir maior volume de vendas e conseqüente elevação na média de vendas mensais por metro quadrado. Deve-se considerar para esta análise que áreas nobres em regiões urbanas são escassas, ou seja, a abertura de novas lojas por parte dos concorrentes torna-se uma atividade muito custosa.

Alto nível de Serviço Entregue aos Clientes

O foco de atuação da empresa é o consumidor, seja qual for o formato de loja em questão. A ênfase no treinamento de funcionários e o comprometimento com a fidelidade diferenciam a empresa dos concorrentes e resulta em altos níveis de qualidade no atendimento aos clientes. Os programas de fidelidade (cartões para compras preferenciais, por exemplo) auxiliam na expansão da posição competitiva. A companhia recebeu prêmios pelos serviços inovadores para os clientes, como o Prêmio SM Excelência no Varejo, patrocinado por profissionais da indústria varejista.

Oferta de Produtos e Serviços Adicionais

Recentemente a companhia iniciou uma ampliação na quantidade de produtos e serviços oferecidos a fim de provocar maior satisfação por parte dos consumidores, além de gerar

novas alternativas de renda, por exemplo: postos de gasolina nos estacionamento dos hipermercados Extra; serviços de farmácia e drogaria; produtos financeiros (*private label* – em parceria com o Itaú Holding). Além destes, a parceria FIC permite a oferta de maior variedade de produtos de crédito com menores riscos e taxas devido à presença do parceiro financeiro, além de permitir investimentos e atualização tecnológica e redução de despesas operacionais.

7.2.2. Pontos Fracos (Weaknesses)

A CBD é a líder de varejo no país, e modelo de administração para muitas empresas. Dessa forma, pontos fracos não são muito comuns de serem encontrados. Foi possível determinar como ponto fraco da empresa, o controle exercido por dois grupos de acionistas.

Controle Exercido por Dois Grupos de Acionistas

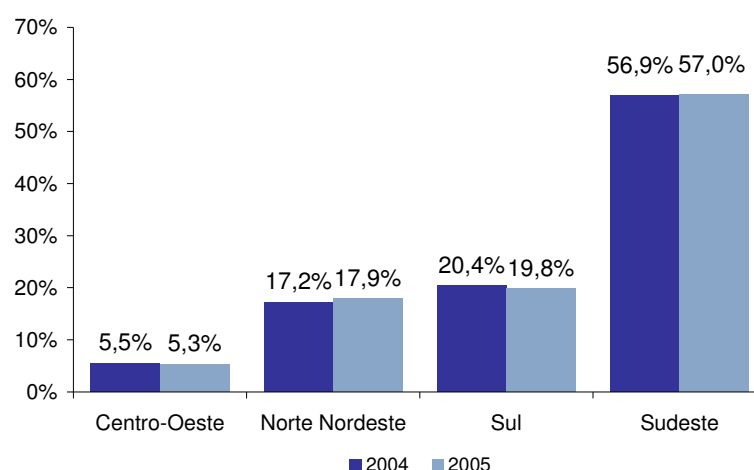
O controle acionário da companhia é dividido entre o Grupo Diniz e o Grupo Casino, que detém, juntos, 65,6% das ações com direito a voto da companhia, o que confere a eles poderes para eleger os membros do Conselho de Administração (que elegem os diretores), para determinar o resultado de qualquer atividade que requeira aprovação dos acionistas (incluindo periodicidade e pagamento de dividendos futuros) e para eventual transferência de controle. Este controle, exercido por dois grupos, pode vir a resultar em entraves no tocante a decisões relevantes para o futuro da companhia.

7.2.3. Oportunidades (Opportunities)

Dentre as oportunidades fornecidas pelo ambiente externo, podemos destacar a possibilidade de expansão de mercados de menor concentração e aumentos de participação das vendas a crédito e pela internet.

Ingresso em Mercados de Menor Concentração

A penetração em novos mercados é uma das principais oportunidades da empresa. Mesmo sendo a maior rede de supermercados brasileira, a CBD não possui atuação significativa nas região Norte-Nordeste, região que apresenta, atualmente, as maiores taxas de crescimento.



Fonte: ABRAS (2006)

Gráfico 9 – Faturamento do Setor de Auto-Serviços Alimentar por Região

Os números acima comprovam essa tendência de crescimento das região Norte-Nordeste do país, já que a mesma teve o maior incremento de participação no mercado (0,7% de ganho de *market share*), resultado de parcelas perdidas pelas regiões Sul e Centro-Oeste.

Aumento da Participação das Vendas a Crédito

A participação das vendas a crédito por parte das grandes empresas do setor de auto-serviços alimentar, ainda é pequena quando comparada a empresas que atuam no formato de magazines. As vendas a crédito do Wal-Mart, da CBD e do Carrefour são inferiores a 10%, podendo ser consideradas relativamente baixas, quando comparadas a empresas como C&A e Guararapes nas quais as vendas a crédito representam 75% do total.

Empresa ¹	Vendas Líquidas (R\$ MM)	% das Vendas a Crédito	Vendas a Crédito (R\$ MM)
Ponto Frio	2.935	70%	2.055
C&A	2.325	75%	1.744
Guararapes	1.330	75%	998
Magazine Luiza	1.406	70%	984
Renner	1.136	74%	839
Wal-Mart	9.620	8%	770
CBD	13.413	5%	657
Carrefour	10.288	5%	504

¹ Não foram incluídos os dados de Casas Bahia por falta de informações

Fonte: Deutsche Bank (2006)

Tabela 7 – Vendas a Crédito no Setor de Varejo

Desta forma, através de parceria com instituições financeiras, como a *Joint Venture* realizada entre a CBD e a Itaú (FIC), o setor de varejo pode conseguir impulsionar suas vendas.

Aumento da Participação das Vendas por Internet

O setor de auto-serviços, conforme mostrado anteriormente, é um setor que possui pouca participação de vendas pela internet (apenas 0,2%). Dessa forma, mesmo que a maioria dos produtos vendidos sejam alimentos, o setor, que está diversificando suas atividades, pode procurar aumentar suas receitas de venda de produtos não alimentícios via internet. Embora possa enfrentar a concorrência de competidores fortes como Submarino, Lojas Americanas e Magazine Luiza, o aumento da prática das vendas de internet por parte dos competidores de auto-serviço alimentar pode aumentar suas vendas como um total ou pela manutenção de suas vendas de produtos não alimentícios, ou através do “roubo” da fatia das vendas dos competidores de internet anteriormente mencionados.

7.2.4. Ameaças (Threats)

As principais ameaças para a empresa centralizam-se na influência do governo sobre a economia do país, nos índices e controle da inflação, na instabilidade da taxa de câmbio, na percepção de risco existente nas economias. A seguir, maiores detalhes das principais ameaças apuradas.

Forte Influência do Governo sobre a Economia

O negócio, a situação financeira, as receitas, os resultados das operações e as perspectivas da empresa estão fortemente relacionados às políticas governamentais, de modo que alterações nas políticas impactam desfavoravelmente o desempenho da companhia. Além disso, a empresa sofre influência dos fatores econômicos em geral: flutuações da moeda; inflação; instabilidade de preços; políticas de energia; elevação das taxas de juros; liquidez no mercado de capitais; e mudanças na legislação tributária. A incerteza relacionada à implementação de alterações nas políticas de condução do país são ameaças para o desempenho da companhia.

Índices e Controle da Inflação

Ações do governo para controle da inflação podem contribuir para a evolução de incertezas relacionadas à economia brasileira, aumentando a volatilidade dos mercados de valores mobiliários, o que afeta o negócio da empresa. A empresa eventualmente pode não conseguir repassar os aumentos para os produtos. Além disso, pressões inflacionárias podem diminuir o acesso aos mercados financeiros internacionais.

Instabilidade da Taxa de Câmbio

As flutuações no valor da moeda brasileira em relação ao dólar norte-americano podem afetar o mercado de valores mobiliários brasileiro. É difícil prever o comportamento das taxas de câmbio, que por sua vez têm o poder de criar pressões inflacionárias na economia. Altas taxas de câmbio podem reduzir a possibilidade de acesso aos mercados internacionais, além de, em alguns casos, necessitar de intervenção governamental.



Fonte: BACEN

Gráfico 10 – Taxa de Câmbio do Real

Percepção de Risco Existente nas Economias Emergentes

As condições econômicas dos países emergentes em geral influenciam as opiniões relativas a investimentos no Brasil, além da avaliação dos títulos emitidos por empresas nacionais. Em períodos de crise mundial, há uma expressiva saída de capital estrangeiro do país, sendo assim, as empresas enfrentam custos elevados para financiamento,

7.3. Estratégias da Empresa

A estratégia da empresa, de modo geral, tem como foco buscar maior eficiência, o que permite a operação com custos e despesas reduzidos, gerando maior competitividade.

Os ganhos obtidos permitirão estimular o principal indicador de desempenho: as vendas. Isto, por sua vez, gera maior giro de ativos e maiores retornos. Durante o ano de 2005, a empresa focou-se na identificação de oportunidades de melhoria de eficiência, sendo que no ano de 2006, o objetivo é consolidar as iniciativas.

Projeto Dinâmica Comercial

O Projeto Dinâmica Comercial é considerado elemento chave na estratégia da empresa. A revisão dos modelos de gerenciamento e administração, dos modelos de processos e dos sistemas relacionados às áreas de compras e de gerenciamento por categoria permitirá aumento de eficiência no que tange as negociações com fornecedores, através da definição da melhor oferta de produtos, estratégias de preço, de promoções e de apresentação do produto.

Orçamento Base Zero

Este procedimento tem como objetivo principal garantir que os orçamentos sejam racionalmente estabelecidos, levando em consideração o que realmente agrega valor à operação. Isto feito, é elaborado um ranking de gastos que visa dar prioridade para os de maior relevância no tocante às metas estratégicas.

Com a finalidade de garantir que os gastos sejam eficientemente monitorados adotou-se um modelo no qual a remuneração variável dos executivos depende do cumprimento das metas de gastos.

Central de Serviços Compartilhados

Para eliminação da sobreposição de tarefas e procedimentos internos foi criada uma central que concentra todos os serviços operacionais que não envolvem aspectos estratégicos. A central irá desenhar as diversas demandas e necessidades de cada departamento e a concentração de serviços permitirá execução de tarefas burocráticas de forma mais racional, resultado em identificação de melhoria de processos e conseqüente redução de despesas e aumento de produtividade.

Área de Compras para Produtos e Serviços não Destinados à Venda

Área estruturada com a finalidade de unificar a aquisição de produtos e serviços não destinados à revenda (materiais de limpeza, papel, serviços terceirizados, energia elétrica, água, passagens aéreas, etc), que somam cerca de R\$ 2 bilhões anualmente. Pretende-se

fornecer para a área o mesmo conhecimento utilizado para aquisição dos produtos vendidos nas lojas, ou seja, utilizar ao máximo o poder de negociação, resultando em melhores e mais eficientes negociações com o fornecedor, sustentadas por modernas técnicas de negociação.

Cancelamento dos contratos de marketing

Recentemente a empresa rescindiu os contratos existentes com agências de propaganda, concentrando as atividades relacionadas ao marketing na PA Publicidade, agência pertencente ao grupo. O objetivo de tal ação está no aumento de eficiência, e conseqüente redução de despesas e custos, tornando-se mais competitiva e impulsionando as vendas.

Outros investimentos que impactam diretamente nas vantagens competitivas são:

- Fortalecimento das vantagens de posicionamento da marca, com cada formato de loja desenvolvendo atividades relacionadas à publicidade e relacionadas com a interface e relacionamento com o cliente com foco nos respectivos públicos alvo;
- Reestruturação das operações de *e-commerce*, com ênfase nos produtos não alimentícios, fortalecendo a participação do Extra / Extra Eletro;
- Reforço das operações de não alimentos em geral, com ênfase nos eletrodomésticos e eletroeletrônicos, nos têxteis e nos produtos de casa, automóveis e jardinagem, consolidando o Extra como marca de atuação nacional e expandindo as iniciativas *in and out*;
- Expansão das vendas de marca própria em todos os formatos de loja, a fim de impulsionar as margens das vendas;
- Aumento da participação dos postos de gasolina e drogarias em todos os formatos de loja com inauguração de novos pontos de venda, de forma a auxiliar na consolidação da fidelidade do consumidor e aumentar o tráfego nas lojas;
- Fortalecimento das atividades da Financeira Itaú CBD (FIC), através do desenvolvimento de produtos e serviços que representem novas alternativas para gerar e receita e para aumentar a fidelidade com crescimento de fluxo nas lojas.

Melhorias Adicionais de Eficiência

A empresa tem buscado outras melhorias de eficiência operacional relacionadas à cadeia de suprimentos. As lojas são equipadas com um sistema de ponto de venda e utiliza um sistema automatizado de reposição de estoque. Além disso, é parte da estratégia da companhia aumentar a capacidade de *cross-docking* que deve resultar em economias de capital de giro e de recursos e redução dos níveis de estoque.

Deve-se ressaltar a intenção no desenvolvimento de mais abastecimento, de forma a reduzir a falta de produtos nas lojas (*stock out*), perdas, diminuições, desperdícios e custos de entrega. Uma alternativa para que isto aconteça é o envio, por parte dos fornecedores, dos produtos em quantidades menores.

Estratégia de Marca Própria

Os produtos de marca própria, com preços melhores são um dos principais elementos da estratégia de curto e médio prazo. A meta é dobrar o volume de vendas desses produtos, o que resulta em uma vantagem extra em relação aos competidores e fortalece a fidelidade do cliente.

A linha Escolha Econômica, presente em todas as lojas, tem como objetivo a oferta de produtos por menores preços no mercado, gerando tráfego e atraindo consumidores sensíveis a preços, expandindo a variedade de produtos, aumentando o poder de negociação na indústria, mantendo os padrões de consumo entre os consumidores de poder de compra reduzido e encorajando os consumidores a conhecer novos produtos.

8. AVALIAÇÃO ECONÔMICA RELATIVA DA CBD

Segundo Damodaran (2002) enquanto na avaliação intrínsecas o objetivo é encontrar ativos que estão precificados abaixo do que deveriam estar, dadas as suas características de fluxo de caixa, crescimento e risco; na avaliação relativa, o enfoque filosófico está em encontrar ativos que são baratos ou caros em relação a ativos similares precificados pelo mercado no momento. Por conseguinte, é inteiramente possível que um ativo que é caro com base em seu intrínseco possa ser barato com seu valor relativo.

As duas avaliações relativas que serão utilizadas para balizar a avaliação econômica por fluxo de caixa descontado serão a avaliação econômica por múltiplos de empresas comparáveis e a avaliação econômica por múltiplos de transações comparáveis. A relação que será utilizada para o cálculo dos múltiplos serão relação do valor da empresa com suas receitas líquidas e relação do valor da empresa com seu EBITDA.

8.1. Avaliação Econômica por Múltiplos de Empresas Comparáveis

Para a avaliação de empresas comparáveis, devido à falta de empresas no setor de supermercado com capital aberto na bolsa de valores no Brasil (Carrefour e Wal-Mart não possuem suas ações negociadas na Bovespa), foram selecionadas empresas brasileiras que atuam no setor de varejo como um todo e empresas varejistas estrangeiras que se aproximem ao conceito de supermercado e que tenham representatividade na América Latina.

As empresas selecionadas foram as seguintes:

Brasil

- CBD: rede de supermercados e hipermercados foco do trabalho;
- Guararapes (Riachuelo): lojas especializadas em confecções;
- Lojas Americanas: magazine diversificado;
- Lojas Renner: lojas especializadas em moda.

Chile

- Cencosud: rede de varejo diversificada;
- Distribucion Y Servicio: rede de supermercados e hipermercados.

México

- Comercial de México: redes de supermercados;

- Wal-Mart de México: rede de supermercados, hipermercados e clubes atacadistas.

Seguem abaixo os cálculos da dívida líquida e do EBITDA da CBD:

Companhia Brasileira de Distribuição	
Conta do Balanço Patrimonial	R\$ '000
(+) Empréstimos e Financiamentos (curto prazo)	433.942
(+) Debêntures (curto prazo)	15.066
(+) Dividendos a Pagar (curto prazo)	62.053
(+) Empréstimos e Financiamentos (longo prazo)	1.703.335
(+) Debêntures (longo prazo)	401.490
(+) Impostos Parcelados (longo prazo)	299.754
(+) Participações Minoritárias	244.878
(-) Caixas e Bancos (curto prazo)	74.783
(-) Aplicações Financeiras (curto prazo)	1.305.637
(-) Crédito com Pessoas Ligadas (longo prazo)	24.540
(-) Investimentos (permanente)	200.603
(=) Dívida Líquida	1.554.955

(elaborado pelo autor)

Tabela 8 – Cálculo da Dívida Líquida de CBD

Companhia Brasileira de Distribuição	
Conta do Demonstrativo de Resultado	R\$ '000
(+) Resultado Bruto	3.975.270
(-) Despesas com Vendas	2.300.026
(-) Despesas Gerais e Administrativas	505.652
(-) Outras Despesas Operacionais	688.431
(+) Depreciação e Amortização	625.281
(=) EBITDA	1.106.442

(elaborado pelo autor)

Tabela 9 – Cálculo do EBITDA da CBD

Para as outras empresas brasileiras, a dívida líquida e o seu EBITDA estão calculados no anexo. Para empresas estrangeiras, esses dados foram retirados do software Economatica.

