

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA POLITÉCNICA

ENRICO TOMINAGA GUERRINI

**AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DE UMA EMPRESA DE VAREJO PET
SOB A ÓTICA DE UM FUNDO DE *PRIVATE EQUITY***

São Paulo

2021

ENRICO TOMINAGA GUERRINI

**AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DE UMA EMPRESA DE VAREJO PET
SOB A ÓTICA DE UM FUNDO DE *PRIVATE EQUITY***

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

Orientador: Prof. Luis Fernando Pinto de Abreu

São Paulo

2021

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

Catálogo-na-publicação

Guerrini, Enrico

Avaliação econômico-financeira de uma empresa de varejo pet sob a ótica de um fundo de *Private Equity* / E. Guerrini -- São Paulo, 2021.
136 p.

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

1. Avaliação econômico-financeira 2. Varejo pet 3. *Private Equity* I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, como não poderia ser diferente, gostaria de dedicar este trabalho à minha mãe, Gracy, e ao meu pai, Ricardo. Obrigado pelo apoio incondicional que sempre me deram. Sem vocês eu não estaria aqui. Só vocês estiveram comigo em todos os momentos, bons e ruins, alegres e difíceis, desde o princípio. Haverá muitos outros momentos para lutarmos juntos, para desfrutarmos e para celebrarmos nossas vitórias. Já vivemos muita coisa boa e mais ainda nos aguarda. Amo muito vocês!

Gostaria de dedicar também este trabalho ao meu irmão Enzo, em quem eu me inspiro diariamente e muito admiro. Por não me deixar abalar e me incentivar sempre que precisei. Não é à toa que todos nos acham tão parecidos, de fato somos. E vamos em frente, juntos.

À minha irmã Giuliana, que me lembra todo dia como posso ser uma pessoa melhor. Obrigado por trazer equilíbrio à nossa casa: a menina depois de dois meninos, a médica depois de dois engenheiros. Obrigado por nos alegrar sempre que está presente.

À minha namorada Marina, que me mostra sempre o lado bom em tantas coisas na vida. Obrigado por ser a parceira, companheira e melhor amiga que você é e sempre foi. Aprendo e cresço muito ao seu lado todos os dias. Obrigado por sempre me ouvir e por ter enfrentado tantos desafios comigo.

Ao restante dos meus familiares, por sempre terem acompanhado de perto minha jornada, pelo carinho e por fazerem parte de algo que é só nosso: nossas origens. Mesmo longe eventualmente estamos sempre juntos.

À família Oliveira, que me acompanhou em toda essa jornada que foi a graduação. Sem dúvida vocês a tornaram mais fácil e muito mais divertida. Vocês são bons demais, obrigado por tudo.

Aos companheiros do Futcampo, com quem vivi ótimas experiências e conquistamos tudo que o futebol universitário poderia permitir. O Interusp ainda é nosso e sempre foi, desde o ano de bixo. O Mouras nos aguarda.

Aos amigos do CAEP, que me acolheram desde o início e se tornaram uma segunda família. Aos veteranos, que desde o primeiro bar de confraternização dos bixos se mostraram grandes parceiros e até hoje o são – até criaram o apelido que carrego até hoje; no início com desgosto rsrs mas hoje com grande alegria. À Cris e ao Osni, por cuidarem da nossa instituição e de todos aqueles que a frequentaram como se fossem seus próprios filhos.

Aos colegas do Poli Finance, com quem compartilhei ótimas experiências e grandes aprendizados. Amadureci muito ao lado dos senhores e sempre serei grato por isso.

Aos integrantes da Hinchada, a mais nobre organização sem fins objetivos já vista na Poli. Me divirto demais com vocês, que venham as próximas.

Por fim, gostaria de agradecer especialmente o Professor Luis Fernando pela excelente orientação oferecida. Por me acolher como orientado e por me guiar de forma tão serena e objetiva. E também pelo que se tornou uma amizade, você tem o meu carinho.

“Se fosse fácil, todo mundo faria.”

(Autor Desconhecido)

RESUMO

GUERRINI, Enrico Tominaga. **Avaliação Econômico-Financeira de uma Empresa do Setor de Varejo Pet no Brasil sob a Ótica de um Fundo de Private Equity**. 2021. 136 p. Trabalho de Formatura (Diploma de Engenharia de Produção) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021.

O objetivo do presente trabalho foi apresentar uma recomendação de investimento em uma varejista pet do nordeste, em uma estrutura de transação de *Private Equity*, através de uma profunda análise do ativo em questão e de seu setor. Para tanto, foram utilizados métodos de avaliação de empresas, como o fluxo de caixa descontado e a avaliação relativa. O resultado do presente trabalho demonstrou que existe ângulo para tal investimento, com alguma margem de segurança e para negociação de eventuais diferenças de percepção de valor entre ofertantes e vendedores. Para identificar, quantificar e mitigar riscos, elevando a probabilidade de sucesso do investimento, foram desenhados cenários alternativos, com alterações nas principais premissas do modelo financeiro.

Palavras-chave: Avaliação de empresas. Varejo pet. *Private Equity*

ABSTRACT

The objective of this work was to present a recommendation of investment about a pet retailer of the Brazilian Northeast, in a *Private Equity* structure, through a deep analysis of the asset and the pet retail sector. In that sense, methods such as the discounted cash flow and relative valuation were used in order to determine the asset's current fair price. The results obtained demonstrated that there is a path to investing in the asset with high probabilities of success and with margin for negotiation of the differences of the value perceptions of those involved and/or possible differences between the expected operational outcomes and the real outcomes. In order to identify, quantify and mitigate risks, aiming to increase the probabilities of success, alternative scenarios were drawn, by altering the main assumptions on the financial model.