O valor de mercado das empresas é obtido através da multiplicação do preço das ações (ou lote de ações) pelo preço da ação (ou preço do lote de ações). Desta forma, com a dívida líquida e com o valor de mercado conseguimos obter o valor da empresa.

As estimativas de receita e de EBITDA para os anos de 2006 e 2007 foram retiradas do software Bloomberg, e representam a média das projeções dos analistas que acompanham a performance dessas empresas.

É importante ressaltar que Globex (Ponto Frio) foi excluído na análise de múltiplos de empresas comparáveis por falta de estimativa de analistas para as projeções de receita e de EBITDA para 2006 e 2007 e Submarino foi excluído por ser um varejista meramente de comércio virtual.

Com esses dados, conseguimos elaborar a seguinte análise:

Empresa	Valor de Mercado ¹	Dívida Líquida ²	Valor da Empresa	Receita		EBITDA		VE/Receita		VE/EBITDA	
				05	06E	05	06E	05	06E	05	06E
Varejo Brasil	R\$ MM	R\$ MM	R\$ MM	R\$ MM		R\$ MM					
CBD	7.620	1.555	9.175	13.413	14.097	1.106	1.163	0,68x	0,65x	8,29x	7,89x
Guararapes ¹	4.678	-250	4.428	1.515	1.983	293	408	2,92x	2,23x	15,11x	10,85x
Lojas Americanas	5.882	113	5.995	2.767	3.619	331	435	2,17x	1,66x	18,12x	13,80x
Lojas Renner ¹	2.808	-120	2.687	1.136	1.455	141	202	2,36x	1,85x	19,04x	13,31x
Mediana Brasil								2,27x	1,75x	16,61x	12,08x
Média Brasil								2,03x	1,60x	15,14x	11,46x
Varejo Chile	CLP Bi	CLP Bi	CLP Bi	CLP Bi		CLP Bi					
Cencosud	2.625	303	2.928	2.518	3.047	199	267	1,16x	0,96x	14,74x	10,98x
Distribucion y Servicio	939	257	1.196	1.599	1.745	127	135	0,75x	0,69x	9,42x	8,87x
Mediana Chile								0,96x	0,82x	12,08x	9,92x
Média Chile								0,96x	0,82x	12,08x	9,92x
Varejo México	MXN MM	MXN MM	MXN MM	MXN MM		MXN MM					
Comercial Mexicana	20.949	2.628	23.577	40.909	45.253	2.989	3.524	0,58x	0,52x	7,89x	6,69x
Wal-Mart de Mexico	267.619	-6.972	260.647	164.369	196.086	15.369	19.357	1,59x	1,33x	16,96x	13,47x
Mediana México								1,08x	0,93x	12,42x	10,08x
Média México								1,08x	0,93x	13,12x	10,42x
Total Mediana								1,37x	1,14x	14,93x	10,92x
Total Média								1,53x	1,24x	13,70x	10,73x
Total Mediana sem Guararapes, Lojas Americanas e Lojas Renner								0,75x	0,69x	9,42x	8,87x
Total Média sem Guararapes, Lojas Americanas e Lojas Renner								0,95x	0,83x	11,46x	9,58x

¹ Valor de mercado referente a 30 de junho de 2006

² Dívida líquida referente ao período fiscal da metade do ano de 2006. Exceção para as empresas mexicanas que tem dívida referente ao fim do ano de 2005

³ Receitas financeiras ligadas a operação (crédito ao consumidor) foram considerados no cálculo de EBITDA

(elaborado pelo autor)

Tabela 10 – Avaliação Econômica por Múltiplos de Empresas Comparáveis

Observa-se que ao comparar as empresas varejistas, é possível perceber que há uma grande discrepância dos múltiplos entre Guararapes, Lojas Americanas, Lojas Renner e as demais. Essas empresas têm seus valores de múltiplos elevados, devido aos seguintes fatores:

- Guararapes e Lojas Renner: As empresas possuem receitas financeiras expressivas, o que faz com que o mercado acredite que essas empresas têm maior potencial de

crescimento e assim aumente o preço das ações. Conseqüentemente, o seu múltiplo de mercado fica elevado;

- Lojas Americanas: A empresa possui receitas de comércio virtual expressivas, o que faz com que o mercado acredite que essa empresa tem maior potencial de crescimento, aumentando assim o preço da ação. Conseqüentemente, o seu múltiplo de mercado fica elevado.

Dessa forma, só serão levadas em conta, na análise final dos múltiplos, a empresa brasileira CBD, as empresas chilenas Cencosud, Distribucion y Servicio e as empresas mexicanas Comercial Mexicana e Wal-Mart de México. Considerando as médias e medianas dos múltiplos de mercado de receita e de EBITDA para 2006, é possível estabelecer que uma empresa de supermercado esteja avaliada entre **0,69x e 0,83x** da receita e **8,87x e 9,58x** de seu EBITDA. É importante mencionar, que as ações da CBD não são comercializadas por unidade, mas sim por lote de ações, sendo que um lote equivale a 1.000 ações.

Múltiplo de Empresas Comparáveis - Receita		
Múltiplo de Receita Líquida	0,69x	0,83x
(x) Receita Líquida Projetada 2006	14.097	14.097
(=) Valor da Empresa	9.659	11.692
(-) Dívida Líquida (R\$ MM)	1.555	1.555
(=) Valor de Mercado (R\$ MM)	8.104	10.137
(÷) Número de Lotes de Ações (MM)	114	114
Preço por Lote de Ação (R\$)	71,23	89,10

(elaborado pelo autor)

Tabela 11 – Análise por Múltiplo de Receita de Empresas Comparáveis

Assim, estabelecemos, que utilizando o múltiplos de receita, o preço do lote de ações ficará entre R\$ 71,23 e R\$ 89,10.

Múltiplo de Empresas Comparáveis - EBITDA		
Múltiplo de Receita Líquida	8,87x	9,58x
(x) EBITDA Projetado 2006	1.163	1.163
(=) Valor da Empresa	10.315	11.143
(-) Dívida Líquida (R\$ MM)	1.555	1.555
(=) Valor de Mercado (R\$ MM)	8.760	9.588
(÷) Número de Lotes de Ações (MM)	114	114
Preço por Lote de Ação (R\$)	77,00	84,27

(elaborado pelo autor)

Tabela 12 – Análise por Múltiplos de EBITDA de Empresas Comparáveis

Por último, utilizando o múltiplos de EBITDA, o preço do lote de ações ficará entre R\$ 77,00 e R\$ 84,27.

8.2. Avaliação Econômica por Múltiplos de Transações Comparáveis

Para a realização da análise econômica por múltiplos de transações comparáveis, é necessário obter de cada transação qual o valor da empresa na época da aquisição, qual a receita e qual o EBITDA da mesma. O valor de mercado calculado nesse método de avaliação não é função do preço de mercado de suas ações, mas sim no preço pago pelas suas ações. Dessa forma, mesmo que uma empresa não possua suas ações (ou quotas no caso de uma empresa limitada) listadas em bolsa, é possível calcular o valor de mercado da empresa. O cálculo da dívida é feito como explicado anteriormente.

É importante mencionar, que muitas transações não foram colocadas, como a aquisição das ações da CBD pelo Grupo Casino e a aquisição dos supermercados Sonae pelo Wal-Mart, ambas em 2005, pela impossibilidade de obter de informações como valor da empresa, vendas ou até mesmo EBITDA de algumas transações, já que muitas vezes esses dados não são divulgados pelas empresas participantes da operação. Dessa forma, conseguimos elaborar a seguinte análise:

Data	Empresa Alvo	País da Empresa Alvo	Empresa Compradora	País da Empresa Compradora	Valor da Transação	% de Ações Adq.	Valor de Mercado ¹	Valor da Empresa	Receita ³	EBITDA ²	VE/ Receita	VE/ EBITDA
					US\$ MM)		US\$ MM)	US\$ MM)	US\$ MM)	US\$ MM)		
22/03/05	Almacenes Paris	Chile	Cencosud	Chile	611	98,30	857	1.193	778	59	1,58x	20,88x
05/10/04	Almacenes Paris	Chile	Quinenco	Chile	57	11,41	498	777	651	53	1,20x	14,64x
20/12/01	Bompreco	Brasil	Ahold	Holanda	53	14,21	372	625	1.340	63	0,52x	11,04x
06/04/00	Bompreco	Brasil	BR Part.	Brasil	7	ND	298	539	1.262	51	0,41x	10,20x
04/10/02	Santa Isabel	Chile	Ahold	Holanda	42	ND	158	197	671	ND	0,31x	ND
30/11/01	Cadenalco	Colômbia	Exito	Colômbia	39	ND	129	108	597	29	0,19x	3,87x
17/07/01	Cadenalco	Colômbia	Exito	Colômbia	3	ND	74	86	609	15	0,13x	5,27x
Mediana											0,41x	10,62x
Média											0,62x	10,98x

¹ Valor de mercado referente ao valor pago pelas ações na transações

² Receita da empresa referente ao período de doze meses antes da transação

³ EBITDA da empresa referente ao período de doze meses antes da transação

(elaborado pelo autor)

Tabela 13 – Avaliação Econômica por Múltiplos de Transações Comparáveis

Dessa forma, pela análise de múltiplo de transações comparáveis podemos estabelecer que uma empresa de supermercado esteja avaliada entre **0,41x e 0,62x** das vendas e **10,62x e 10,98x** do EBITDA.

Múltiplo de Transações Comparáveis - Receita		
Múltiplo de Receita Líquida	0,41x	0,62x
(x) Receita Líquida Projetada 2006	14.097	14.097
(=) Valor da Empresa	5.822	8.708
(-) Dívida Líquida (R\$ MM)	1.555	1.555
(=) Valor de Mercado (R\$ MM)	4.267	7.153
(÷) Número de Lotes de Ações (MM)	114	114
Preço por Lote de Ação (R\$)	37,51	62,87

(elaborado pelo autor)

Tabela 14 – Análise por Múltiplos de Receita de Transações Comparáveis

Assim, estabelece-se que utilizando-se dos múltiplos de receita, o preço do lote de ações ficará entre R\$ 37,51 e R\$ 62,87.

Múltiplo de Transações Comparáveis - EBITDA		
Múltiplo de Receita Líquida	10,62x	10,98x
(x) EBITDA Projetado 2006	1.163	1.163
(=) Valor da Empresa	12.350	12.774
(-) Dívida Líquida (R\$ MM)	1.555	1.555
(=) Valor de Mercado (R\$ MM)	10.795	11.219
(÷) Número de Lotes de Ações (MM)	114	114
Preço por Lote de Ação (R\$)	94,88	98,61

(elaborado pelo autor)

Tabela 15 – Análise por Múltiplos de EBITDA de Transações Comparáveis

Por último, utilizando-se dos múltiplos de EBITDA, temos que o preço do lote de ações fica entre R\$ 94,88 e R\$ 98,61.

9. AVALIAÇÃO POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

A realização da análise por fluxo de caixa descontado da empresa foi realizada como se o autor estivesse na posição de um analista de instituições financeiras que fazem a avaliação econômica das mais diversas empresas com capital aberto na bolsa de valores, ou seja, somente foram utilizadas informações públicas da empresa e foram adotadas algumas premissas para a realização das projeções, de modo que nenhuma informação confidencial não divulgada pela empresa foi utilizada. Por ser uma empresa de capital aberto, a empresa é obrigada a divulgar determinadas informações e essas informações divulgadas pela mesma em seus relatórios anuais e trimestrais são suficientes para a realização de uma análise econômica plausível. Além de dados financeiros e operacionais obtidos nos relatórios da empresa, foram utilizados algumas premissas econômicas e os dados setoriais expostos anteriormente.

Será utilizado o conceito de VPL para avaliar os fluxos de caixa da empresa e estes serão descontados pelo custo médio ponderado de capital (WACC). Além disso, é necessário avaliar a empresa em um período de perpetuidade, já que o período de projeção dos fluxos de caixa é limitado. Dessa forma, conseguimos obter o valor da empresa, que descontado da dívida líquida, resultará no valor para o acionista. Após efetuar essa avaliação, é interessante buscar validar o modelo através das avaliações relativas que foram realizadas.

A dinâmica da avaliação econômica por fluxo de caixa descontado é ilustrada a seguir:

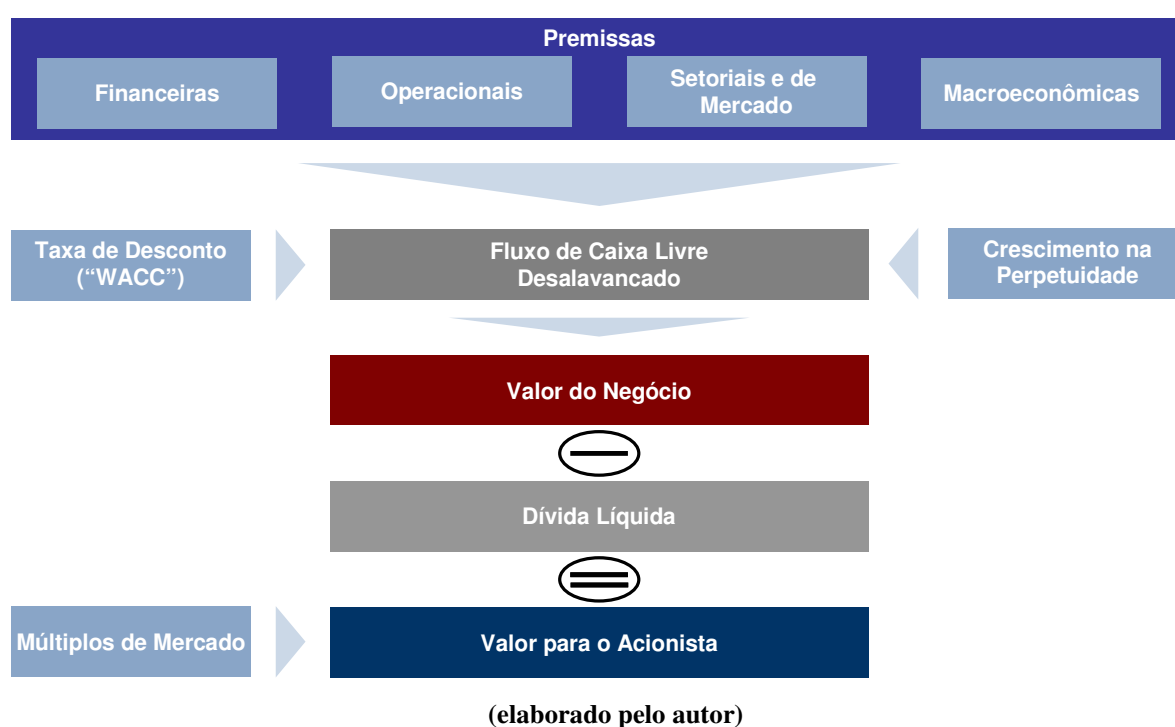


Figura 11 – Dinâmica da Metodologia por Fluxo de Caixa Descontado

9.1. WACC

O WACC da CBD, a ser calculado, representará um WACC em dólar nominal por ser uma prática tradicional de mercado. Os motivos que levam a utilização dessa taxa em dólares se devem a fatores como:

- Inexistência de medida de risco país em real, já que esse indicador é calculado pela diferença entre os retornos oferecidos pelos títulos brasileiros e títulos norte-americanos e títulos americanos não possuem valor em real;

- Alta volatilidade do mercado de capitais em países emergentes como Brasil e suas altas taxas de juros. Dessa forma, se desejássemos calcular o valor desse prêmio em real, precisaríamos obter a diferença entre os retornos do Ibovespa e os retornos dos títulos de dívida brasileira em real. Tal método pode resultar em prêmios de mercado próximo a zero ou até mesmo negativos, que irão deturpar a análise em questão.

Para calcular o WACC será necessário determinar a estrutura de capital alvo, o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros da empresa.

9.1.1. Estrutura de Capital da Empresa

Através dos dados de valor de mercado, dívida líquida e valor da empresa da CBD, fornecidos na tabela de avaliação de múltiplos de empresas comparáveis, é possível determinar a estrutura de capital da empresa:

$$\text{Valor de Mercado/Valor da Empresa} = 82,6\%$$

$$\text{Dívida Líquida/Valor da Empresa} = 17,4\%$$

Conforme mencionado, devido ao fato da CBD ser uma empresa madura, a sua estrutura atual de capital pode ser utilizada como estrutura alvo de capital.

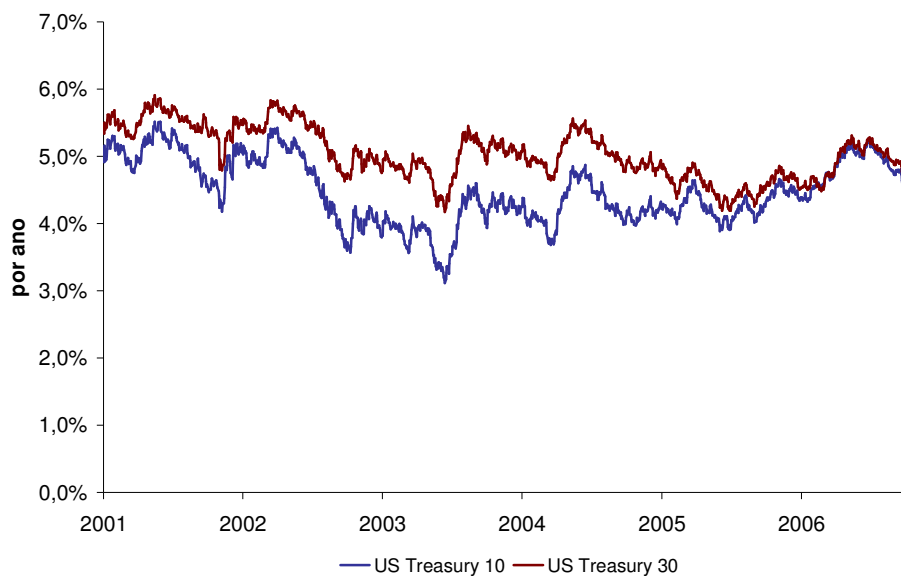
9.1.2. Cálculo do Custo de Capital Próprio

O custo de capital próprio será calculado pela determinação da taxa livre de risco, do prêmio de mercado, de risco país e do coeficiente Beta, que relaciona a empresa com o mercado na qual está inserida.

Taxa Livre de Risco

Como a taxa livre de risco é o retorno sobre o título ou sobre uma carteira de títulos livre de risco de inadimplência e totalmente desligada dos retornos de qualquer outro item encontrado na economia, o ideal seria obter o retorno sobre uma carteira de ativos com um Beta igual a zero. Devido ao fato da construção de tal carteira ser complexa, a opção é utilizar títulos da

dívida norte-americana, já que representam a busca por financiamento de uma instituição forte como o Estados Unidos e são praticamente isentos de risco. Duas alternativas razoáveis para a utilização como taxa livre de risco são os *Treasury Bonds* de 10 anos e os *Treasury Bonds* de 30 anos.



Fonte: Bloomberg

Gráfico 11 – US Treasury 10 vs. US Treasury 30

O título a ser escolhido como taxa livre de risco será o US Treasury de 10 anos por ter uma prazo de vencimento igual ao período de projeção dos fluxo de caixa da avaliação de CBD (10 anos) e por ser menos sensível a mudanças imprevistas na inflação do que o US Treasury de 30 anos.

Dessa forma, as seguintes taxas foram obtidas para o US Treasury de 10 anos:

US Treasury 10 (anualizado)	
Em 30/06/2006	5,2%
Média Aritmética 6 Meses	4,9%
Média Aritmética 1 Ano	4,7%
Média Aritmética 2 Anos	4,7%
Média Aritmética 5 Anos	5,0%

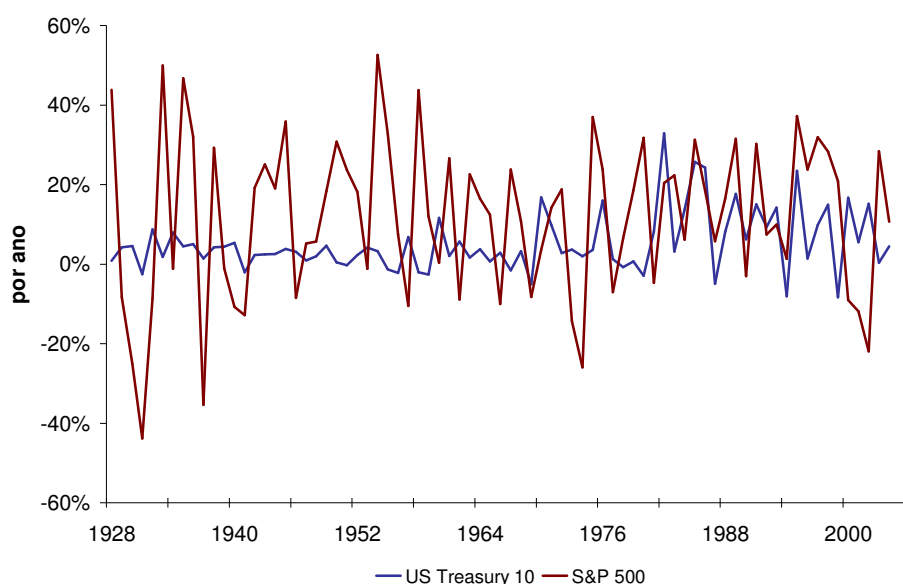
Fonte: Bloomberg

Tabela 16 – Taxa Livre de Risco – US Treasury 10

A taxa a ser utilizada será a média aritmética de 6 meses, por acreditar que esse período espelha bem as tendências do futuro.

Prêmio de Mercado

O prêmio de mercado é a diferença entre a taxa prevista de retorno de uma carteira de ações de mercado sobre a taxa livre de risco. Para a carteira de mercado, foi escolhido o índice de ações S&P que busca refletir o comportamento médio das ações norte-americanas, e para manter consistência, a taxa livre de risco utilizada foi o título da dívida norte-americano US Treasury de 10 anos.



Fonte: Damodaran (2002)

Gráfico 12 – Retornos do S&P 500 vs. US Treasury de 10 anos

Conforme observado no gráfico, o ágio do risco de mercado em relação a taxa livre de risco é uma variável aleatória. Dessa forma, podemos concluir que um período mais longo de tempo representará uma estimativa melhor do que um intervalo recente.

Assim, a seguinte tabela foi construída:

S&P 500 vs. UST10 (anualizado)	
Média Geométrica 1994-2004	4,5%
Média Geométrica 1964-2004	3,5%
Média Geométrica 1928-2004	4,8%

Fonte: Damodaran

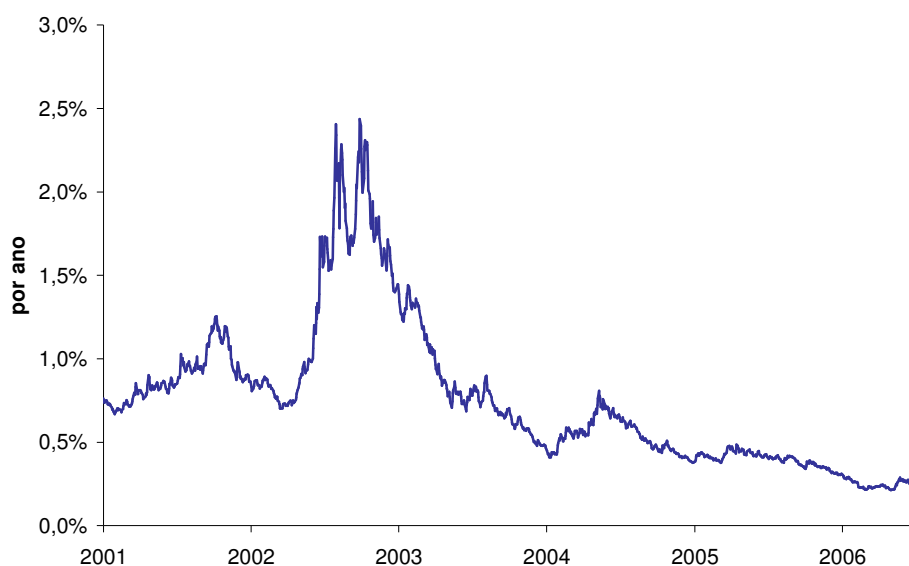
Tabela 17 – Prêmio de Mercado – US Treasury 10 vs. S&P 500

Nesse caso, foi utilizado o cálculo de médias geométricas da diferença entre o S&P5 500 e o US Treasury de 10 anos por ser tratar do período mais longo de tempo disponível nas bases de dados. O prêmio de mercado a ser utilizado será a taxa obtida através do cálculo da média geométrica entre 1928 e 2004, já que a média geométrica reflete melhor o comportamento de um período mais longo do que a média aritmética.

Risco País

O Risco Brasil busca de quantificar o risco de se investir no país. Este risco é expresso pela diferença entre o que se recebe para investir no Brasil (através de seus diversos títulos de dívida) em relação aos títulos do tesouro dos EUA, considerados os ativos mais seguros do mundo.

Um bom indicador do Risco Brasil é o EMBI calculado pelo JP Morgan:



Fonte: Bloomberg

Gráfico 13 – Risco País – EMBI JP Morgan Brasil

Através da análise do gráfico, é notório que o Risco Brasil vem caindo. Isso se deve ao fato da economia brasileira estar se tornando cada vez mais fundamentada através do controle da inflação, da queda dos juros e de outros fatores econômicos.

EMBI Brasil (anualizado)	
Em 30/06/2006	2,5%
Média Aritmética 6 Meses	2,5%
Média Aritmética 1 Ano	3,1%
Média Aritmética 2 Anos	3,9%
Média Aritmética 5 Anos	7,5%

Fonte: Bloomberg

Tabela 18 – Risco Brasil – EMBI JP Morgan Brasil

Desta forma, para tentar refletir essa tendência de queda do risco país e para manter consistência com o cálculo da taxa de juros, será utilizada uma média aritmética de 6 meses que representa o valor de 2,5%. O valor *spot* não é utilizado, já que pode ser afetado por algum evento específico que tenha ocorrido próximo da coleta do dado.

Beta

Para o cálculo do Beta, que será utilizado no CAPM, foi obtido primeiramente o Beta alavancado das empresas utilizadas na avaliação econômica de empresas comparáveis através do software Bloomberg (Beta histórico de 5 anos, calculado pela fórmula já mencionada). Logo após, é necessário desalavancar o Beta de cada empresa pela sua estrutura de capital atual (através dos dados de valor de mercado e de dívida líquida fornecidos na tabela de múltiplos de transações comparáveis) e pela taxa de impostos referentes a cada país. Isto feito, foi calculado a média do Beta das empresas do Brasil, Chile e México, obtendo-se o Beta desalavancado do setor.

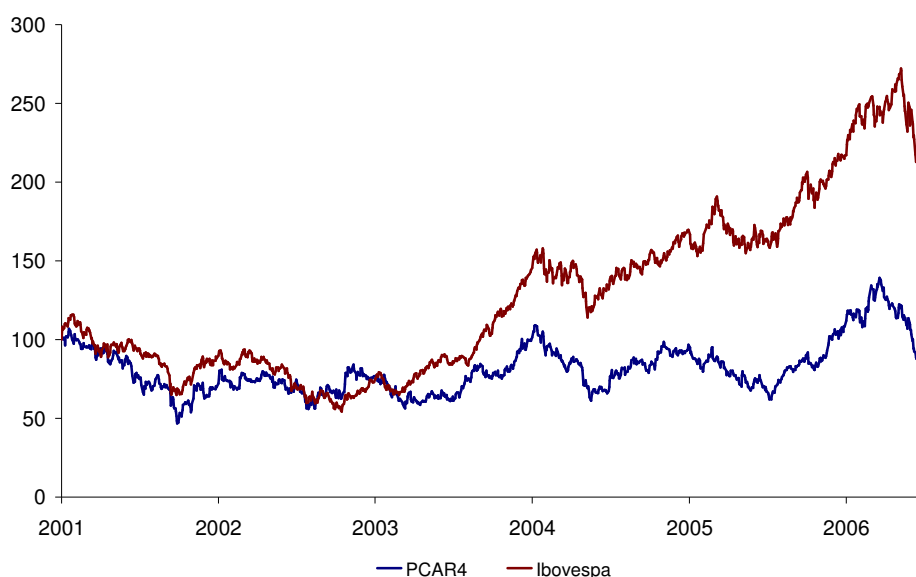
Finalmente, realavancando o Beta do setor através da alíquota de impostos do Brasil e pela estrutura de capital alvo da CBD, que pode ser considerada a estrutura de capital atual, por ser uma empresa madura, obtem-se o Beta alavancado da CBD.

Empresas	Beta Alavancado	Taxa de Impostos	Dívida Líquida/ Valor de Mercado	Beta Desalavancado
Varejo Brasil				
CBD	0,86	34%	20,4%	0,75
Guararapes	0,80	34%	0,0%	0,80
Lojas Americanas	0,97	34%	1,9%	0,95
Lojas Renner	ND	34%	0,0%	ND
Média Brasil				0,83
Varejo Chile				
Cencosud	1,01	17%	10,3%	0,93
Distribucion y Servicio	0,89	17%	21,5%	0,75
Média Brasil				0,84
Varejo México				
Comercial Mexicana	0,76	30%	12,5%	0,70
Wal-Mart de Mexico	1,00	30%	0,0%	1,00
Média Brasil				0,85
Média				0,84
CBD	0,95	34%	20,4%	0,84

(elaborado pelo autor)

Tabela 19 – Cálculo do Beta da CBD

Dessa forma, chegou-se a um valor de Beta de 0,95, que indica que caso mercado (Ibovespa) suba 10%, as ações de CBD irão, em média, subir 9,5% ($0,95 \times 10\%$) e caso o mercado caia 9,5%, as ações de CBD irão, em média, desvalorizar 9,5%.



Fonte: Bloomberg

Gráfico 14 – Desempenho da Ação Preferencial da CBD vs. Ibovespa (base 100)

Após a definição das parcelas do custo de capital próprio, o mesmo pode ser calculado pela equação:

$$K_e = 4,9\% + (0,95 \cdot 4,8\%) + 2,5\% = 12,0\%$$

Equação 11 – Cálculo do Custo de Capital Próprio

9.1.3. Cálculo do Custo de Capital de Terceiros

O custo de dívida, conforme mencionado, é o custo marginal da empresa em obter financiamento. Através das notas explicativas das demonstrações financeiras de CBD foi possível obter os encargos financeiros da 5ª emissão de debêntures da empresa. De acordo com as notas, o custo da dívida da empresa é composto por uma taxa básica de CDI somado a uma variação de 0,95%. Como a taxa Selic a longo prazo está estimada em 11,2%, e a taxa básica de CDI acompanha a Selic, o custo de dívida em real da empresa será de 12,15%.

Para a conversão da dívida em dólar, é necessário descontar o diferencial de inflação atual entre Estados Unidos e Brasil que é resultado da seguinte conta:

$$\text{Diferencial de Inflação} = [(1 + \text{Inflação Brasil}) / (1 + \text{Inflação EUA})] - 1$$

Equação 12 – Cálculo de Diferencial de Inflação entre EUA e Brasil

Como a inflação média do Brasil projetada para 2016 é de 3,5% e a inflação média dos Estados Unidos está projetada para 2,0% para o mesmo período, o resultado do diferencial de inflação é um valor em torno de 1,5%. Dessa maneira, o custo de dívida em dólar antes dos impostos resultante é de 10,5%

9.1.4. Cálculo do WACC

Para calcular o WACC, substituímos os valores obtidos em sua equação:

$$\text{WACC} = (82,6\% * 12,0\%) + (17,4\%) * (100\% - 34,0\%) * (10,5\%) = 11,1\%$$

Equação 13 – Cálculo do WACC

9.2. Projeção dos Fluxos de Caixa

Primeiramente, para a elaboração da projeção dos fluxos de caixa, é necessário adotar algumas premissas macroeconômicas. As premissas macroeconômicas adotadas foram fornecidas pelo economista chefe do Banco Calyon, Dalton Gardmann. Como o período de projeção das premissas macroeconomia limita-se ao ano de 2015, para o ano de 2016 foram adotados os mesmos dados de 2015, considerando que a longo prazo as economias (do Brasil e Estados Unidos) tendem a se estabilizar. A exceção ficou por conta da população, que foi projetada em 2016, com base nos dados de 2015 e no crescimento de 2014 para 2015.

A tabela a seguir resume as premissas macroeconômicas utilizadas:

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Macroeconômicas													
Inflação													
Brasil - IPCA (final do ano)	7,6%	5,7%	3,0%	4,3%	4,3%	4,2%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Brasil - IPCA (média)	4,3%	6,7%	4,4%	3,7%	4,3%	4,3%	4,0%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Brasil - IGPM (média)	12,1%	1,2%	3,6%	4,6%	4,5%	4,2%	4,0%	3,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
EUA - CPI (média)			2,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
PIB													
Crescimento Real PIB Brasil	4,9%	2,3%	3,0%	3,6%	3,5%	3,8%	3,8%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
População													
Brasil - População	181,6	184,2	186,8	189,3	191,9	194,4	196,8	199,3	201,6	204,0	206,2	208,5	210,7
Taxa de Câmbio													
Taxa de Câmbio R\$/US\$ (média)	2,93	2,42	2,19	2,31	2,46	2,57	2,68	2,74	2,78	2,82	2,86	2,90	2,90
Taxa de Câmbio R\$/US\$ (final do ano)	2,65	2,34	2,22	2,40	2,52	2,63	2,72	2,76	2,80	2,84	2,88	2,92	2,92
Variação Câmbio	-8,3%	-11,7%	-5,1%	8,1%	4,8%	4,7%	3,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Taxas de Juros													
Taxa SELIC (Acumulada Ano)	16,2%	19,1%	15,2%	13,5%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Taxa Juros Real	8,0%	12,7%	10,4%	9,5%	6,7%	6,7%	7,0%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%

Fonte: Calyon

Tabela 20 – Premissas Macroeconômicas para a Avaliação Econômica de CBD

A avaliação da CBD está fundamentada no período fiscal e operacional findo em 2005, embora a avaliação também esteja baseada em alguns dados divulgados ao fim do primeiro semestre de 2006. A opção escolher o fim de 2005 como base, e não o primeiro semestre de 2006, está baseada na sazonalidade que influi sobre os resultados de varejo, como pode ser verificado no tópico sobre o desempenho recente do varejo que mostra picos nas vendas de fim de ano, devido ao período natalino. Dessa forma, se fossem considerados os dados do primeiro semestre de 2006 como base, estaríamos ignorando o grande volume de vendas do final do ano.