Keywords: Valuation. Pet retail. Private Equity.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – <i>Esquema do Ciclo de Investimentos em Private Equity</i>	37
Figura 2 – <i>Esquema de Riscos de Mercado / Específicos</i>	51
Figura 3 – <i>Esquema da população brasileira de animais de estimação</i>	66
Figura 4 – <i>Faturamento Anual do Setor Pet por País e Gasto Médio por Pet</i>	67
Figura 5 – <i>Evolução do faturamento do setor de varejo pet brasileiro</i>	68
Figura 6 – <i>Crescimento real anual do PIB, varejo e varejo pet brasileiro</i>	69
Figura 7 – <i>Breakdown do faturamento por canal por canal por país</i>	70
Figura 8 – <i>Penetração das vendas digitais</i>	71
Figura 9 – <i>Evolução do e-commerce pet</i>	71
Figura 10 – <i>Evolução da população brasileira de cães, gatos e crianças</i>	74
Figura 11 – <i>Distribuição geográfica das lojas da Petz</i>	78
Figura 12 – <i>Distribuição geográfica das lojas e CD em São Luis</i>	89
Figura 13 – <i>Oferta do produto no site Petz, com prazo e custos de frete</i>	91
Figura 14 – <i>Oferta do produto no site Terra Pet, com prazo e custos de frete</i>	92

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Número de Investimentos e Fundos Captados em Private Equity.....	35
Tabela 2 – Cenário Hipotético 1.....	40
Tabela 3 – Cenário Hipotético 1.....	42
Tabela 4 – Cenário Hipotético 2.....	42
Tabela 5 – Cenário Hipotético 3.....	43
Tabela 6 – Estrutura do Balanço Patrimonial.....	46
Tabela 7 – Estrutura da Demonstração do Resultado do Exercício.....	47
Tabela 8 – Estrutura da Demonstração do Fluxo de Caixa (método indireto).....	49
Tabela 9 – Resumo Financeiro da Petz.....	79
Tabela 10 – Resumo Financeiro da Petco.....	83
Tabela 11 – Resumo Financeiro da Chewy.....	84
Tabela 12 – Resumo Financeiro da Pets At Home.....	85
Tabela 13 – Resumo Financeiro da Zooplus.....	86
Tabela 14 – Comparativos operacionais.....	86
Tabela 15 – Informações básicas da base atual de lojas.....	87
Tabela 16 – Estrutura organizacional da Terra Pet.....	88
Tabela 17 – Estrutura acionário da Terra Pet.....	88
Tabela 18 – Balanço Patrimonial da Terra Pet.....	95
Tabela 19 – Capital de Giro da Terra Pet.....	96
Tabela 20 – Saldo de Imobilizado e Depreciação da Terra Pet.....	97
Tabela 21 – Saldo de Imobilizado e Depreciação da Terra Pet.....	98
Tabela 22 – Composição do Endividamento Líquido da Terra Pet.....	98
Tabela 23 – Resumo das projeções financeiras.....	99
Tabela 24 – Crescimento real do varejo pet vs. PIB.....	100
Tabela 25 – Projeção de faturamento das lojas existentes.....	100
Tabela 26 – Evolução do número de lojas histórico e projeção.....	101
Tabela 27 – Curva de maturação das lojas.....	101
Tabela 28 – Composição da receita das novas lojas.....	101
Tabela 29 – Composição da receita total.....	102
Tabela 30 – Projeção de contas de capital de giro.....	102
Tabela 31 – Projeção de Capex de Expansão.....	103
Tabela 32 – Projeção de Capex de Manutenção.....	103
Tabela 33 – Projeção de Capex Total.....	103
Tabela 34 – Projeção do Resultado Financeiro.....	104
Tabela 35 – Projeção do Fluxo de Caixa.....	105
Tabela 36 – Projeção do Fluxo de Caixa.....	107
Tabela 37 – Curva de juros dos treasuries americanos.....	108

Tabela 38 – <i>Compilado de Damodaran (NYU) de prêmios de risco e ratings</i>	109
Tabela 39 – <i>Composição da taxa livre de risco brasileira</i>	109
Tabela 40 – <i>Betas desalavancados das comparáveis do setor pet</i>	110
Tabela 41 – <i>Compilado de Damodaran (NYU) de prêmios de risco e ratings</i>	111
Tabela 42 – <i>Projeção de FCFE e fluxos trazidos a valor presente</i>	111
Tabela 43 – <i>Múltiplos de negociação e informação básicas das comparáveis listadas</i>	113
Tabela 44 – <i>Avaliação de entrada na Terra Pet</i>	116
Tabela 45 – <i>Cap table inicial</i>	116
Tabela 46 – <i>Composição do cheque do fundo</i>	117
Tabela 47 – <i>Cap table após a entrada do fundo</i>	117
Tabela 48 – <i>Resumo das projeções financeiras</i>	118
Tabela 49 – <i>Avaliação da saída do fundo</i>	118
Tabela 50 – <i>Fluxo de caixa do investimento do fundo</i>	119
Tabela 51 – <i>Métricas de retorno do investimento</i>	119
Tabela 52 – <i>Sensibilidade de retorno do fundo (TIR) em função de EV/EBITDA de entrada e saída</i>	121
Tabela 53 – <i>Sensibilidade de retorno do fundo (MOIC) em função de EV/EBITDA de entrada e saída</i>	122
Tabela 54 – <i>Sensibilidade de retorno do fundo (MOIC) em função de EV/EBITDA de entrada e saída</i>	122
Tabela 55 – <i>Sensibilidade de retorno do fundo (VPL) em função de EV/EBITDA de entrada e saída</i>	122
Tabela 56 – <i>Sensibilidade de retorno do fundo (TIR) em função de ROL e margem EBITDA na saída</i>	123
Tabela 57 – <i>Sensibilidade de retorno do fundo (MOIC) em função de ROL e margem EBITDA na saída</i>	124
Tabela 58 – <i>Sensibilidade de retorno do fundo (R\$m) em função de ROL e margem EBITDA na saída</i>	124
Tabela 59 – <i>Sensibilidade de retorno do fundo (VPL) em função de ROL e margem EBITDA na saída</i>	124
Tabela 60 – <i>Equity Value da Terra Pet (R\$m) em função do custo de capital e cresc. na perpetuidade</i>	125

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>
ABINPET	Associação Brasileira da Indústria de Produtos para Animais de Estimação
ANBIMA	Associação Brasileiras das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BACEN	Banco Central do Brasil
BP	Balço Patrimonial
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i> – Modelo de cálculo do custo de capital
CD	Centro de distribuição
CDI	Certificado de depósito interbancário
CEO	<i>Chief Executive Officer</i> – Presidente Executivo
CMV	Custo da mercadoria vendida
CPI	<i>Consumer Price Index</i> – Índice de inflação americano
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i> – Fluxo de Caixa Descontado
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EBT	<i>Earnings Before Taxes</i>
FCF	Fluxo de Caixa de Financiamentos
FCFE	<i>Free Cash Flow to Equity</i> – Fluxo de Caixa Livre para o Acionista
FCFF	<i>Free Cash Flow to Firm</i> – Fluxo de Caixa Livre para a Firma
FCI	Fluxo de Caixa de Investimentos
FCO	Fluxo de Caixa Operacional
GBP	<i>British Pound Sterling</i> – Libra Esterlina
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IPO	<i>Initial Public Offering</i> – Oferta Inicial de Ações
LAJIDA	Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i> – Fusões e Aquisições
MOIC	<i>Multiple On Invested Capital</i> – Múltiplo Sobre o Capital Investido
NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i> – Bolsa de Valores americana sobretudo com empresas de tecnologia
PIB	Produto Interno Bruto
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia – Taxa básica de juros brasileira
SG&A	<i>Sales, General & Administrative</i> – Despesas da companhia
SKU	<i>Stock Keeping Unit</i> – Item de estoque
TIR	Taxa Interna de Retorno