Os demonstrativos financeiros da empresa, como DRE e Balanço Patrimonial, foram fundamentais na elaboração de projeções estão anexados ao trabalho. O demonstrativo de fluxo de caixa acabou não sendo utilizado, uma vez que os dados de depreciação e amortização encontravam-se discriminados no DRE.

É importante ressaltar que as receitas oriundas da financeira FIC não estão sendo consideradas separadas nas projeções, mas sim consideradas implicitamente através do crescimento estimado da empresa, já que as operações de crédito de uma corporação de varejo são operações alavancadoras de vendas. O mesmo conceito serve para os produtos de marca própria. Também destacamos que as receitas do segmento de internet no setor são muito baixas (0,2% do faturamento do setor de auto-serviços) e portanto considerou-se que uma análise separada das mesmas teria pouco impacto no resultado final.

9.2.1. Receitas

Para a projeção de receitas da empresa, considerou-se que o principal *driver* da projeção do faturamento de uma empresa é a relação entre receita líquida e área de vendas. Dessa forma, ao projetar essa variável, procurou-se estabelecer uma relação entre o crescimento do PIB e o crescimento do setor de auto-serviços alimentar, já que o PIB e o setor são correlatos. Essa relação foi elaborada através do crescimento da receita bruta por área do setor e do crescimento nominal do PIB em reais. A partir da média do crescimento dos dois últimos anos das duas variáveis, foi possível estabelecer uma elasticidade de 0,70x. A escolha do período de dois anos se deveu ao fato do mesmo ser um período de recuperação da economia brasileira e refletir melhor a projeção de períodos futuros.

	2004	2005	Média
Elasticidade			
Receita Bruta Setor Auto-Serviço de Alimentos (R\$ Bi)	98,7	106,4	
Área de Vendas (m ² MM)	18,1	18,4	
Faturamento / Área de Vendas (R\$ mil / m ²)	5,5	5,8	
Crescimento Nominal Faturamento / Área de Vendas	9,3%	6,0%	7,7%
Crescimento Nominal PIB Brasil	13,8%	8,3%	11,1%
Elasticidade Auto-Serviço de Alimentos em Relação ao PIB			0,70x

(elaborado pelo autor)

Tabela 21 – Elasticidade

Esse coeficiente será utilizado para as estimativas de crescimento reais futuras (sem considerar a inflação) da receita líquida por área de vendas. Por desconsiderar a inflação, o crescimento do PIB a ser utilizado como base deve ser o crescimento real do PIB.

Dessa forma temos a seguinte equação:

$$CrE = E \times CrP$$

Equação 14 – Crescimento Real de Receita Líquida por Área de Vendas

No qual:

CrE_i = crescimento real da receita líquida da empresa por área de vendas no período i ;

E = elasticidade;

CrP_i = crescimento real do PIB brasileiro no período i .

Estabelecida a elasticidade entre o setor de supermercado e o PIB, se faz necessário determinar quais serão as fontes de receita da empresa. Devido ao fato dos negócios da CBD serem muito parecidos (margens brutas parecidas, devido ao fato das margens brutas no setor de varejo serem apertadas), optou-se por considerar a CBD composta de apenas um negócio (não considerar a segmentação entre Pão de Açúcar, CompreBem, Sendas, Extra e Extra-Eleto). A diferenciação na forma de obtenção das receitas está na definição de “lojas novas” e “lojas velhas”, de forma que cabe ressaltar que partiu-se diretamente de receitas líquidas, sem passar pelas receitas brutas, já que a projeção de deduções das receitas brutas para a obtenção da receita líquida, são praticamente calculadas como percentual das receitas brutas ao longo do tempo, por serem representadas em grande parte por impostos como o PIS, COFINS, ISS, ICMS, entre outros.

“Lojas Velhas”

Para a projeção da receita das lojas velhas, assumiu-se que todas as lojas existentes no final do ano de 2005 (556) haviam atingido seu estágio de maturidade e que a receita por área de vendas, que será utilizada como base para as projeções, é a de 2005. A partir desta receita por área de vendas, projetou-se a receita nominal por área de vendas para os períodos seguintes acrescentando-se a inflação projetada de cada período (IPCA – índice que reflete o comportamento do varejo) e o crescimento real da receita por área da empresa que é fator da elasticidade determinada anteriormente e do crescimento do PIB. Considerou-se também que a área por loja permanece constante (2.059 m² por loja) e obviamente, por se tratar de receita apenas de lojas velhas, que o número de lojas velhas também permanece constante.

$$CnE_i = I_i \times CrE_i$$

Equação 15 – Crescimento Nominal da Receita Líquida por Área de Vendas

No qual:

CnE_i = crescimento nominal da receita líquida por área de vendas no período i ;

I_i = inflação (IPCA) média do período i ;

CrE_i = crescimento real da receita líquida por área de vendas no período i .

A receita total de lojas velhas é obtida pela multiplicação entre a área de vendas e a receita por área de vendas.

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Premissas de Lojas Velhas													
Receita Líquida Lojas Velhas (R\$ MM)	12.565	13.413	14.294	15.193	16.234	17.369	18.529	19.700	20.960	22.301	23.728	25.246	26.861
Lojas (final do ano)	551	556	556	556	556	556	556	556	556	556	556	556	556
Área de Vendas (m ² '000)	1.145	1.145	1.145	1.145	1.145	1.145	1.145	1.145	1.145	1.145	1.145	1.145	1.145
Receita/Área de Vendas (R\$ '000 / m ²)	11,0	11,7	12,5	13,3	14,2	15,2	16,2	17,2	18,3	19,5	20,7	22,1	23,5
Crescimento Nominal Lojas Velhas			6,6%	6,3%	6,9%	7,0%	6,7%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Inflação - IPCA (média)			4,4%	3,7%	4,3%	4,3%	4,0%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Crescimento Real PIB Brasil			2,1%	2,5%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Elasticidade em Relação ao PIB Brasil			0,70x	0,70x	0,70x	0,70x	0,70x	0,70x	0,70x	0,70x	0,70x	0,70x	0,70x
Receita por Loja (R\$ '000)	22.804	24.125	25.709	27.325	29.199	31.239	33.325	35.431	37.698	40.110	42.676	45.406	48.312
Área por Loja (m ²)	2.078	2.059	2.059	2.059	2.059	2.059	2.059	2.059	2.059	2.059	2.059	2.059	2.059

(elaborado pelo autor)

Tabela 22 – Premissas de Receita Líquida Nominal de Lojas Velhas

“Lojas Novas”

A projeção de receita das lojas novas foi realizada primeiramente na forma nominal, de modo a estabelecer que uma loja recém inaugurada não é capaz de gerar a mesma quantia de receita de uma loja velha. Conforme mencionado no início do trabalho, o Calyon assessora atualmente uma empresa de varejo especializada na busca de um parceiro estratégico, o que permite ao banco a obtenção de dados detalhados dessa empresa. Através de uma análise realizada com lojas inauguradas dessa empresa, concluiu-se que uma loja nova só atinge sua maturidade a partir quarto ano de funcionamento. Foi possível observar que no primeiro ano ela gera 60% do faturamento de uma loja velha, no segundo ano 75% , no terceiro ano 92%; atingindo 100% das vendas de uma loja velha somente no quarto ano. Essa conclusão, foi utilizada como premissa para a CBD. É importante notar que mais uma vez a receita base por área de vendas utilizada foi a de 2005 (R\$ 11,7 mil por m²). Dessa forma, a receita líquida por loja fica calculada a seguir:

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4
Premissas de Lojas Novas				
Receita por Loja (R\$ '000)	14.475	18.094	22.195	24.125
Área por loja (m ²)	2.059	2.059	2.059	2.059
Receita/Área de Vendas (R\$ '000 / m ²)	7,0	8,8	10,8	11,7
% de Maturidade da Loja Velha	60,0%	75,0%	92,0%	100,0%

(elaborado pelo autor)

Tabela 23 – Maturação de uma Loja Nova

Projetadas as receitas reais de lojas novas, antes de determinarmos a receita nominal das mesmas, iremos discutir sobre o plano de abertura de lojas da CBD.

Para a abertura de lojas, considerou-se que não há diferenciação entre o tamanho das lojas abertas, ou seja, a abertura de uma loja respeitará o padrão de lojas velhas e possuirá uma área de 2.059 m².

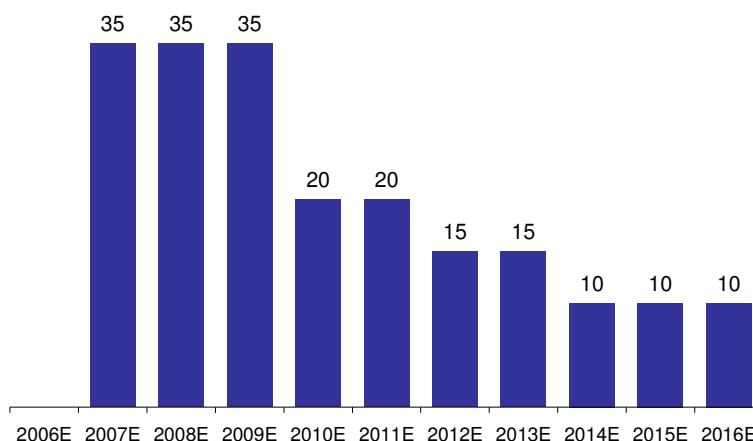
Outra premissa para a abertura de lojas é a consideração de abertura líquida de lojas, ou seja, não será considerado que lojas serão fechadas, sendo levado em conta apenas a projeção da diferença entre as lojas abertas e fechadas nos anos. Pode-se estimar que tal simplificação terá um impacto muito pequeno na avaliação final da CBD, já que só serão perdidas considerações em relação a maturidade de lojas. Gastos com fechamentos de lojas não afetam o valor final da empresa, que por serem gastos não recorrentes, não entram no cálculo do fluxo de caixa livre da empresa.

No final do ano de 2005, a CBD anunciou a intenção de abrir 160 lojas nos 4 anos seguintes, o que levou a crer em uma expansão uniforme de 40 lojas por ano (em 2006, 2007, 2008 e 2009). No entanto, esse aumento de 40 lojas no número total de lojas parece não ocorrer em 2006, uma vez que conforme mostrado pelo relatório semestral de 2006, houve uma redução de 20 lojas do final de 2005 para junho de 2006.

Assim, na projeção de abertura de novas lojas estimou-se que nenhuma loja será inaugurada em 2006 (em termos líquidos) e que a expansão pretendida pela empresa no final de 2006 ocorrerá em 2007, 2008, 2009, mas em menor escala. Nos anos seguintes, a empresa continuará a expandir as suas operações, no entanto em um ritmo de crescimento menor.

É importante mencionar, que ao considerar que a abertura de lojas é nula em 2006, considera-se também que o capital investido em novas lojas seria nulo, o que poderia gerar distorções na avaliação final da empresa. Uma maneira de contornar tal situação, é deixar de considerar o

ano de 2006 como período de projeção no período do fluxo de caixa e iniciar a projeção do fluxo de caixa apenas no ano de 2007.



(elaborado pelo autor)

Gráfico 15 – Abertura de Novas Lojas

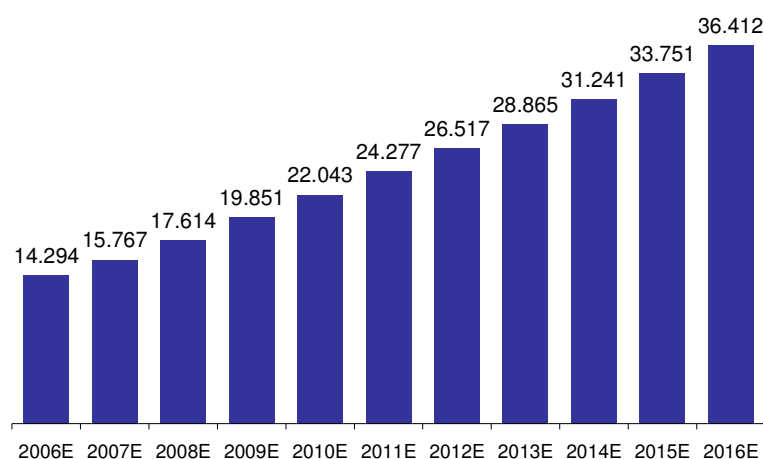
Após o cálculo da receita líquida real por loja das lojas novas, é necessário inflacionar as mesmas, adicionar o crescimento real (que é função da elasticidade e do crescimento real do PIB) e multiplicar pela número total de lojas inauguradas. É importante lembrar que lojas novas abertas em anos diferentes, possuem diferentes receitas no mesmo período devido a questão de maturidade. Assim, podemos calcular as receitas líquidas oriundas das novas lojas.

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Premissas de Lojas Novas													
# Lojas (começo do ano)	497	551	556	556	591	626	661	681	701	716	731	741	751
# Lojas Novas	54	5	-	35	35	35	20	20	15	15	10	10	10
Receita Líquida Novas Lojas (R\$ MM)			-	574	1.380	2.482	3.514	4.578	5.557	6.564	7.513	8.505	9.551
# Lojas (final do ano)	551	556	556	591	626	661	681	701	716	731	741	751	761

(elaborado pelo autor)

Tabela 24 – Receita Nominal de Lojas Novas

Somando-se a receita de lojas novas e lojas velhas, obtemos a receita líquida total da empresa.

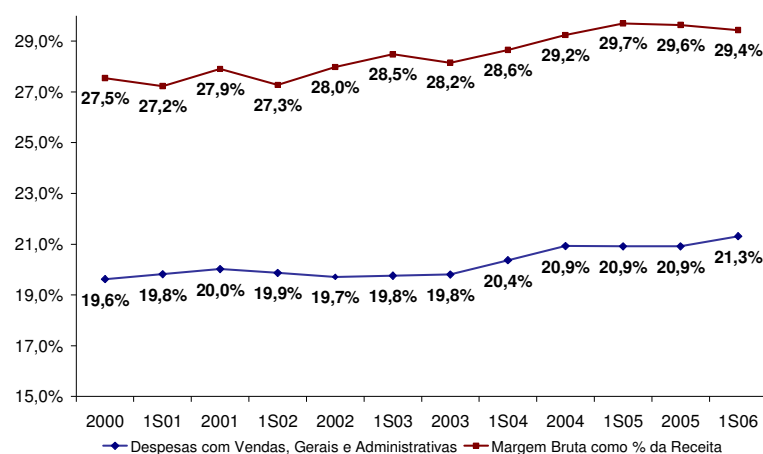


(elaborado pelo autor)

Gráfico 16 – Receita Líquida em R\$ MM

9.2.2. Despesas Operacionais

As margens brutas da CBD se elevaram a patamares bem altos nos dois último anos (2004 e 2005) quando o consumidor não estava confiante para comprar produtos alimentícios, período no qual uma eventual redução de preços não iria impulsionar as vendas das empresas. Assim, a empresa optou por preservar lucratividade mantendo margens brutas acima do normal. A expectativa é de que a margem volte para o patamar do fim de 2004, que é um margem alta para o setor, de 29,2%, mas que está sendo considerada devido a ganhos de escala e de vendas com produtos de marca própria que aumentam a rentabilidade da empresa.



(elaborado pelo autor)

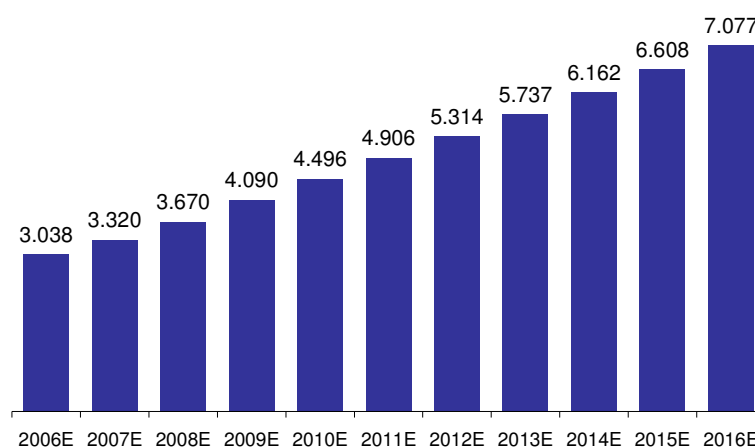
Gráfico 17 –Despesas Operacionais e de Margem Bruta como % da Receita Líquida

Para as despesas, acredita-se que todas as iniciativas de corte de custo propostas pela empresa como as propostas pelo programa “Orçamento Base Zero”, terão efeito em períodos futuros. A entrada do Casino no grupo de controle da empresa também é sinal de redução de custos, uma vez que o grupo francês possui *know how* no setor por ser uma rede varejista de expressão no mundo. Pode-se mencionar também ganhos de escala, que vão sendo gerados com o crescimento natural da empresa e que vão diluindo os custos fixos da empresa. Assim, para projetar as despesas com vendas e despesas gerais e administrativas foi estimado que o crescimento das mesmas será equivalente a 90% do crescimento da receita líquida nos próximos períodos, de modo a refletir os fatores mencionados anteriormente.

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Resultado (R\$ MM - exceto quando mencionado)													
Receita Líquida	12.565	13.413	14.294	15.767	17.614	19.851	22.043	24.277	26.517	28.865	31.241	33.751	36.412
<i>Crescimento (sobre ano anterior)</i>		6,8%	6,6%	10,3%	11,7%	12,7%	11,0%	10,1%	9,2%	8,9%	8,2%	8,0%	7,9%
Margem Bruta	3673,54	3975,27	4.174	4.604	5.143	5.796	6.437	7.089	7.743	8.429	9.122	9.855	10.632
<i>Margem Bruta - % da receita líquida</i>	29,2%	29,6%	29,2%	29,2%	29,2%	29,2%	29,2%	29,2%	29,2%	29,2%	29,2%	29,2%	29,2%
Despesas com Vendas	2.161	2.300	2.436	2.662	2.943	3.279	3.605	3.934	4.260	4.600	4.940	5.298	5.674
<i>Crescimento Total</i>			5,9%	9,3%	10,5%	11,4%	9,9%	9,1%	8,3%	8,0%	7,4%	7,2%	7,1%
<i>Crescimento como % da Receita Líquida</i>			90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%
<i>Como % da Receita Líquida</i>	17,2%	17,1%	17,0%	16,9%	16,7%	16,5%	16,4%	16,2%	16,1%	15,9%	15,8%	15,7%	15,6%
Despesas Gerais e Administrativas	529	569	602	658	728	811	891	973	1.054	1.137	1.222	1.310	1.403
<i>Crescimento Total</i>			5,9%	9,3%	10,5%	11,4%	9,9%	9,1%	8,3%	8,0%	7,4%	7,2%	7,1%
<i>Crescimento como % da Receita Líquida</i>			90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%
<i>Como % da Receita Líquida</i>	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%

(elaborado pelo autor)

Tabela 25 – Premissas de Despesas com Vendas e Despesas Gerais e Administrativas



(elaborado pelo autor)

Gráfico 18 – Despesas Operacionais em R\$ MM

9.2.3. Capex

Os investimentos que uma empresa realiza também são importantes na avaliação de uma empresa, por representarem saída de caixa. Os gastos com Capex foram segmentados em investimentos com lojas novas e manutenção de lojas velhas.

Para os gastos com lojas novas, foram utilizados os dados publicados pela empresas no final de 2005 que previam a abertura de 160 lojas nos 4 anos seguintes de modo a estimar o custo de abertura por loja. O Deutsche Bank (2006) estimou que esses gastos representariam a quantia aproximada de R\$ 2,5 Bi. Dessa forma, para a estimativa de Capex de inauguração de uma loja, foi considerado que esses R\$ 2,5 Bi seriam distribuídos ao longo dos 4 anos, que seriam abertas 40 lojas por ano e que os custos reais de abertura de uma loja, permaneceriam inalterados. Através dessas considerações, e do uso do IGP-M para corrigir esses custos, já que o IGP-M considera uma vasta gama disponíveis no mercado, inclusive o que é importado; chegou-se a um valor R\$ 14,1 MM por loja, caso esta fosse aberta em 2005. Para projetar esse custo de abertura por loja para o ano seguinte, basta inflacionar esse custo pelo IGP-M. O custo total de inauguração de lojas novas é resultado do custo por loja pelo número de inaugurações no ano.

	2005	2006E	2007E	2008E	2009E
Custo de Abertura por Loja (em R\$ MM - exceto quando mencionado)					
Custo de Abertura por Loja	14,1	14,6	15,3	16,0	16,6
Inflação IGP-M %	3,6%	4,6%	4,5%	4,2%	4,0%
# Lojas Novas		40	40	40	40
Custo de Abertura por Ano		584,4	611,3	638,8	665,6
Total		2.500			

(elaborado pelo autor)

Tabela 26 – Custo de Abertura por Loja

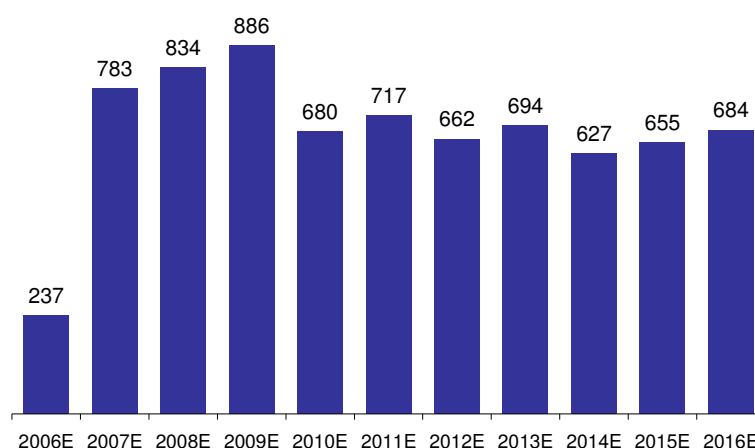
Para os gastos com manutenção, através dos dados do relatório anual de 2005 da CBD, utilizou-se o Capex gasto com a reforma e atualização de lojas somados aos investimentos em infra-estrutura (R\$ 453 MM). No entanto, o ano de 2005 foi marcado por muitas atualizações de lojas e trocas de bandeira ocasionados pelas aquisições de lojas do Sendas em 2004 e da Coopercitrus em 2005. Dessa forma foi estimado que apenas 50% dos R\$ 453 milhões foram destinados a gastos com manutenção de lojas antigas e infra-estrutura e não com atualizações.

Dividindo-se esse valor de R\$ 227 milhões pelo número de lojas, é possível obter um custo de manutenção por loja de R\$ 411 mil para 2005. Para a projeção desses custos, também é necessário corrigir os custos por loja pelo IGP-M e em seguida devemos multiplicá-lo pelo número de lojas do período anterior (já que as lojas abertas naquele ano, são lojas novas e não possuem gastos com manutenção).

	1S06	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Capex (R\$ MM - exceto quando mencionado)												
Custo de Abertura de Lojas Novas	-	535	559	582	346	360	280	290	200	207	214	
# Lojas Novas	-	35	35	35	20	20	15	15	10	10	10	
Custo de Abertura por Loja	14,6	15,3	16,0	16,6	17,3	18,0	18,7	19,3	20,0	20,7	21,4	
Inflação IGP-M %	3,6%	4,6%	4,5%	4,2%	4,0%	4,0%	3,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Manutenção Lojas Velhas	237	248	275	304	334	357	382	404	426	447	469	
# Lojas (começo do ano)	556	556	591	626	661	681	701	716	731	741	751	
Custo de Manutenção por Loja	0,43	0,45	0,47	0,49	0,50	0,52	0,54	0,56	0,58	0,60	0,62	
Inflação IGP-M %	3,6%	4,6%	4,5%	4,2%	4,0%	4,0%	3,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Total Investimentos	237	783	834	886	680	717	662	694	627	655	684	

(elaborado pelo autor)

Tabela 27 – Premissas de Capex



(elaborado pelo autor)

Gráfico 19 – Capex em R\$ MM

9.2.4. Depreciação e Amortização

Por não terem efeito no caixa da empresas, a depreciação e a amortização devem se projetadas de modo a serem somadas ao lucro operacional da empresa após os impostos. A depreciação foi calculada de duas maneiras: depreciação do imobilizado velho e depreciação do imobilizado novo.

Para a depreciação do imobilizado velho, considerou-se o que o custo do imobilizado fornecido pelas notas explicativas no fim de 2005, R\$ 5.977 MM, era o saldo inicial e que seria depreciado em 14 anos (ou 7,32% ao ano, que representa a taxa média anual de depreciação conforme mostram as notas explicativas para o exercício de 2005).

Para a depreciação do imobilizado novo, considerou-se que o Capex gasto no investimento de cada loja seria depreciado nos mesmo 14 anos.

Em relação ao Ativo Diferido, estimou-se este será amortizado ao longo do tempo e atingirá valor igual a zero no último período de projeção.

Dessa forma, as projeções com depreciação e amortização são dadas a seguir:

Premissas	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Depreciação (R\$ MM - exceto quando mencionado)											
Depreciação do Imobilizado Velho	437	437	437	437	437	437	437	437	437	437	437
<i>Taxa de Depreciação (Anos)</i>	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Depreciação do Imobilizado Novo	-	17	75	136	201	250	303	351	402	448	500
<i>Taxa de Depreciação (Anos)</i>	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Amortização do Diferido	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82
<i>Taxa de Amortização (Anos)</i>	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Total Depreciação e Amortização	437	455	512	573	638	688	740	789	839	885	937

(elaborado pelo autor)

Tabela 28 – Premissas de Depreciação e Amortização

Com as projeções até agora calculadas, é possível projetar as principais contas do DRE. Foram incluídas as projeções já realizadas de receita, despesas, depreciação e amortização. Cabe ressaltar que o Capex não possui efeito direto no DRE, já que os investimentos realizados representam saída de caixa e são refletidos na conta do imobilizado da empresa. O efeito indireto que o Capex possui no DRE são suas depreciações que são lançadas nos anos seguintes à realização dos investimentos.

Seguem as projeções dos demonstrativos financeiros da empresa:

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Demonstração do Resultado Do Exercício (R\$ MM - exceto quando mencionado)													
Receita Líquida	12.565	13.413	14.294	15.767	17.614	19.851	22.043	24.277	26.517	28.865	31.241	33.751	36.412
(-) Custo dos Produtos Vendidos	8.891	9.438	10.120	11.163	12.471	14.054	15.606	17.188	18.774	20.436	22.119	23.895	25.780
Margem Bruta	3.674	3.975	4.174	4.604	5.143	5.796	6.437	7.089	7.743	8.429	9.122	9.855	10.632
<i>Como % da Receita Líquida</i>	<i>29,2%</i>	<i>29,6%</i>	<i>29,2%</i>	<i>29,2%</i>	<i>29,2%</i>	<i>29,2%</i>	<i>29,2%</i>	<i>29,2%</i>	<i>29,2%</i>	<i>29,2%</i>	<i>29,2%</i>	<i>29,2%</i>	<i>29,2%</i>
Despesas (Receitas) Operacionais													
(-) Despesas com Vendas	2.161	2.300	2.436	2.662	2.943	3.279	3.605	3.934	4.260	4.600	4.940	5.298	5.674
<i>Como % da Receita Líquida</i>	<i>17,2%</i>	<i>17,1%</i>	<i>17,0%</i>	<i>16,9%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,8%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,6%</i>
(-) Despesas Gerais e Administrativas	529	569	602	658	728	811	891	973	1.054	1.137	1.222	1.310	1.403
<i>Como % da Receita Líquida</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,9%</i>
EBITDA	983	1.106	1.136	1.284	1.473	1.707	1.940	2.183	2.429	2.692	2.960	3.248	3.556
<i>Como % da Receita Líquida</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,2%</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,2%</i>	<i>9,3%</i>	<i>9,5%</i>	<i>9,6%</i>	<i>9,8%</i>
(-) Depreciação e Amortização	490	625	519	537	594	655	720	770	822	871	921	967	1.019
EBIT	494	481	616	747	879	1.052	1.221	1.413	1.607	1.821	2.039	2.280	2.537
<i>Como % da Receita Líquida</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,6%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,8%</i>	<i>7,0%</i>
(-) Despesas Financeiras	618	684	282	147	70	35	41	18	14	11	8	5	2
(+) Receitas Financeiras	330	447	140	20	-	2	49	152	287	455	662	911	1.201
(+) Resultado de Equivalência Patrimonial	5	(16)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Resultado Não Operacional	80	32	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro antes do IR e CS e da part. dos Empregados	291	260	474	620	809	1.019	1.229	1.548	1.880	2.265	2.693	3.186	3.736
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social	(50)	53	161	211	275	346	418	526	639	770	916	1.083	1.270
<i>% de IR e CS</i>	<i>-17,0%</i>	<i>20,4%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>
Lucro Antes das Participações dos Empregados	341	207	313	409	534	672	811	1.021	1.241	1.495	1.777	2.103	2.466
(-) Participações dos Empregados nos Resultados	14	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Participação dos Acionistas Minoritários	(43)	(64)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro líquido do exercício	370	257	313	409	534	672	811	1.021	1.241	1.495	1.777	2.103	2.466
<i>Como % da Receita Líquida</i>	<i>2,9%</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,6%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,8%</i>

(elaborado pelo autor)

Tabela 29 – Demonstrativo de Resultado do Exercício Projetado

É importante ressaltar, que só foram detalhadas as projeções das contas do DRE que causam impacto no cálculo do fluxo de caixa livre. Maiores detalhes sobre as projeções realizadas do DRE e na elaboração do demonstrativo de fluxo de caixa da empresa são encontrados no anexo.

9.2.5. Variação do Capital de Giro

O capital de giro de uma empresa é definido como a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante. Variações de capital de giro afetam o fluxo de caixa na empresa, sendo que aumentos de capital de giro significam saída de caixa e diminuições no capital de giro significam entrada de caixa.

Essa definição de capital de giro exclui todos os ativos e passivos circulantes que tem características de fluxos financeiros e não operacionais.

Dessa forma, para projetar a variação de capital de giro, é necessário obter o prazo médio da movimentação (em %, podendo também ser feito em dias) de cada conta do balanço com alguma conta relacionada do DRE e assumir que esse valor permanece constante ao longo do período. É uma estimativa muito eficiente para uma empresa como a CBD que já tem suas operações consolidadas.

O Balanço Patrimonial projetado da empresa, que se encontra no anexo, foi simplificado, fazendo com que algumas de suas contas fossem fundidas e outras lançadas para o itens outros.

Os ativos que são considerados no cálculo do capital de giro são os seguintes e são projetados das seguintes formas:

- *Contas a receber* como percentual da receita líquida;
- *Estoque*s como percentual do custo dos produtos vendidos;
- *Impostos a recuperar* como percentual da receita líquida;
- *Outros* como percentual da receita líquida.

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Ativo (R\$ MM - exceto quando mencionado)													
Circulante													
Aplicações Financeiras	946	1.542	295	-	-	36	837	1.871	3.232	4.868	6.908	9.296	12.071
Caixas e Bancos	234	169	186	205	229	258	287	316	345	375	406	439	473
<i>Como % da Receita Líquida</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>
Contas a Receber	1.199	1.153	1.229	1.356	1.515	1.707	1.896	2.088	2.280	2.482	2.687	2.903	3.131
<i>Como % da Receita Líquida</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>
Estoques	1.090	1.115	1.194	1.317	1.472	1.658	1.842	2.028	2.215	2.412	2.610	2.820	3.042
<i>Como % do CPV</i>	<i>12,3%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,8%</i>
Impostos a Recuperar	521	476	515	568	634	715	794	874	955	1.039	1.125	1.215	1.311
<i>Como % da Receita Líquida</i>	<i>4,1%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,6%</i>
Outros	300	455	486	536	599	675	749	825	902	981	1.062	1.148	1.238
<i>Como % da Receita Líquida</i>	<i>2,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>
Total do Ativo Circulante	4.290	4.910	3.905	3.982	4.448	5.050	6.404	8.002	9.929	12.158	14.798	17.819	21.267
Total do Ativo Realizável a Longo Prazo	992	944	944	944	944	944	944	944	944	944	944	944	944
Permanente													
Investimentos	264	228	228	228	228	228	228	228	228	228	228	228	228
Imobilizado	4.425	3.862	3.661	3.989	4.311	4.624	4.665	4.695	4.616	4.521	4.308	4.077	3.824
Diferido	1.069	980	898	816	734	653	571	489	407	325	244	162	80
Total do Ativo Permanente	5.758	5.069	4.787	5.033	5.273	5.504	5.464	5.411	5.251	5.074	4.780	4.467	4.131
Total do Ativo	11.040	10.923	9.635	9.958	10.665	11.497	12.811	14.357	16.124	18.176	20.521	23.230	26.342

(elaborado pelo autor)

Tabela 30 – Ativo do Balanço Patrimonial

É importante ressaltar, que embora o caixa tenha sido projetado como percentual da receita líquida, o mesmo não foi considerado como elemento do capital de giro da empresa. É intuitivo imaginar que quanto maior a receita de uma empresa, maior é a necessidade de uma empresa de auto-serviços ter caixa, devido a necessidade de se ter dinheiro nos *check-outs* para poder fornecer eventuais trocos aos clientes no pagamento de suas compras.

Para o passivo, foram considerados os seguintes elementos no capital de giro da empresa e suas respectivas projeções:

- *Fornecedores* como percentual do custo dos produtos vendidos;
- *Salários e encargos sociais* como percentual das despesas com vendas e despesas gerais e administrativas (ou despesas operacionais);
- *Imposto de renda e contribuições sociais a recolher* como percentual da receita líquida;
- *Outros* como percentual da receita líquida

Os dividendos propostos foram calculados como percentual do lucro líquido, mas não tem nenhuma relação com o capital de giro da empresa.