VPL

Valor Presente Líquido

GLOSSÁRIO

<i>Breakdown</i>	Quebra de algum número, como por exemplo receita da empresa por segmento ou canal de vendas
<i>Breakeven</i>	Momento em que a empresa deixa de ser deficitária e se torna rentável
<i>Cap table</i>	Composição acionária da companhia
<i>Cash-in</i>	Injeção primária de capital – dinheiro entra na companhia
<i>Cash-out</i>	Aporte secundário de capital – dinheiro vai para o bolso dos vendedores
Caso Base	Em projeções financeiras, costuma-se chamar de Caso Base o que se julga mais provável de ocorrer, ou seja, cujas premissas são altamente defensáveis
<i>Drivers</i>	Impulsionadores de valor, fatores importantes para o sucesso de uma companhia ou setor
<i>Enterprise Value</i>	Valor da firma, o valor total da companhia, considerando a dívida líquida
<i>Equity Value</i>	Valor da empresa para o acionista, desconsidera a dívida líquida
<i>Growth Equity</i>	Investimento em empresas de crescimento
<i>Guidance</i>	Orientação da companhia à mercado em relação a principais temas-chave
<i>Know-how</i>	Conhecimento específico de algum segmento
<i>Management</i>	Time de gestão da companhia
<i>Marketplace</i>	Plataforma de venda de serviços/produtos de terceiros, conectando vendedores e compradores
<i>Marketshare</i>	Parcela do mercado detido por determinada empresa
<i>Omnicanalidade</i>	Integração entre os canais físico e digital. Ex: Compra online que é retirada em loja
<i>One-stop-shop</i>	Termo que se refere a uma oferta completa, em que o cliente pode encontrar tudo que precisa daquele tema
Prêmio de risco	Prêmio exigido por investidores para realizar investimentos de maior risco
<i>Private Equity</i>	Fundos de investimento em participações privadas
<i>Pure player</i>	Empresa focada exclusivamente em algum segmento ou canal de distribuição
<i>Sanity-check</i>	Expressão para o cruzamento de análises diferentes para garantir que os resultados obtidos não são fora da realidade
<i>Spread</i>	Diferencial de taxas
<i>Track-record</i>	Histórico de investimentos
<i>Treasury bond</i>	Títulos da dívida pública americana
<i>Valuation</i>	Avaliação de empresas

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	29
1.1	Contextualização do trabalho – o Estágio.....	29
1.2	Motivações.....	29
1.3	Definição do Problema e Relevância do Trabalho	29
1.4	Objetivos.....	30
1.5	Estrutura do trabalho.....	30
1.6	Metodologia.....	31
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	33
2.1	Investimentos em <i>Private Equity</i>	33
2.1.1	A Indústria.....	33
2.1.2	O Contexto da Indústria no Brasil.....	34
2.1.3	Tipos de Investimento dentro de <i>Private Equity</i>	35
2.1.4	Ciclo de Investimentos.....	37
2.1.4.1	Captação de Recursos	37
2.1.4.2	Prospecção/Análise de Investimentos.....	38
2.1.4.3	Monitoramento /Acompanhamento do Investimento	38
2.1.4.4	Desinvestimento (Saída)	38
2.1.5	Métricas e Análise de Retorno de Investimentos.....	39
2.2	Conceitos de Contabilidade	43
2.2.1	Balanço Patrimonial (BP)	44
2.2.1.1	Ativo.....	44
2.2.1.2	Passivo e Patrimônio Líquido	45
2.2.2	Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).....	46
2.2.3	Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC).....	48
2.3	Avaliação de Empresas	49
2.3.1	Risco-Retorno e Custo de Capital	50

2.3.1.1	Risco-Retorno.....	51
2.3.1.2	Capital Asset Pricing Model (CAPM).....	52
2.3.1.2.1	Retorno do Ativo Livre de Risco (Rf).....	53
2.3.1.2.2	Beta (β).....	54
2.3.1.2.3	Prêmio de Risco de Mercado (PR).....	56
2.3.1.2.4	Retorno Esperado (Ri) e Custo de Capital Próprio (ke).....	56
2.3.2	Fluxo de Caixa Descontado.....	57
2.3.2.1	Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista.....	58
2.3.3	Avaliação Relativa (Múltiplos).....	59
2.3.3.1	Avaliação por Múltiplos de Empresas Comparáveis.....	61
2.3.3.2	Avaliação por Múltiplos de Transações Precedentes.....	64
3	O SETOR (VAREJO PET BRASILEIRO).....	66
3.1	Características Gerais.....	66
3.1.1	Alto Crescimento.....	68
3.1.2	Resiliência.....	68
3.1.3	Fragmentação/Baixa profissionalização.....	69
3.1.4	Baixa integração entre os canais físicos e digital.....	70
3.2	<i>Drivers</i> do Setor.....	71
3.3	Inovações e outras tendências do mercado pet / impacto do Covid-19 no setor.....	74
3.4	Cenário Competitivo Brasileiro / Canais de Distribuição.....	75
3.5	Principais Players Brasileiros do Setor.....	76
3.5.1	Petz.....	76
3.5.2	Cobasi.....	79
3.5.3	Petlove.....	80
3.5.4	Zee.Dog.....	81
3.5.5	Petland.....	81

3.6	Comparáveis Listadas Estrangeiras	82
3.6.1	Petco.....	82
3.6.2	Chewy	83
3.6.3	Pets at Home	84
3.6.4	Zooplus.....	85
3.6.5	Comparativos Operacionais	86
4	A COMPANHIA-ALVO.....	87
4.1	Histórico e Características Gerais.....	87
4.1.1	Estrutura Organizacional.....	87
4.1.2	Estrutura Acionária	88
4.1.3	Localização das Lojas	89
4.2	Resumo Financeiro	90
4.3	Posicionamento Competitivo / Dinâmica Regional.....	90
4.4	Estratégias de Crescimento	93
5	MODELAGEM FINANCEIRA.....	95
5.1	Dados Históricos.....	95
5.1.1	Demonstrativos Financeiros.....	95
5.1.2	Capital de Giro	96
5.1.3	Imobilizado	97
5.1.4	Endividamento	97
5.2	Premissas das Projeções.....	99
5.2.1	Crescimento da Receita.....	99
5.2.2	Capital de Giro	102
5.2.3	Investimento e Depreciação	103
5.2.4	Dívida e Resultados Financeiros.....	104
5.2.5	Margens.....	104
5.2.6	Fluxo de Caixa	105