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Passivo													
Circulante													
Capital de Giro Adicional	-	-	-	198	354	-	-	-	-	-	-	-	-
Fornecedores	1.545	1.654	1.771	1.954	2.182	2.459	2.731	3.008	3.285	3.576	3.871	4.182	4.511
<i>Como % do CPV</i>	17,4%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Empréstimos e Financiamentos	1.235	423	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Debêntures	69	18	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Salários e Encargos Sociais	150	158	167	183	202	225	247	270	292	316	339	363	389
<i>% das Despesas Operacionais</i>	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Impostos e Contribuições Sociais a Recolher	55	90	100	110	123	139	154	170	186	202	219	236	255
<i>Como % da Receita Líquida</i>	0,4%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Dividendos Propostos	89	62	53	69	90	113	136	172	208	251	299	353	414
<i>Como % do Lucro Líquido</i>	24,1%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%
Outros	105	165	175	191	211	235	259	282	306	330	355	380	407
<i>% das Despesas Operacionais</i>	3,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Total do Passível Circulante	3.248	2.569	2.275	2.704	3.162	3.172	3.528	3.902	4.278	4.675	5.082	5.515	5.977
Exigível a Longo Prazo													
Empréstimos e Financiamentos	876	1.214	809	405	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Debêntures	525	401	201	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impostos Parcelados	332	313	285	256	228	199	171	142	114	85	57	28	-
Provisão para Contingências	922	1.077	1.144	1.261	1.409	1.588	1.763	1.942	2.121	2.309	2.499	2.700	2.913
<i>Como % da Receita Líquida</i>	7,3%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Outros	117	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
Total do Exigível a Longo Prazo	2.772	3.075	2.508	1.992	1.707	1.857	2.004	2.154	2.305	2.464	2.626	2.798	2.983
Quotas Resgatáveis do PAFIDC	617	739	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Participação Minoritária	352	287	287	287	287	287	287	287	287	287	287	287	287
Patrimônio Líquido													
Capital Social	3.509	3.680	3.680	3.680	3.680	3.680	3.680	3.680	3.680	3.680	3.680	3.680	3.680
Reservas de Lucros	542	572	885	1.294	1.828	2.501	3.312	4.333	5.574	7.069	8.846	10.949	13.415
Total Patrimônio Líquido	4.051	4.252	4.565	4.974	5.508	6.181	6.992	8.013	9.254	10.749	12.526	14.629	17.095
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	11.040	10.923	9.635	9.958	10.665	11.497	12.811	14.357	16.124	18.176	20.521	23.230	26.342

(elaborado pelo autor)

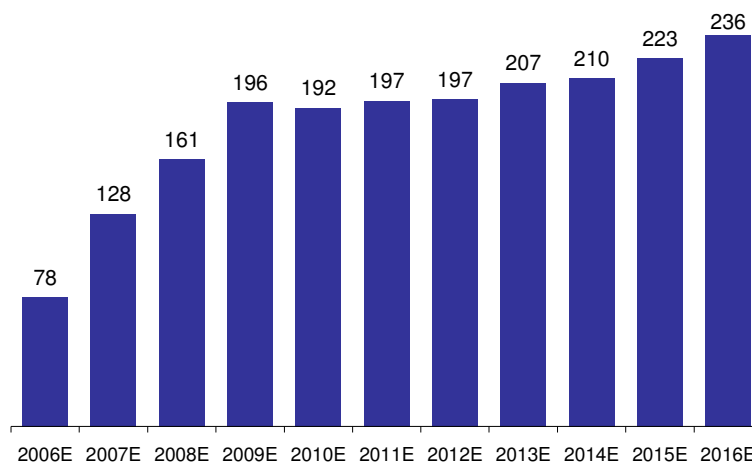
Tabela 31 – Passivo do Balanço Patrimonial

Dessa forma, com o Balanço Patrimonial projetado, para o cálculo da variação de capital de giro é só considerar o capital de giro do período descontado do capital de giro de giro do ano anterior.

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Capital de Giro (R\$ MM)													
Ativo Circulante	3.111	3.200	3.424	3.777	4.219	4.755	5.280	5.815	6.352	6.914	7.484	8.085	8.722
(-) Passivo Circulante	1.855	2.067	2.213	2.438	2.719	3.059	3.392	3.730	4.069	4.424	4.783	5.162	5.563
Capital de Giro	1.255	1.133	1.211	1.339	1.501	1.696	1.889	2.085	2.283	2.490	2.700	2.923	3.159
Variação de Capital de Giro		(123)	78	128	161	196	192	197	197	207	210	223	236

(elaborado pelo autor)

Tabela 32 – Projeções de Variação de Capital de Giro



(elaborado pelo autor)

Gráfico 20 – Variação de Capital de Giro em R\$ MM

Como projeção de outras contas do Balanço Patrimonial não tem impacto no fluxo de caixa livre da empresa, maiores detalhes dessas serão colocados no anexo.

9.2.6. Fluxo de Caixa Descontado

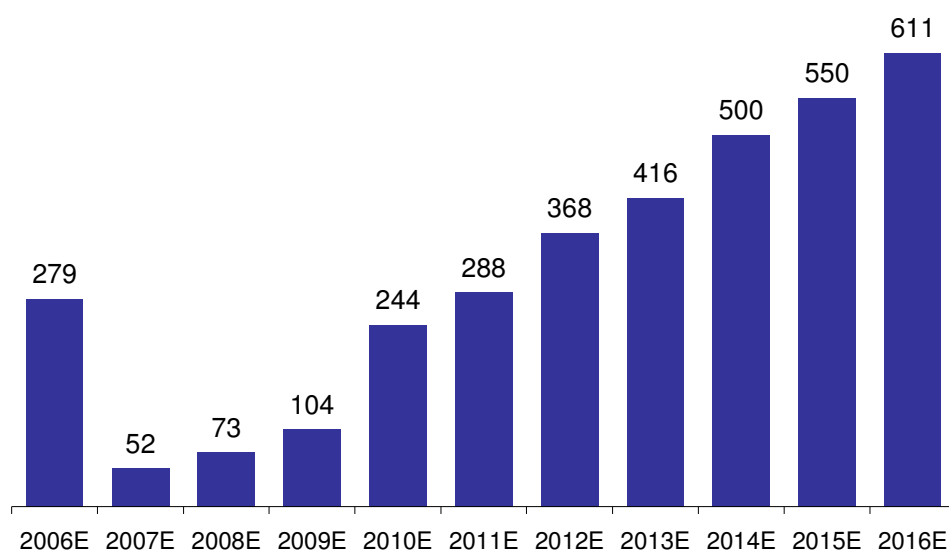
Finalmente, é possível calcular o fluxo de caixa livre da empresa. Como a taxa desconto, WACC, foi calculada em dólar, o fluxo de caixa livre obtido em cada período de projeção será convertido através da utilização da taxa do dólar médio de cada período. O período de projeção considerado para o fluxo de caixa livre da empresa compreenderá os períodos entre os anos de 2007 e 2016 (10 períodos) e o fluxo de caixa será trazido a valor presente para a data de 31 de dezembro de 2006.

O crescimento adotado para o período de perpetuidade foi o crescimento de 4,5% ao ano. Esse crescimento deve representar um valor que não destoe muito do valor do crescimento nominal do PIB que a longo prazo é de 7,6%, já que se o valor for muito menor que 7,6% significa que a empresa tende a desaparecer no futuro, e se o valor for muito maior que 7,6%, significa que a longo prazo que a receita da empresa será maior que o PIB brasileiro. Para a CBD, foi considerado um crescimento de 4,5% que é também o crescimento na perpetuidade utilizado pelo Calyon na avaliação da empresa de varejo que assessora atualmente.

	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	VT
Fluxo de Caixa Descontado (R\$ MM - exceto quando mencionado)													
EBIT	481	616	747	879	1.052	1.221	1.413	1.607	1.821	2.039	2.280	2.537	
(-) Impostos	164	210	254	299	358	415	480	546	619	693	775	862	
(+) Depreciação e Amortização	625	519	537	594	655	720	770	822	871	921	967	1.019	
(-) Capex	842	237	783	834	886	680	717	662	694	627	655	684	
(-) Variação de Capital de Giro	(123)	78	128	161	196	192	197	197	207	210	223	236	
Fluxo de Caixa Livre	223	611	119	179	267	653	788	1.023	1.171	1.430	1.595	1.773	
<i>Taxa de Câmbio R\$/US\$ (média)</i>	<i>2,42</i>	<i>2,19</i>	<i>2,31</i>	<i>2,46</i>	<i>2,57</i>	<i>2,68</i>	<i>2,74</i>	<i>2,78</i>	<i>2,82</i>	<i>2,86</i>	<i>2,90</i>	<i>2,90</i>	
Fluxo de Caixa Livre (US\$ MM)	92	279	52	73	104	244	288	368	416	500	550	611	9.648

(elaborado pelo autor)

Tabela 33 – Projeções do Fluxo de Caixa Livre

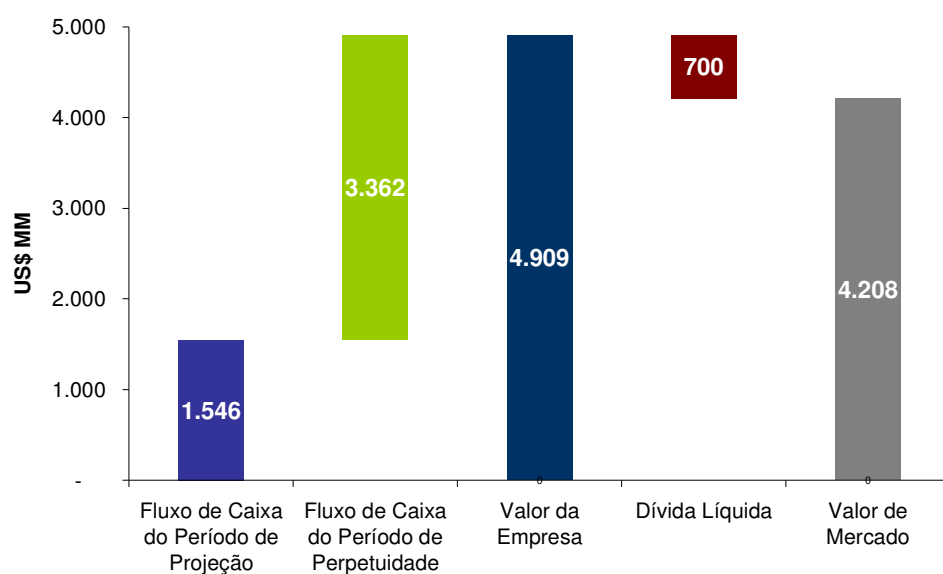


(elaborado pelo autor)

Gráfico 21 – Fluxo de Caixa Livre em US\$ MM

Através do gráfico de fluxo de caixa livre, realmente podemos perceber como os dados de 2006 se destoam dos demais devido a consideração de abertura das lojas como uma “abertura líquida”. Essa metodologia distorce valores no caso de se considerar uma abertura líquida igual a zero, já que os Capex desses períodos para novas lojas serão iguais a zero, e farão com que os valores de fluxo de caixa livre tenham seus valores aumentados. Por isso, a consideração do período de projeção a partir de 2007.

Os fluxos de caixa de tanto no período de projeção, como no período de perpetuidade trazidos a valores presente resultam no seguinte valor de mercado:



(elaborado pelo autor)

Gráfico 22 – Valor de Mercado da CBD

Para o cálculo do valor das ações da empresa, é necessário dividir o valor de mercado, pelo número de lotes de ações da empresa (1 lote – 1000 ações). É importante ressaltar que foi considerado que a empresa possui apenas um tipo de ação, a ação preferencial (PCAR4), que é a ação que possui maior liquidez de negociação na bolsa de valores.

Valor da Empresa	
VPL do Fluxo de Caixa do Período de Projeção (US\$ MM) - 31/12/2006	1.546
(+) VPL do Fluxo de Caixa do Período de Perpetuidade (US\$ MM) - 31/12/2006	3.362
(=) Valor da Empresa (US\$ MM)	4.909
Dívida Líquida (R\$ MM)	1.555
<i>Taxa de Câmbio R\$/US\$ (31/12/2006)</i>	2,22
Dívida Líquida (R\$ MM)	700
Valor da Empresa (US\$ MM)	4.909
(-) Dívida Líquida (US\$ MM)	700
(=) Valor de Mercado (US\$ MM)	4.208
(÷) Número de Lotes de Ações (MM)	114
Preço por Lote de Ação (US\$)	36,99
<i>Taxa de Câmbio R\$/US\$ (31/12/2006)</i>	2,22
Preço por Lote de Ação (R\$)	82,12

(elaborado pelo autor)

Tabela 34 – Preço de CBD por Fluxo de Caixa Descontado

Dessa forma, através da metodologia de fluxo de caixa descontado, foi possível chegar a um preço de lote de ações de R\$ 82,12, que significa o valor justo destas ações em 31 de dezembro de 2006.

Buscando validar o modelo, procurou-se obter uma estimativa de mercado para o preço do lote de ações no final do ano de 2006 de analistas que realizam a avaliação financeira da empresa:

Data	Contribuinte	Preço Alvo (31/12/2006)
10/17/06	Fator	R\$ 77,72
10/16/06	Pactual	R\$ 81,10
08/09/06	JP Morgan	R\$ 86,00
Média		R\$ 81,61

Tabela 35 - Preço Alvo de PCAR4 em 31/12/2006

Assim, comparando-se o valor de R\$ 82,12 obtido na elaboração da avaliação por fluxo de caixa descontado com a média de mercado de R\$ 81,61, pode-se concluir que a avaliação econômica que foi realizada das ações da CBD está em linha com o mercado, podendo ter sido um pouco mais agressiva em algumas considerações, o que resultou em um preço por lote de ação um pouco acima da média do mercado.

9.2.7. Análise de Sensibilidade

De modo a analisar o impacto da variação de algumas premissas no valor do lote de ações que foram estabelecidas para avaliar a empresa, julgou-se necessário a realização de uma análise de sensibilidade. Essa análise é importante para verificar como a variação de alguns fatores impactam no valor da empresa.

Todas as análises de sensibilidade foram realizadas em conjunto com a taxa de desconto, já que o WACC juntamente com o fluxo de caixa livre da empresa e o período de projeção, é um dos determinantes na avaliação de uma empresa. Variações no WACC podem representar oportunidades ou ameaças que podem estar refletidos nos valores de juros, nos custos de captação de dívida de uma empresa e outros.

WACC vs. Elasticidade

A elasticidade é um dos fatores que direciona o valor das projeções das receitas, já que mostra como o crescimento real das receitas por área de vendas ocorre. Essa elasticidade foi obtida através da relação do crescimento nominal da receita por área de vendas do setor de auto-serviços com o crescimento do PIB e foi estimada de acordo com os dados de 2004 e 2005, período que refletiu uma recuperação da economia do Brasil. Dessa forma, estima-se que pequenas variações nesse coeficiente possam gerar preços justos bem diferentes para o lote de ações. A elasticidade utilizada para o modelo foi de 0,70 vezes e é através da análise de sensibilidade podemos verificar como alterações nesse valor afetam no valor das ações da empresa. Variações nesse coeficiente podem representar, por exemplo, uma oportunidade no mercado como aumento da massa salarial do povo brasileiro, que tenderá a elevar o valor dessa elasticidade devido ao aumento do poder de compra da população.

		WACC				
		9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
Elasticidade	0,60x	97,53	86,78	77,70	69,94	63,22
	0,65x	100,23	89,20	79,89	71,93	65,04
	0,70x	102,97	91,67	82,12	73,95	66,89
	0,75x	105,77	94,18	84,38	76,01	68,78
	0,80x	108,61	96,73	86,69	78,11	70,69

(elaborado pelo autor)

Tabela 36 – Sensibilidade WACC vs. Elasticidade

A variação do WACC e da elasticidade estabelece uma amplitude para o preço do lote da ação que fica entre R\$ 63,22 e R\$ 108,61.

WACC vs. Número de Lojas em Inauguradas em 2007, 2008 e 2009

A longo prazo considera-se que a abertura de lojas deve ficar em torno de 10 a 20 lojas por ano, no entanto a estimativa de abertura de lojas no curto prazo tem grande impacto no valor do lote ações, por fazer variar a receita e o valor dos investimentos em períodos próximos ao valor presente. A inauguração de lojas nos períodos de 2007, 2008 e 2009 foi estimada em 35 lojas por ano. Desta forma, analisar a sensibilidade deste número de inaugurações é

fundamental para entender como esse plano de investimentos, pode afetar o valor do lote de ações.

		WACC				
		9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
# Lojas	31	101,60	90,53	81,19	73,19	66,28
	33	102,29	91,10	81,65	73,57	66,59
	35	102,97	91,67	82,12	73,95	66,89
	37	103,67	92,24	82,59	74,33	67,20
	39	104,36	92,81	83,05	74,71	67,51

(elaborado pelo autor)

Tabela 37 – Sensibilidade WACC vs. Número de Lojas Inauguradas

A variação do WACC e do número de lojas abertas nos três próximos anos (2007, 2008 e 2009) estabelece uma amplitude para o preço do lote da ação que fica entre R\$ 66,28 e R\$104,36.

WACC vs. Margem Bruta

O setor de varejo conforme mencionado anteriormente, é um setor muito competitivo. Ganhos de competição das empresas podem estar refletidos na margem bruta de uma empresa. Para as projeções de margem bruta, foi assumido que a margem voltará ao patamar de 2004 (29,2%), que reflete uma realidade mais plausível do que a margem em 2005, quando os preços dos produtos estavam altos para compensar uma redução nos volume de vendas. A variação da margem bruta é a variável mais adequada para representar as cinco forças competitivas de Porter, uma vez que caso a competição não se torne mais acirrada, é esperado que as margens sejam reduzidas e caso a rivalidade do setor diminua, essas margens tendam a se tornar mais atrativas para as empresas. Assim, através da análise de diferentes margens, é possível verificar como o valor das ações pode variar.