6	AVALIAÇÃO DA COMPANHIA	107
6.1	Fluxo de Caixa Descontado.....	107
6.1.1	FCFE.....	107
6.1.2	Custo de Capital Próprio (k_e)	108
6.1.2.1	Taxa Livre de Risco (R_f)	108
6.1.2.2	Beta (β).....	109
6.1.2.3	Prêmio de Risco (PR)	110
6.1.2.4	Fluxo de Caixa Descontado e Perpetuidade.	111
6.2	Avaliação Relativa (Múltiplos)	112
7	TRANSAÇÃO PROPOSTA E RETORNO PARA O FUNDO DE INVESTIMENTO	116
7.1	Transação Proposta.....	116
7.2	Retorno para o Fundo	117
8	SENSIBILIDADES	120
8.1.1	Variáveis Críticas e Tabelas de Sensibilidade.....	120
9	CONCLUSÕES	127
9.1	Principais Conclusões.....	127
9.2	Próximos Passos da Análise de Investimento	128
9.2.1	Análises Adicionais	128
9.2.1.1	Múltiplos Históricos	128
9.2.1.2	Análise do Resultado por Loja	128
9.2.2	Evolução da Transação	129
9.2.2.1	Apresentação da Proposta Não Vinculante e Negociação dos Termos Principais	129
9.2.2.2	Diligência	129
9.2.2.3	Apresentação da Proposta Final e Negociação dos Termos Definitivos	129
9.2.2.4	Fechamento da Transação	130
9.2.3	Estrutura da Transação	130

9.2.3.1	Transação em <i>Tranches</i> (Parcelas)	130
9.2.3.2	Transação com Ajuste de Participação	131
9.2.3.3	Mapeamento Adicional de Uso de Recursos	131
10	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	132
11	APÊNDICES	136

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização do trabalho – o Estágio

O tema do presente trabalho foi escolhido pelo autor devido à sua relevância para a empresa na qual estagia, a PX Investimentos, na área de *Private Equity* (compra participações em empresas privadas). O fundo como um todo gere em torno de R\$60 bilhões divididos em quatro áreas, dos quais R\$5 bilhões são referentes à área de *Private Equity*. Dessa forma, é um dos maiores fundos de *Private Equity* brasileiros e atua com foco em investimentos minoritários em companhias privadas com elevado potencial de crescimento, focada em setores resilientes como Saúde, Educação e Tecnologia. Ao longo de sua história, o fundo realizou dezenas de investimentos, dos quais a maioria já foi totalmente desinvestidos com sucesso, sem perder capital em nenhuma das transações e superando os *benchmarks* (CDI, IPCA e IBOV). O fundo conta atualmente com 13 profissionais de investimentos, dos quais 7 são sócios.

1.2 Motivações

O Autor está realizando estágio na PX *Private Equity* desde janeiro de 2020, tendo acompanhado diversos projetos em diferentes estágios. Já estudou diversos setores, com foco principal em Saúde, Educação e Tecnologia. No entanto, um projeto que está sendo desenvolvido atualmente é no setor de varejo pet, com grande mercado endereçável e alto crescimento. O fundo investiu anteriormente em uma das maiores empresas de varejo pet e o investimento foi muito bem recebido e a expectativa é de que gere bastante retorno para o fundo – sendo, inclusive, o primeiro investimento do fundo em que o Autor do trabalho participou desde o início. É um setor altamente fragmentado, no qual os três maiores *players* detinham menos de 12% do *marketshare* ao final de 2019, segundo dados da Euromonitor, e que está em processo de consolidação. Além disso, nos últimos anos algumas transações importantes ocorreram no Brasil nos últimos anos, indicando também o interesse de investidores pelo setor e a liquidez de seus ativos. Por conta disso, trata-se de um setor bastante interessante para investimentos de *Private Equity* e o fundo em que o autor está empregado possui grande interesse em estudar mais a fundo, conhecer melhor e, eventualmente, realizar novos investimentos.

1.3 Definição do Problema e Relevância do Trabalho

O problema a ser abordado no presente trabalho diz respeito à análise de investimento de uma oportunidade de investimento em empresa privada do setor de varejo pet, que

possivelmente apresenta um potencial interessante de retorno, para ser analisada mais a fundo. Trata-se de uma rede regional de lojas de varejo pet do Nordeste, que possui atualmente 7 lojas e possui mais 6 aberturas mapeadas para 2022 e 2023. Dessa forma, o presente trabalho tratará de uma análise econômico-financeira, incluindo uma avaliação financeira através de modelagem, da empresa em questão. Esse tema é de grande relevância, pois será essencial para a tomada de decisão de realização ou não do negócio, tendo em vista potencial de retorno em contraponto a potenciais riscos e seus possíveis mitigantes.

1.4 Objetivos

O objetivo último do presente trabalho é apresentar, após uma análise estruturada e aprofundada, uma recomendação de investimento ou não no ativo, a que avaliação e condições e com isso, os retornos esperados. Além disso, buscar entender os diversos potenciais cenários de evolução da companhia ao longo dos anos. E na eventualidade de performar pior em alguns aspectos do que o que foi modelado no *Caso Base*, serão sensibilizadas as principais premissas adotadas nas projeções e desenhados cenários alternativos, tanto otimistas quanto pessimistas.

Dessa maneira, será possível observar condições limites da transação e uma melhor visualização do risco-retorno do projeto apresentado.

Para tanto, será construído e utilizado um arcabouço teórico de forma a embasar os argumentos utilizados na tomada de decisão.

1.5 Estrutura do trabalho

O presente trabalho está organizado em seis capítulos.

Inicialmente, será realizada uma revisão bibliográfica dos principais temas essenciais para a contextualização e realização das análises. Esses temas serão: “Investimentos em *Private Equity*”, “Conceitos de Contabilidade” e “Avaliação de Empresas”.

Em um segundo momento, será realizada uma análise detalhada do setor em questão – varejo pet. O setor será inicialmente descrito e caracterizado e depois serão indicados seus principais *drivers* e tendências para os próximos anos, incluindo os impactos da pandemia. Em seguida, será feita uma análise do cenário competitivo no Brasil, indicando os principais concorrentes nacionais e regionais. Além disso, será realizada também uma análise dos *players* estrangeiros listados em bolsa, de forma a trazer referências internacionais de mercados desenvolvidos e *inputs* em relação à precificação desses ativos no mercado de capitais.

Na sequência, a companhia-alvo em questão será descrita em maiores detalhes, assim como seu ambiente competitivo regional e potenciais alavancas de valor.

Com base em todas as etapas anteriores, será então descrita a “Modelagem Financeira”, com destaque para “Dados Históricos”, “Premissas das Projeções” e “Projeções e Sensibilidades”.

Após isso, será possível realizar a “Avaliação da Empresa”. Isso será realizado com base em mais de uma metodologia. Com isso será possível determinar os retornos esperados do investimento com base nas projeções realizadas.

Por fim serão apresentadas as principais conclusões de toda a análise, recomendação de investimento e sugestão de próximos passos.

Adicionalmente, serão disponibilizados ao fim do documento os “Apêndices” de suporte.

1.6 Metodologia

A pesquisa realizada para o presente trabalho foi feita com base no estudo de bibliografia de aspectos teóricos de contabilidade, avaliação de empresas, análise de investimentos e retorno, além de aspectos setoriais e da área de *Private Equity*. Em suma, as principais fontes utilizadas foram:

- Livros: Foram utilizadas diversas fontes literárias de destaque, sobretudo no segmento de análise de demonstrações financeiras e avaliação de empresas. Aqui, destaca-se Marion (2018) e Brigham e Ehrhard (2013) em análise de contabilidade para métricas de performance financeira, Damodaran (2002) na parte de análise de investimentos;
- Relatórios Setoriais: Foram utilizados materiais de agências especializadas, bancos, consultorias especializadas, entre outros, de forma a consolidar o entendimento de aspectos setoriais, da dinâmica competitiva e determinação de premissas factíveis para as projeções. Aqui destaca-se a Abinpet e o Instituto Pet Brasil;
- Portais de dados: Existem alguns portais de dados que agregam diversas informações de mercado, como histórico financeiro, preços de ações, transações precedentes e projeções macroeconômicas. Em adição, existem portais específicos com dados do setor. Foram utilizados sobretudo o Capital IQ, o portal do Bacen e dados públicos disponibilizados pelo IBGE;
- Relatórios de Empresas Comparáveis: Relatórios publicados por e sobre empresas comparáveis brasileiras e estrangeiras, como Petz, Chewy, Petco, Pets at Home e

Zooplus. Esses materiais são excelentes insumos para compreensão do setor, da dinâmica competitiva, dos principais *drivers* e de que forma ele pode se desenvolver nos próximos anos. Nesse sentido, os sites de Relação com Investidores são fontes importantes de informação – em geral, disponíveis apenas para as empresas de capital aberto. No Brasil, a única empresa de capital aberto no Brasil é a Petz, então seu Prospecto Preliminar de Oferta Pública e relatórios de divulgação de resultados trimestrais se destacam aqui;

- Artigos Acadêmicos: Há muitos artigos acadêmicos relevantes sobre finanças e investimentos. Aqui, destaque ao artigo de Gompers e Kaplan (2015) que trata da forma com a qual fundos de *Private Equity* contabilizam sua performance, além do memorando de Marks (2006) a respeito desse tema.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Investimentos em *Private Equity*

2.1.1 A Indústria

A Indústria de *Private Equity* surgiu nos Estados Unidos, no século XX (RIBEIRO, CARVALHO, 2008). Isso ocorreu em um contexto de aumento da complexidade do mercado e das operações realizadas, com cada vez mais investidores em busca de retornos maiores e mais consistentes. Nesse ambiente, uma nova categoria de investimento – a de investimentos em ‘Participações Privadas’ (*Private Equity*) – surge e vai se disseminando.

Fundos que geriam grandes volumes de capital começaram a realizar investimento massivos em companhias privadas, ou seja, que não eram negociadas publicamente nas bolsas de valores, com o intuito de fazê-las crescer, e conseqüentemente, valorizar-se para uma venda futura. Alguns casos de enorme sucesso, com retornos muito expressivos, como os realizados na AT&T e RJR Nabisco, foram responsáveis pela aceleração da disseminação dessa categoria de investimento nos EUA e, em um segundo momento, em mercados emergentes.

Segundo a Associação Brasileira de *Private Equity* e Venture Capital (ABVCAP), *Private Equity* se refere a investimentos em empresas de capital fechado (*private*) através da compra de participações acionárias (*equity*), origem do nome. Em geral, as empresas que recebem esse tipo de investimento ou não possuem tamanho suficiente para acessar o mercado de capitais via instrumentos públicos, como lançamento de debêntures (dívida) ou em uma abertura de capital (do inglês, *Initial Public Offering*, ou IPO) oferecendo ações (*equity*) em bolsa de valores. Em outros casos apesar de já possuírem tamanho (em geral em termos de receita ou EBITDA), ainda não estão suficientemente preparadas para abrir o capital, seja em termos de governança ou organização interna, como auditoria nos dados financeiros e contábeis, por exemplo, que exigem tempo, recursos (humanos e financeiros) e dedicação da gestão. Por conta disso, muitas vezes as empresas recorrem aos recursos de *Private Equity* como uma etapa anterior à abertura de capital para ganhar massa crítica e se organizar internamente. Esses investimentos que são realizados logo antes de uma potencial abertura de capital são conhecidos como pré-IPO.

Além disso, a ABVCAP também define os fundos de *Private Equity* como estruturas de “condomínio fechado”, em que os investidores subscrevem suas cotas na data de início do fundo e só recebem o capital no momento do desinvestimento. Portanto, não há possibilidade de resgates intermediários, o resgate só ocorre no momento em que a participação do fundo nas

empresas é vendida, o que ocorre usualmente em torno de 5 a 10 anos após o fim da captação do veículo de investimento. Logo, é um investimento de liquidez extremamente baixa, em que o investidor precisa ter um horizonte de investimento bastante alongado. Isso difere bastante da maioria dos tradicionais fundos de renda variável convencionais (em geral, focados em ações), que são “condomínios abertos”, ou seja, podem receber investimentos e devolver o capital para os investidores a qualquer momento, oferecendo maior liquidez.