		WACC				
		9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
MB	29,00%	99,31	88,31	79,03	71,09	64,23
	29,10%	101,14	89,99	80,57	72,52	65,56
	29,20%	102,97	91,67	82,12	73,95	66,89
	29,30%	104,81	93,35	83,66	75,38	68,23
	29,40%	106,64	95,02	85,21	76,81	69,56

(elaborado pelo autor)

Tabela 38 – Sensibilidade WACC vs. Margem Bruta

A variação do WACC e da margem bruta estabelece uma amplitude para o preço do lote da ação que fica entre R\$ 64,23 e R\$ 106,64.

WACC vs. Despesas Operacionais

A análise das projeções de despesas operacionais da empresa, que são as despesas com vendas e despesas gerais e administrativas, foram baseadas no fato de que a empresa vai reduzir esses custos através de políticas de corte de custos e ganhos com escala. Conforme mencionado, essa redução de custos será refletida em um crescimento de despesas menor do que de receitas que foi estimado em uma evolução das despesas equivalente a 90% do crescimento das receitas. Dessa forma, através da análise de sensibilidade, podemos mensurar como diferentes evoluções dessas despesas podem afetar no valor da ação, tornando a empresa mais ou menos atrativa.

		WACC				
		9,3%	9,8%	0,0%	10,8%	11,3%
Desp. Oper.	94,0%	93,22	82,86	74,11	66,63	60,16
	92,0%	98,14	87,30	78,14	70,31	63,55
	90,0%	102,97	91,67	82,12	73,95	66,89
	88,0%	107,74	95,97	86,03	77,53	70,19
	86,0%	112,44	100,22	89,89	81,06	73,44

(elaborado pelo autor)

Tabela 39 – Sensibilidade WACC vs. Despesas Operacionais

A variação do WACC e da evolução das despesas sobre as o crescimento das receitas mostra uma amplitude para o preço do lote da ação que fica entre R\$ 60,16 e R\$ 112,44.

WACC vs. Crescimento na Perpetuidade

A análise de sensibilidade do crescimento na perpetuidade é importante, já que o valor presente do valor terminal calculado para a CBD foi superior ao valor presente do período de projeção dos fluxos de caixa. A variação do crescimento na perpetuidade revela quanto às estimativas de crescimento estável a longo prazo de uma empresa podem afetar o valor presente de sua ação.

		WACC				
		9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
Perpetuidade	4,00%	95,69	85,73	77,22	69,86	63,45
	4,25%	99,18	88,58	79,58	71,84	65,12
	4,50%	102,97	91,67	82,12	73,95	66,89
	4,75%	107,13	95,02	84,86	76,22	68,79
	5,00%	111,69	98,66	87,82	78,66	70,82

(elaborado pelo autor)

Tabela 40 – Sensibilidade WACC vs. Crescimento na Perpetuidade

A variação do WACC e do crescimento na perpetuidade estabelece uma amplitude para o preço do lote da ação que fica entre R\$ 63,45 e R\$ 111,69.

9.3. Resultados Finais

Os dois últimos capítulos nos mostraram que existem diversas formas de realizar a avaliação econômica de uma empresa, sendo a análise por fluxo de caixa descontado, a mais detalhada.

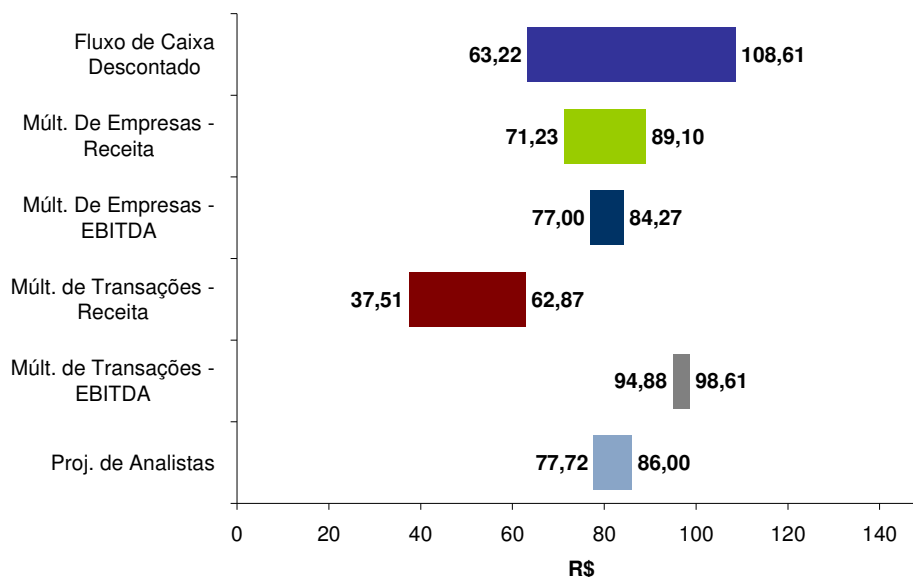
O quadro a seguir compara as avaliações por fluxo de caixa descontado, por múltiplos de empresas comparáveis e por múltiplos de transações comparáveis:

Metodologia	Vantagens	Desvantagens	Comentário
Fluxo de Caixa Descontado	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Análise precisa e detalhada ✓ Reflete premissas operacionais e de mercado ✓ Permite realização de análise de sensibilidade 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Erros podem ter consequências exponenciais ✓ Grande influência do WACC e do valor terminal 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Melhor técnica de avaliação ✓ Resultados precisam ser checados através de múltiplos de empresas e de transações comparáveis
Múltiplos de Empresas Comparáveis	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Reflete o valor objetivamente ✓ Reflete o retorno esperado baseado em diversos fatores como risco de indústria, ciclo do negócio 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Dificuldade em encontrar empresas verdadeiramente comparáveis ✓ Eventual distorção devido às oscilações do mercado de ações ✓ Falta de empresas comparáveis pode resultar em um universo de empresas comparáveis que não refletem fatores como risco país, benefícios fiscais, crescimento 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Instrumento muito útil para avaliações preliminares ✓ Útil como <i>benchmark</i> na avaliação de fluxo de caixa descontado
Múltiplos de Transações Comparáveis	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Avaliação objetiva, uma vez que reflete o preço pago por investidores estratégicos 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Dificuldade na obtenção dos detalhes completos das transações ✓ Múltiplos podem levar a valores enganosos no caso de negócios cíclicos ✓ Dificuldade em identificar / avaliar possíveis sinergias "pagas" pelo comprador 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Não é utilizado sozinho em avaliações de empresas

(elaborado pelo autor)

Tabela 41 – Comparação entre as Metodologias de Avaliação Econômica

O resumo das diferentes análises pode ser observado no gráfico que segue:



(elaborado pelo autor)

Gráfico 23 – Comparação entre os Resultados Obtidos

Através da comparação dos resultados, foi possível perceber que a avaliação de fluxo de caixa descontado foi validada pela avaliação de múltiplos de empresas comparáveis, já que ambos

os métodos resultaram em uma média da amplitude dos preços dos lotes das ações bem parecidos, tanto por múltiplos de receita, como por múltiplos de EBITDA.

A avaliação que acabou destoando das demais foi a avaliação por múltiplos de transações comparáveis por receita. Essa discrepância, pode ter ocorrido devido à falta de informações fornecidas pelo mercado em relação às transações, o que resultou em um pequeno espaço amostral de transações comparáveis e possivelmente transações que não refletem o comportamento do setor.

Comparando o valor obtido no fluxo de caixa descontado com o valor da ação em 30 de junho de 2006, que era de R\$ 67,00, é possível concluir que a ação da empresa é atrativa, já que o preço justo do lote de ações apresenta um potencial de valorização de 22,7% em 6 meses (de 30 de junho de 2006 a 31 de dezembro de 2006) em um país que oferece investimentos livres de risco com remuneração de 15,2% ao ano (média esperada para o ano de 2006 da taxa de juros)



Fonte: Bloomberg

Gráfico 24 – Evolução da Ação Preferencial da CBD

Essa potencial valorização de 22,7% em 6 meses, que anualizado chega a quase 51%, é resultado do bom desempenho financeiro e das operações que a CBD vem apresentando. Além

de ser função de dados históricos, esse potencial também tem muita relação com o futuro, ou seja, com práticas e políticas que são adotadas pela empresa hoje e que buscam acrescentar vantagens competitivas à empresa.

10. CONCLUSÃO

O trabalho apresentado buscou realizar a análise estratégica e a avaliação econômica da Companhia Brasileira de Distribuição. Por ser a maior empresa de varejo no país, a CBD pode então ser considerada como uma empresa que possui mecanismos eficientes para gerir seus negócios, promover seu crescimento e assim, gerar valor para seus acionistas.

Esse estudo foi realizado através de um enfoque macro e partiu para o enfoque micro, ou seja, o estudo primeiro focou o macro negócio do varejo, que é extremamente amplo, passou pelo conceito de auto-serviços alimentar e aprofundou suas análises na CBD.

O setor de varejo, que já é caracterizado por uma extensa gama de atividades, vem apresentando novos conceitos de forma a aumentar sua participação através de atividades como o comércio virtual, concessões de crédito e pela diversificação dos competidores entre as mais diversas atividades. Esse setor tem crescido muito no Brasil, fato que pode ser explicado pela sua forte relação com a economia e esta estar se tornando cada vez mais fundamentada.

O setor de auto-serviço alimentar não foge muito dessa tendência, e tem buscado aumentar sua rentabilidade através do comércio de produtos não alimentícios, que apresentam margens mais elevadas, do que as comparadas com os produtos de alimentos. Além disso, o setor enfrenta uma forte onda de consolidação, que é justificada pela tentativa dos competidores de ganhar escala e assim aumentar seu poder em relação aos seus fornecedores.

A CBD, como maior empresa do setor, vem acompanhando essas tendências e tem realizado aquisições, como a da rede de supermercados do Rio de Janeiro Sendas, tem fortalecido sua presença no crédito ao consumidor através de sua parceria com o Itaú, que criou a FIC e tem adotado de políticas de corte de custos que procuram auxiliar uma empresa a se sobressair em um setor de margens tão apertadas e de uma concorrência tão forte.

A análise estratégica permitiu mostrar que essa concorrência se faz tanto por parte dos competidores do setor de auto-serviços alimentar grandes, médios ou pequenos, como através de outros varejistas, que tem cada vez mais suas atividades sobrepostas umas às outras.

No entanto, a CBD como empresa líder do setor, apresenta muitas características que são favoráveis a consolidação desta liderança como os seus formatos variados de lojas, sua

extensa rede de distribuição e sua economia de escala. Além disso, ainda existem oportunidades que podem ser favoráveis para a empresa como a ampliação de suas atividades de crédito e a sua expansão para regiões que apresentam potencial de crescimento como a região Norte-Nordeste.

Por fim, através de premissas econômicas, operacionais, setoriais e estratégicas, buscou-se definir o valor que a CBD gera ao seu acionista. Após diversas análises como a análises de comparáveis e a análise principal, de fluxo de caixa descontado, chegou-se a um valor justo de ação de R\$ 82,12 por lote de ação para 31 de dezembro de 2006. Esse valor, quando comparado aos dados de 30 de julho de 2006, representa ganhos de quase 23% em seis meses, o que o torna um investimento muito atraente se consideradas as taxas de juros que o Brasil oferece para remunerar seus investidores na compra de títulos públicos, que atualmente circundam em torno de 15,2% ao ano (média esperada para 2006). Esse potencial de ganho reflete todo o comportamento do setor, mas reflete especialmente a expertise que a empresa tem em administrar suas operações e ser assim capaz de gerar valor par os seus acionistas.

Além da análise realizada, buscou-se mostrar através da sensibilidade, como diferentes impactos nas premissas utilizadas podem afetar o valor da ação. Isso porque a empresa e o mercado podem apresentar mudanças, seja no fortalecimento ou enfraquecimento dos negócios da empresa, seja nas oportunidades e ameaças oferecidas pelo ambiente externo, que podem causar impactos na avaliação da empresa, dos quais os investidores devem estar cientes.

O estudo realizado pode servir como base para o estudo de outras empresas de varejo, mesmo que não sejam supermercados e hipermercados, já que o setor tem se caracterizado pela ampla gama de produtos que tem oferecido e pela similaridade no formato dos negócios, podendo também ser útil na avaliação econômica das mesmas.

No entanto, pode-se considerar que o estudo também é capaz de fornecer bases para a avaliação de outros setores, que não o varejo. A avaliação aplicada buscou detalhar passo a passo, como as projeções de uma empresa podem ser elaboradas, qual a ligação entre as diversas contas dos demonstrativos financeiros e como calcular o custo de capital. Dessa forma, através de um entendimento melhor do novo setor, este trabalho também pode permitir a extensão da avaliação econômica para outras indústrias.

BIBLIOGRAFIAS E LEITURAS PARA APROFUNDAMENTO

ALTMANN, R.G. **Análise Econômica da Operação de Promotores de Vendas nos Supermercados**. 2001. Trabalho de Formatura – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

ANGRISANO, Carlos A. **Modelo de Análise Setorial para Apoio à Tomada de Decisões Estratégicas: Aplicação ao Mercado Brasileiro de Telecomunicações**. 2003. Trabalho de Formatura – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004. 186p.

ANSOFF, H. Igor. **Estratégia empresarial**, McGraw-Hill do Brasil, São Paulo, 1977.

BACEN. Brasil <www.bacen.gov.br> Acesso 30 set. 2006.

BESANKO, D.; DRANOVE, D.; SHANLEY, M.; SHAEFER, S. **A Economia da Estratégia**. 3. ed. Porto Alegre: Editora Bookman, 2004.

CARREFOUR. Brasil <www.carrefour.com.br> Acesso 30 set. 2006.

CARVALHO, M. M.; LAURINDO, F. J. B. **Estratégia para Competitividade**. São Paulo: Editora Futura, 2003.

CBD. **Brasil. 20-F**. <www.grupopaodeacucar.com.br> Acesso 30 set. 2006.

CBD. Brasil. **Demonstrações Financeiras 2005**. <www.grupopaodeacucar.com.br> Acesso 30 set. 2006.

CBD. Brasil. **Resultados 2T06**. <www.grupopaodeacucar.com.br> Acesso 30 set. 2006.

CBD. **Brasil. Relatório Anual 2005**. <www.grupopaodeacucar.com.br> Acesso 30 set. 2006.

CENCOSUD. Chile <www.cencosud.cl> Acesso 30 set. 2006.

COMERCIAL MEXICANA. México <www.comercialmexicana.com> Acesso 30 set. 2006.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

CVM. Brasil <www.cvm.gov.br> Acesso 30 set. 2006.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas Aplicadas**. Porto Alegre: Editora Bookman, 2002.

DAMODARAN, A. **Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance**. New York, John Wiley & Sons, 1994.

DE IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações: Aplicável às demais Sociedades**. 5. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2000.

D&S DISTRIBUCIÓN Y SERVICIO. Chile <www.dys.cl> Acesso 30 set. 2006.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7. ed. São Paulo: Editora Harbra, 2002.

GLOBEX. Brasil <www.pontofrio.com.br> Acesso 30 set. 2006.

GUARARAPES. Brasil. **Demonstrações Financeiras 2005**. <www.jeanspool.com.br> Acesso 30 set. 2006.

GUARARAPES. Brasil. **Relatório Anual 2005**. <www.jeanspool.com.br> Acesso 30 set. 2006.

GUARARAPES. Brasil. **Resultados 2T06**. <www.jeanspool.com.br> Acesso 30 set. 2006.

HUNGRIA, G. **CDB posts weaker-than-expected 2Q results**. Brazil.Pactual, 2006.

HUNGRIA, G. **CDB's Sept. s-s-s: turning point or easy comps?** Brazil.Pactual, 2006.

HURTADO, C.B. **Análise de Rentabilidade, Dimensionamento e Posicionamento das Seções de Venda de um Varejista**. 2000. Trabalho de formatura – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2000. 104p.

IBGE. Brasil <www.ibge.gov.br> Acesso 30 set. 2006.

KAWASSAKI, M. **Atualização Diária Pão de Açúcar – Vendas de set/06**. Brasil. Fator Corretora, 2006.

LOJAS AMERICANAS. Brasil. **Demonstrações Financeiras 2005**. <www.americanas.com.br> Acesso 30 set. 2006.

LOJAS AMERICANAS. Brasil. **Relatório Anual 2005**. <www.americanas.com.br> Acesso 30 set. 2006.

LOJAS AMERICANAS. Brasil. **Resultados 2T06**. <www.americanas.com.br> Acesso 30 set. 2006.

LOJAS RENNER. Brasil. **Demonstrações Financeiras 2005**. <www.lojasrenner.com.br> Acesso 30 set. 2006.

LOJAS RENNER. Brasil. **Relatório Anual 2005**. <www.lojasrenner.com.br> Acesso 30 set. 2006.

LOJAS RENNER. Brasil. **Resultados 2T06**. <www.lojasrenner.com.br> Acesso 30 set. 2006.