Dessa forma, dada a característica privada e ilíquida dos investimentos de *Private Equity*, este veículo de investimento se enquadra na categoria de ativos alternativos (*alternative assets*), ao lado de investimentos como projetos de infraestrutura e imobiliários. Esses investimentos requerem um horizonte mais longo para realização de ganhos do que os ativos financeiros tradicionais. Logo, os ativos alternativos apresentam maior risco de perda de capital aos investidores, e portanto, objetivam proporcionar um maior retorno ao investimento, ou deixariam de existir (Valle, 2011).

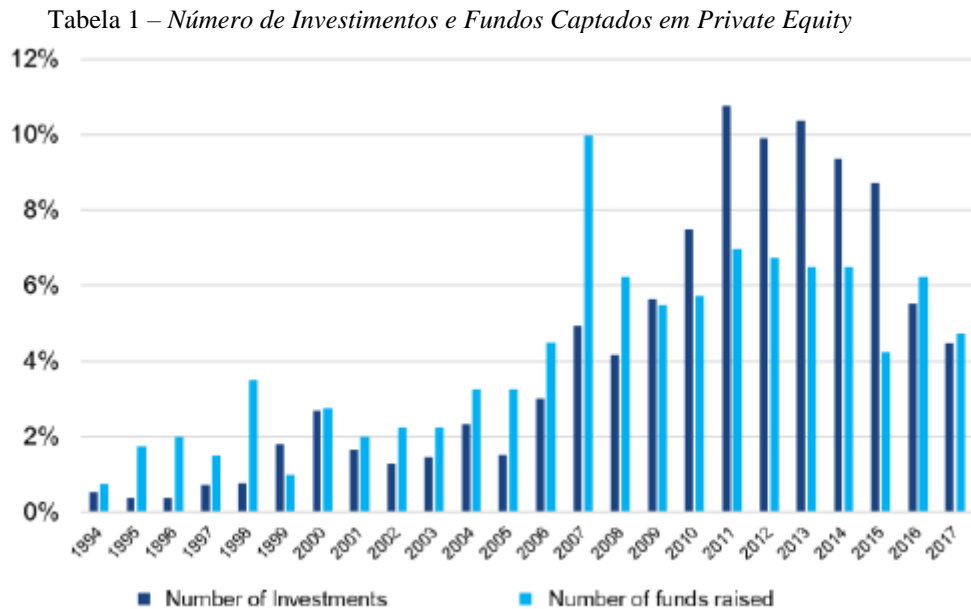
Uma modalidade similar de investimento é o *Venture Capital* (em tradução livre, capital de risco). Segundo a ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), a diferença entre as categorias *Private Equity* e *Venture Capital* refere-se ao estágio de desenvolvimento em que se encontram as empresas investidas no momento em que é realizado o investimento e conseqüentemente o aporte de capital. De forma geral, o *Venture Capital* refere-se a investimentos realizados em empresas que se encontram em estágios mais iniciais de desenvolvimento, enquanto o termo *Private Equity* designa investimentos em companhias que se já se encontram em estágios mais maduros. Ambos são voltados para empresas ainda sem maturidade para acesso ao mercado de capitais, mas diferem em relação ao estágio de maturação da empresa. Dito isso, é comum empresas receberem investimentos de *Venture Capital* e, após algum tempo, apresentando crescimento e robustecimento de seu negócio, receber investimentos maiores de *Private Equity* para acelerar ainda mais e sustentar o crescimento, fomentando novos patamares de desenvolvimento e amadurecimento.

2.1.2 O Contexto da Indústria no Brasil

Atualmente, a indústria de *Private Equity* não só não está restrita aos EUA como também é bastante difundida nos países emergentes. Dentre esses, se destacam China, Índia e Brasil. Este último é responsável por grande parte do volume dos investimentos na América Latina.

A atividade das indústrias de *Private Equity* e *Venture Capital* só começaram a ganhar tração no Brasil na década de 1990, após a estabilização econômica proporcionada pelas

medidas adotadas durante o Plano Real (SPECTRA et al, 2018). A evolução histórica do número de investimentos e de fundos levantados entre 1994 e 2017, conforme mostra a tabela a seguir, evidencia uma aceleração a partir de 2007, em especial em relação ao número de investimentos realizados.



Fonte: SPECTRA, INSPER e ABVCAP

Em torno de 80% dos 2.061 investimentos do período do estudo foram realizados entre 2007 e 2017. Com base nos dados disponíveis para 61% dos investimentos, estima-se que o volume investido no período entre 1994 e 2017 tenha sido de cerca de US\$ 49 bi, o que evidencia a relevância do setor para o desenvolvimento econômico brasileiro como um todo.

2.1.3 Tipos de Investimento dentro de *Private Equity*

Em *Private Equity*, as firmas se diferenciam de algumas formas. A primeira delas é tamanho dos cheques investidos em cada uma das companhias e os tipos de investimento.

De acordo com a Harvard Business School (2021), há três categorias de investimento na área: (i) *Venture Capital*, (ii) *Growth Equity* e (iii) *Buyout*. Vale destacar também uma quarta modalidade, (iv) *Turnaround* (Reestruturações).

***Venture Capital*:** Como citado anteriormente, *Venture Capital* é muitas vezes visto como uma área distinta de *Private Equity*, apesar de ambas atuarem de formas similares – compram participações em empresas privadas com o intuito de vende-las posteriormente a

valores mais elevados – diferem-se em relação ao estágio de desenvolvimento da empresa. Inclusive, em geral os fundos são especializados em um ou em outro. Em *venture capital*, as empresas estão ainda em seus estágios iniciais (por exemplo, startups), então possuem um risco e uma taxa de mortalidade maior. Consequentemente, investimentos nessa categoria que tenham sucesso costumam oferecer retornos substanciais aos investidores. Empresas que recebem investimentos de *venture capital* muitas vezes ainda são deficitárias e precisam de sucessivas rodadas de investimento para financiar o desenvolvimento das operações, ganho de escala, eventualmente, atingindo o *breakeven* e rentabilidade positiva. Nessas rodadas, elas cedem sucessivamente porcentagens do seu capital aos investidores, que em geral preferem permanecer com participações minoritárias, sem muito envolvimento com a administração, para surfar o crescimento e valorização da companhia.