OLIVEIRA, JOÃO PHELIPE TOAZZA. **A Indústria de Shopping Centers no Brasil**. Disponível em <http://www.griffo.com.br/fundos/pdf_imob/artigo_out_06.pdf>

PARENTE, Juracy. **Varejo no Brasil: Gestão e Estratégia**. São Paulo: Editora Atlas, 2000.

PORTER, Michael E. **Estratégia Competitiva: Técnicas para Análise de Indústrias e da Concorrência**. 7. ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1991.

RIBEIRO, Luis L. de O. **Análise Setorial da Indústria Siderúrgica Brasileira**. 2005. Trabalho de formatura – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005. 106p.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2002.

ROZENBAUM, J. **No Pain, No Gain – Revising down estimates and PT**. Brazil. Deutsche Bank, 2006.

ROZENBAUM, J. **Food vs. Non-food – What is really going on?** Brazil. Deutsche Bank, 2006.

ROZENBAUM, J. **The dawn of a new Era?** Brazil. Deutsche Bank, 2006.

SONAE DO BRASIL. Brasil <www.sonae.com.br> Acesso 30 set. 2006.

SUBMARINO. Brasil <www.submarino.com.br> Acesso 30 set. 2006.

WAL MART DE MEXICO. México <www.walmartmexico.com.mx> Acesso 30 set. 2006.

WAL MART DO BRASIL. Brasil <www.walmartbrasil.com.br> Acesso 30 set. 2006.

WILDS, A.V. **Modelagem Financeira e Avaliação de Empresas**. 1994. Trabalho de formatura – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1994.

APÊNDICE A – Cálculo de Dívida Líquida e EBITDA para Empresas Brasileiras de Varejo

Guararapes	
Conta do Balanço Patrimonial	R\$ '000
(+) Empréstimos e financiamentos (curto prazo)	63
(+) Dividendos a pagar (curto prazo)	203
(+) Dívidas com pessoas ligadas (longo prazo)	84,034
(-) Disponibilidades (curto prazo)	171,950
(-) Investimentos (permanente)	162,630
(=) Dívida líquida	(250,280)

(elaborado pelo autor)

Tabela 42 – Cálculo da Dívida Líquida da Guararapes em 30/06/2006

Guararapes	
Conta do Demonstrativo de Resultado	R\$ '000
(+) Resultado bruto	685,157
(-) Despesas com vendas	464,513
(-) Despesas gerais e administrativas	156,288
(+) Outras receitas operacionais	10,904
(-) Outras despesas operacionais	8,891
(+) Receitas financeiras	178,718
(+) Depreciação e amortização	47,945
(=) EBITDA	293,032

(elaborado pelo autor)

Tabela 43 – Cálculo do EBITDA da Guararapes para o Ano de 2005

Lojas Americanas	
Conta do Balanço Patrimonial	R\$ '000
(+) Empréstimos e financiamentos (curto prazo)	410,301
(+) Debêntures (curto prazo)	16,536
(+) Empréstimos e financiamentos (longo prazo)	560,958
(+) Debêntures (longo prazo)	199,934
(+) Participações minoritárias	18,071
(-) Caixas e bancos (curto prazo)	125,805
(-) Aplicações financeiras (curto prazo)	727,424
(-) Crédito com pessoas ligadas (longo prazo)	57,552
(-) Aplicações financeiras (curto prazo)	15,541
(-) Investimentos (permanente)	166,437
(=) Dívida líquida	113,041

(elaborado pelo autor)

Tabela 44 – Cálculo da Dívida Líquida das Lojas Americanas em 30/06/2006

Lojas Americanas	
Conta do Demonstrativo de Resultado	R\$ '000
(+) Resultado bruto	839,748
(-) Despesas com vendas	453,810
(-) Despesas gerais e administrativas	55,370
(-) Outras despesas operacionais	62,708
(+) Depreciação e amortização	63,055
(=) EBITDA	330,915

(elaborado pelo autor)

Tabela 45 – Cálculo do EBITDA de Lojas Americanas para o Ano de 2005

Lojas Renner	
Conta do Balanço Patrimonial	R\$ '000
(+) Empréstimos e financiamentos (curto prazo)	93,907
(+) Impostos parcelados (curto prazo)	1,057
(+) Dividendos a pagar (curto prazo)	78
(+) Impostos parcelados (longo prazo)	6,234
(-) Caixas e bancos (curto prazo)	15,964
(-) Aplicações financeiras (curto prazo)	203,898
(-) Crédito com pessoas ligadas (longo prazo)	1,467
(-) Investimentos (permanente)	63
(=) Dívida líquida	(120,116)

(elaborado pelo autor)

Tabela 46 – Cálculo da Dívida Líquida da Lojas Renner em 30/06/2006

Lojas Renner	
Conta do Demonstrativo de Resultado	R\$ '000
(+) Resultado bruto	518,025
(-) Despesas com vendas	288,196
(-) Despesas gerais e administrativas	107,840
(+) Outras receitas operacionais	35,374
(-) Outras despesas operacionais	67,946
(+) Outras receitas financeiras	20,590
(+) Depreciação e amortização	31,160
(=) EBITDA	141,167

(elaborado pelo autor)

Tabela 47 – Cálculo da Dívida Líquida da Lojas Renner para o ano de 2005

APÊNDICE B – DRE da Companhia Brasileira de Distribuição

	2004	1S05	2005	1S06
Demonstrativo de Resultado do Exercício (R\$ MM)				
Receita Operacional Bruta	15.297	7.735	16.121	7.902
(-) Impostos sobre Vendas	2.732	1.312	2.708	1.264
Receita Líquida das Vendas	12.565	6.423	13.413	6.638
(-) Custo dos Produtos Vendidos	8.891	4.516	9.438	4.684
Lucro Bruto	3.674	1.907	3.975	1.954
Despesas (Receitas) Operacionais				
(-) Despesas com Vendas	2.161	1.109	2.300	1.180
(-) Gerais e Administrativas	469	234	506	235
(-) Depreciação e Amortização	490	251	625	252
(-) Impostos e Taxas	61	35	63	38
(-) Despesas Financeiras	618	349	684	321
(+) Receitas Financeiras	330	218	447	196
(+) Resultado de Equivalência Patrimonial	5	(6)	(16)	(27)
Lucro Operacional	211	140	228	97
(+) Resultado Não Operacional	80	(8)	32	(10)
Lucro antes do IR e CS e da Part. dos Empregados	291	132	260	87
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social	(50)	35	53	22
Lucro Antes das Participações dos Empregados	341	97	207	65
(-) Participações dos Empregados nos Resultados	14	4	14	6
(-) Participação dos Acionistas Minoritários	(43)	(28)	(64)	(43)
Lucro Líquido do Exercício	370	122	257	101

Fonte: CBD

Tabela 48 – DRE da CBD

APÊNDICE C – Ativo do Balanço Patrimonial da Companhia Brasileira de Distribuição

	2004	1S05	2005	1S06
Ativo (R\$ MM)				
Circulante				
Caixas e Bancos	234	72	169	75
Aplicações Financeiras	946	669	1.542	1.306
Contas a Receber	1.199	997	1.153	1.079
Estoques	1.090	984	1.115	1.130
Impostos a Recuperar	521	485	476	461
Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	24	-	85	109
Adiantamento a Fornecedores e Funcionários	32	46	36	42
Despesas Antecipadas	22	60	28	52
Outros	222	198	306	43
Total do Ativo Circulante	4.290	3.511	4.910	4.296
Realizável a Longo Prazo				
Contas a Receber	314	344	324	326
Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	365	418	388	396
Depósitos para Recursos Judiciais	188	202	229	249
Aplicações Financeiras	121	132	-	-
Despesas Antecipadas	4	4	2	2
Créditos com Pessoas Ligadas	-	2	-	25
Outros Créditos	-	-	-	8
Total do Realizável a Longo Prazo	992	1.103	944	1.005
Permanente				
Investimentos	264	250	228	201
Imobilizado	4.425	4.590	3.862	3.939
Diferido	1.069	997	980	928
Total do Ativo Permanente	5.758	5.836	5.069	5.068
Total do Ativo	11.040	10.450	10.923	10.370

Fonte: CBD

Tabela 49 – Ativo do Balanço Patrimonial da CBD

APÊNDICE D – Passivo do Balanço Patrimonial da Companhia Brasileira de Distribuição

	2004	1S05	2005	1S06
Passivo (R\$ MM)				
Circulante				
Fornecedores	1.545	1.032	1.654	1.251
Empréstimos e Financiamentos	1.235	892	423	434
Debêntures	69	65	18	15
Salários e Encargos Sociais	150	160	158	166
Impostos e Contribuições Sociais a Recolher	55	92	90	81
Dividendos Propostos	89	5	62	-
Financiamento de Compra de Imóveis	13	-	25	61
Aluguéis a Pagar	27	25	41	34
Outros	65	108	100	171
Total do Passivo Circulante	3.248	2.379	2.569	2.213
Exigível a Longo Prazo				
Empréstimos e Financiamentos	876	1.076	1.214	1.703
Debêntures	525	401	401	401
Impostos Parcelados	332	323	313	300
Provisão para Contingências	922	993	1.077	1.147
Outros	117	107	70	-
Total do Exigível a Longo Prazo	2.772	2.901	3.075	3.551
Quotas resgatáveis do PAFIDC	617	674	739	-
Participação Minoritária	352	324	287	245
Patrimônio Líquido				
Capital Social	3.509	3.674	3.680	3.955
Reservas de Lucros	542	499	572	406
Patrimônio Líquido	4.051	4.173	4.252	4.361
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	11.040,2	10.450,0	10.923,2	10.370,0

Fonte: CBD

Tabela 50 – Passivo do Balanço Patrimonial da CBD

APÊNDICE E – Projeções de Contas não detalhadas do DRE e do Balanço Patrimonial

Demonstração de Resultado do Exercício

Receitas Financeiras

Provenientes da conta Aplicações Financeiras que será explicada mais à frente.

Despesas Financeiras

Provenientes das contas de Empréstimos e Financiamentos, Debêntures e Impostos Parcelados.

Resultado de Equivalência e Resultado Não Operacional

Considerados iguais a zero para o período de projeção por terem pouca relevância no valor total da Receita Líquida e por serem de difícil projeção; sendo que uma estimativa mais acurada não fará nenhuma diferença sobre a avaliação econômica de CBD.

Imposto de Renda e Contribuição Social

Considerados como 34% (25% de Imposto de Renda somados a 9% de Contribuição Social) do Lucro Antes de IR e CS e Participação dos Empregados.

Participação das Participações dos Empregados e Participação dos Acionistas Minoritários

Considerados iguais a zero para o período de projeção por terem pouca relevância no valor total da Receita Líquida e ser de difícil estimativa, sendo que uma estimativa mais acurada não fará nenhuma diferença sobre a avaliação econômica de CBD.

Balanço Patrimonial

Aplicações Financeiras (ou Capital de Giro Adicional)

Para a projeção das Aplicações Financeiras ou do Capital de Giro Adicional é necessário projetar todas as contas do Balanço Patrimonial. Feito isto, caso o Ativo seja maior que o Passivo e o Patrimônio Líquido, essa diferença entra como dívida no Capital de Giro Adicional e irá gerar uma despesa financeira que irá para o DRE, que foi considerada como sendo a média entre o Capital de Giro Adicional do período atual e do período anterior multiplicada pela taxa Selic. Caso o Passivo seja maior que o Ativo, a diferença entra como Aplicações Financeiras irá gerar uma receita financeira que irá para a DRE, que foi considerada como sendo a média entre a Aplicação Financeira atual e a do período anterior multiplicada pela taxa Selic.

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Aplicações Financeiras	295	-	-	36	837	1.871	3.232	4.868	6.908	9.296	12.071
Taxa SELIC	15,2%	13,5%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Receita Financeira	140	20	-	2	49	152	287	455	662	911	1.201
Capital de Giro Adicional	-	198	354	-	-	-	-	-	-	-	-
Taxa SELIC	15,2%	13,5%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Despesas Financeiras	-	13	20	11	20	-	-	-	-	-	-

(elaborado pelo autor)

Tabela 51 – Aplicações Financeira e Capital de Giro Adicional

Total do Ativo Realizável a Longo Prazo

Foi mantido constante ao longo do período de projeção, sendo que uma estimativa mais acurada não fará nenhuma diferença sobre a avaliação econômica de CBD.

Investimentos

Foi mantido constante ao longo do período de projeção, sendo que uma estimativa mais acurada não fará nenhuma diferença sobre a avaliação econômica de CBD.

Imobilizado

É projetado de acordo com a soma dos investimentos feitos em um ano descontando a depreciação do período, ao custo do imobilizado no começo do ano.

Dívidas

As dívidas foram calculadas de maneira simplificada por não possuírem nenhum impacto sobre o valor do fluxo de caixa livre. As debêntures de curto prazo têm vencimento em 2007 e são corrigidas pela taxa Selic mais uma taxa de 0,95%.

Os empréstimos e financiamentos de curto prazo têm vencimento no exercício seguinte e considerou-se que são corrigidas pela taxa Selic.

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Dívida Curto Prazo											
Debêntures (começo do ano)	18	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortização Financeira	9	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Debêntures (final do ano)	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taxa SELIC	15,2%	13,5%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Spread	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Taxa de Juros Total	16,2%	14,5%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%
Despesa Financeira	2	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Empréstimos e Financiamentos (começo do ano)	423	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortização Financeira	423	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Empréstimos e Financiamentos (final do ano)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taxa SELIC	15,2%	13,5%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Despesa Financeira	32	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(elaborado pelo autor)

Tabela 52 – Dívida de Curto Prazo

As debêntures de longo prazo têm o mesmo vencimento que os curto prazo e também são corrigidos por taxa SELIC mais uma taxa de 0,95% da taxa Selic.

Os empréstimos e financiamentos de longo prazo têm um vencimento médio em 2008, de acordo os dados fornecidos pelas notas explicativas e são corrigidos pela taxa Selic.

Por último, foi considerado que os impostos parcelados serão totalmente amortizados no fim do período de projeção e também são corrigidos pela taxa Selic.

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Dívida Longo Prazo											
Debêntures (começo do ano)	401	201	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortização Financeira	201	201	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Debêntures (final do ano)	201	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taxa SELIC	15,2%	13,5%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Spread	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Taxa de Juros Total	16,2%	14,5%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%
Despesa Financeira	49	15	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Empréstimos e Financiamentos (começo do ano)	1.214	809	405	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortização Financeira	405	405	405	-	-	-	-	-	-	-	-
Empréstimos e Financiamentos (final do ano)	809	405	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taxa SELIC	15,2%	13,5%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Despesa Financeira	154	82	23	-	-	-	-	-	-	-	-
Impostos Parcelados (começo do ano)	313	285	256	228	199	171	142	114	85	57	28
(-) Amortização Financeira	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28
Impostos Parcelados (final do ano)	285	256	228	199	171	142	114	85	57	28	-
TJLP	15,2%	13,5%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Despesa Financeira	45	37	27	24	21	18	14	11	8	5	2

(elaborado pelo autor)

Tabela 53 – Dívida de Longo Prazo

É importante ressaltar, que mesmo sem ter efeito nenhum no valor final da empresa, as dívidas líquidas foram calculadas de maneira simplificada de modo a não resultarem em contas não projetadas nas demonstrações financeiras. Nota-se que toda dívida que a empresa possui, gera uma despesa financeira que é refletida no demonstrativo de resultados.

Todas as dívidas mencionadas geram despesas financeira que são calculada pela taxa de juros da dívida multiplicada pela média entre a dívida do período e a dívida do período anterior.

Quotas Resgatáveis do PAFIDC

Como no Balanço Patrimonial da empresa no primeiro semestre de 2006 está conta mostrou um valor nulo, o valor projetado para essa dívida também foi igual a zero.

Capital Social

Mantido constante ao longo do tempo.

Reservas de Lucros

Representam o valor das reservas de lucros do período anterior somados ao valor do lucro do período que é mostrado na DRE.

Demonstrativo de Fluxos de Caixa Projetados

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Fluxo de Caixa (R\$ MM)											
Lucro Líquido	313	409	534	672	811	1.021	1.241	1.495	1.777	2.103	2.466
(+) Depreciação e Amortização	519	537	594	655	720	770	822	871	921	967	1.019
(-) Variação de Capital de Giro	78	128	161	196	192	197	197	207	210	223	236
Fluxo de Caixa Operacional	754	818	967	1.132	1.339	1.594	1.865	2.158	2.488	2.848	3.248
Investimentos	237	783	834	886	680	717	662	694	627	655	684
Outros Ativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caixa de investimentos	(237)	(783)	(834)	(886)	(680)	(717)	(662)	(694)	(627)	(655)	(684)
Aumento / (Diminuição) no Longo Prazo	(1.315)	(500)	(264)	174	170	186	187	202	209	227	245
Aumento / (Diminuição) no Curto Prazo	(432)	189	156	(354)	-	-	-	-	-	-	-
Aumento / (Diminuição) de Capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caixa de financiamento	(1.747)	(311)	(109)	(180)	170	186	187	202	209	227	245
Mudança de Caixa	(1.230)	(276)	24	65	829	1.063	1.391	1.667	2.071	2.420	2.810

(elaborado pelo autor)

Tabela 54 – Demonstrativo de Fluxos de Caixas Projetados

Sources: IBGE, Central Bank of Brazil, BNDES, FGV, FIPE, FCESP, CNI, FIESP, ANFAVEA. ' (-) signal means surplus