Growth Equity: Investimentos de *Growth Equity* são investimentos de injeção de capital realizados em empresas já estabelecidas e rentáveis, mas ainda com potencial relevante de crescimento e que necessitam capital e *know-how* financeiro do investidor para se elevarem ao próximo patamar. Os recursos são usualmente utilizados para investimento na operação ou aquisições estratégicas, de forma a acelerar o crescimento da empresa e torná-la maior e mais rentável. Como as empresas nessa categoria já são estabelecidas, o investidor de *Private Equity* aqui tem a possibilidade de fazer uma análise mais profunda, olhando por exemplo o *track-record* (histórico) da companhia e gestores, métricas de rentabilidade, conversas com clientes e fornecedores, dentre outros. Com isso, o risco no investimento é menor, assim como os retornos esperados.

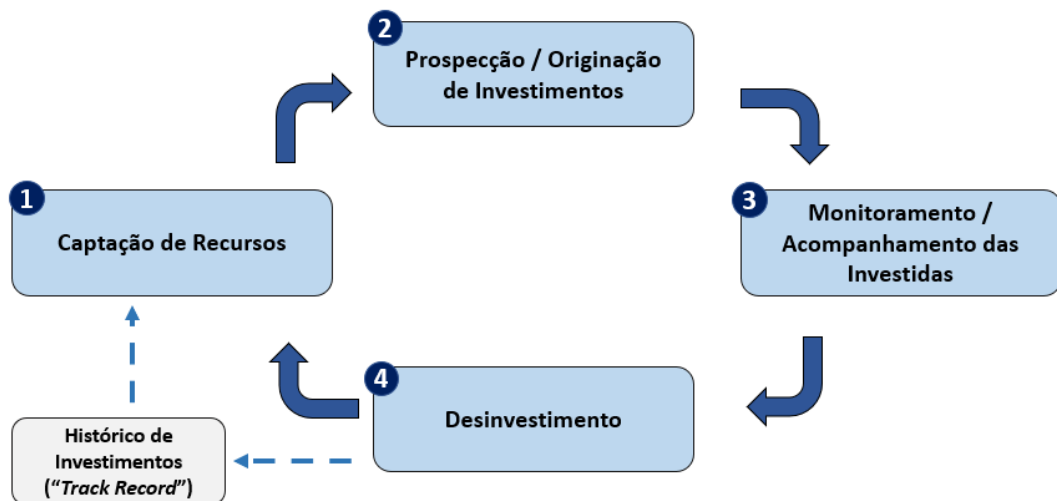
Buyout: Esse tipo de investimento é usualmente realizado em empresas já em estágio de maturidade e, portanto, já não apresentam potencial de crescimento tão relevante. No entanto, por serem empresas mais maduras, são usualmente bastante rentáveis e possuem uma estrutura robusta e por isso apresentam menores riscos. Em geral, essas companhias são compradas em sua totalidade – ou ao menos, uma participação de controle – e geridas pelo fundo (ou pelas pessoas indicadas por ele). Essa modalidade de investimento é usualmente realizada por fundos de *Private Equity* estrangeiros que possuem somas de capital a investir muito relevantes e, portanto, precisam alocar muito capital.

Turnaround: Essa modalidade de investimento é menos comum, mas há fundos que são especializados nela. Aqui, as empresas-alvo são companhias que, por algum motivo, estão

enfrentando dificuldades operacionais, então os resultados estão sendo insatisfatórios. Investidores costumam evitar investir em empresas com resultados aquém do que se esperaria e por isso o preço dessas companhias naturalmente fica comprimido e passa a ser atrativo para fundos com apetite para esse tipo de risco. Dessa maneira, fundos especializados realizam investimentos nessas companhias nos momentos de dificuldade para, através de alterações relevantes na companhia (seja na gestão, operação, reestruturação de dívida, entre outros), tentar alterar o caminho da empresa rumo a melhores rentabilidades. Se tiverem sucesso, por terem investido em uma empresa com alto risco, portanto, a um baixo preço, os retornos podem ser bastante expressivos.

2.1.4 Ciclo de Investimentos

Segundo a ABVCAP, a atuação de um fundo de *Private Equity* pode ser dividida em quatro grandes etapas: Captação de Recursos (*Fundraising*), Prospecção/Análise de Investimentos, Acompanhamento dos Investimento (Monitoramento) e Desinvestimento (Saída), representados na Figura abaixo:



Fonte: Elaboração própria

2.1.4.1 Captação de Recursos

Nessa etapa, o fundo de investimento realiza o levantamento de recursos junto a parceiros, em geral investidores institucionais (como por exemplo, fundos de pensão, previdência fundos de fundos e fundos soberanos). Os investidores se comprometem a aportar o capital quando o fundo precisar dele para realizar os investimentos nas companhias.

2.1.4.2 Prospecção/Análise de Investimentos

Nesse momento, o fundo, já munido de capital dos investidores, parte em busca de companhias-alvo para alocar o capital e gerar retorno para os investidores. É uma etapa de muito estudo e análise, tanto dos setores das companhias quanto de suas características específicas. Aqui o fundo busca oportunidades para investir a preços atrativos em companhias que possam ser vendidas futuramente a valores consideravelmente maiores. Para isso, é necessário compreender a dinâmica do setor da companhia, seus diferenciais competitivos, potenciais riscos à tese e inclusive mapear formas de saída do investimento (desinvestimento). A análise de um investimento dura meses, às vezes anos, até que um investimento seja de fato realizado.

2.1.4.3 Monitoramento /Acompanhamento do Investimento

Após comprada uma participação na companhia, o fundo precisa acompanhar seu desenvolvimento, seja de forma mais ativa, às vezes, até mesmo no controle da companhia. Seja de forma mais passiva, apenas acompanhando os resultados e, eventualmente, realizando uma intervenção ou outra.

2.1.4.4 Desinvestimento (Saída)

Por fim, eventualmente o fundo vende sua participação na investida, retornando o capital aos investidores e recebendo parte dos lucros gerados pela operação. O desinvestimento é em geral feito através do mercado de capitais (IPO – Oferta Inicial de Ações), venda para estratégico ou venda para outro agente financeiro (outro fundo). Quando todos os ativos de um fundo já foram desinvestidos, o fundo está liquidado e o ciclo se completa e reinicia com uma nova captação. Vale frisar que um fundo não precisa estar 100% desinvestido para que um fundo capte um novo fundo. Ele pode começar a captar um novo fundo enquanto ainda administra as investidas do fundo anterior, de tal forma que é comum que fundos de *Private Equity* tenham mais de um fundo rodando em paralelo.

Investimentos de *Private Equity* são, por sua natureza, investimentos de longo prazo. Isso se deve sobretudo à forma de atuação desses fundos, que realizam investimentos em companhias privadas e ilíquidas (muitas vezes investimentos primários, de injeção de capital), com o intuito de potencializar seus resultados e fazê-las crescer, para uma venda futura a uma avaliação superior à entrada. Esse processo leva tempo, em geral alguns anos, e é por isso que

os horizontes de tempo de um investidor de *Private Equity* devem ser muito superiores a um investidor de bolsa comum.

A execução de boas operações ao longo dos anos pode dar ao fundo um histórico de investimentos (“*track record*”), tornando cada vez mais fácil levantar capital para os próximos fundos e investimentos.

2.1.5 Métricas e Análise de Retorno de Investimentos

Os investimentos de *Private Equity*, como qualquer outro investimento, têm sua performance medida por alguns indicadores. Segundo Marks (2006), os principais deles são (i) Retorno Absoluto, (ii) *MOIC* (*Multiple On Invested Capital*) e (iii) TIR (Taxa Interna de Retorno). Adicionalmente, Brigham e Ehrhard (2013) recomendam utilizar também a métrica de (iv) Valor Presente Líquido (VPL).

Retorno Absoluto. É medido na moeda corrente do investimento realizado (R\$, USD, GBP etc) e é simplesmente a diferença entre Valor Retornado e Valor Investido.

$$\text{Retorno Absoluto} = \text{Valor Retornado} - \text{Valor Investido}$$

Ele informa, em R\$ milhões, qual foi o ganho financeiro da operação. No entanto, se olharmos para esse indicador isoladamente, não podemos afirmar se um investimento foi bom ou ruim. Afinal, R\$10 milhões de retorno absoluto é bom ou ruim? Se for em cima de um investimento de R\$1 milhão, pode ter sido um retorno espetacular, se foi em cima de um investimento de R\$ 1 bilhão, pode não ter sido tão bom. Por conta disso, precisamos levar em conta a relação entre retorno absoluto e valor inicialmente investido.

Múltiplo Sobre o Capital Investido (do inglês *Multiple On Invested Capital*, ou simplesmente *MOIC*). É uma conta simples de razão de Capital Retornado/Capital Investido.

$$MOIC = \frac{\text{Capital Retornado}}{\text{Capital Investido}}$$

Por exemplo, se foram investidos R\$100 milhões em uma empresa e, ao desinvestir, foram retornados ao investidor R\$300 milhões, dizemos que o investimento gerou um *MOIC* de 3,0x ($300 / 100 = 3$).

Por ser uma divisão de mesma unidade (R\$, USD etc.), é uma métrica sem unidade e costuma ser denotada com “x” (vezes). Essa métrica é importante pois mostra, de forma simples, por quantas vezes o capital investido foi multiplicado.

No entanto, como podemos notar, essa métrica não leva em consideração o valor do dinheiro no tempo. Isso porque, pegando esse mesmo exemplo, o investimento pode ter triplicado de valor em um ano ou em cinco anos para gerar um *MOIC* de 3,0x. Mas sabemos que um investimento que triplica de valor em um ano é substancialmente mais atrativo que um investimento que triplica de valor em cinco anos, apesar de apresentarem *MOICs* e Retornos Absolutos iguais:

Tabela 2 – *Cenário Hipotético 1*

	Investimento 1	Investimento 2
Investimento Inicial	100,0	100,0
Valor Final	300,0	300,0
Período (anos)	1,0	5,0
TIR	200,0%	24,6%
MOIC	3,00x	3,00x
Retorno Absoluto	200,0	200,0

Fonte: Adaptado de Marks (2006)

Por conta disso, ao se analisar a retorno de investimentos de *Private Equity* (e de outros tipos de investimento também), utilizamos outras métricas. Duas delas são o VPL (Valor Presente Líquido) e a TIR (Taxa Interna de Retorno).

Valor Presente Líquido (VPL). O VPL é essencialmente (Brigham e Ehrhard, 2013), a soma dos valores de todos os fluxos de caixa futuros trazidos a valor presente por uma taxa pré-determinada. A taxa utilizada é comumente o retorno mínimo esperado pelos acionistas, o que na prática significa que, caso o resultado da soma seja positivo, o investimento trará um retorno atrativo com base nas expectativas do investidor. É complementar a todas as métricas apresentadas anteriormente.

De forma matemática, a fórmula do VPL está descrita na equação a seguir:

Fórmula de Valor Presente Líquido

$$VPL = \sum_{t=0}^n \frac{FC_t}{(1+i)^t}$$

Fonte: Adaptado de Brigham e Ehrhard (2013)

TIR. O valor da TIR mostra a que taxa, composta anualmente, o valor do investimento cresceu. Portanto, é a taxa de desconto que zera o VPL. Pode ser derivada da fórmula do VPL, como expresso a seguir:

Fórmula de Taxa Interna de Retorno

$$0 = \sum_{t=0}^n \frac{FC_t}{(1+TIR)^t}$$

Fonte: Adaptado de Brigham e Ehrhard (2013)

Retomando, em um investimento que foi de R\$100m para R\$300m de valor em um ano, teríamos:

$$(300/100)^{(1/1)} - 1 = 2,00$$

Ou seja, o investimento gerou uma TIR de 200%.

No segundo caso, em que o mesmo valor foi gerado, mas ao longo de 5 anos, teríamos:

$$(300/100)^{(1/5)} - 1 = 0,24573$$

Ou seja, o investimento gerou uma TIR de 24,573%.

Tabela 3 – *Cenário Hipotético 1*

	Investimento 1	Investimento 2
Investimento Inicial	100,0	100,0
Valor Final	300,0	300,0
Período (anos)	1,0	5,0
TIR	200,0%	24,6%
MOIC	3,00x	3,00x
Retorno Absoluto	200,0	200,0

Fonte: Adaptado de Marks (2006)

Como podemos notar, apesar de ter gerado um valor absoluto igual, por ter levado mais tempo para tal o segundo investimento é menos atrativo que o primeiro, tudo mais constante. Isso demonstra a importância de se olhar para a métrica de TIR, que considera o valor do dinheiro no tempo, e não apenas o *MOIC*, que considera o retorno absoluto.

Mas vale lembrar também que não devemos olhar exclusivamente para a TIR ao tomar uma decisão de investimento (Marks, 2006). Isso porque um aumento rápido de valor gera uma TIR alta, mas se esse aumento não for sustentável ou o investimento for realizado muito rapidamente, o retorno absoluto pode ser pequeno. E no final do dia, são os R\$m ganhos que são os ganhos tangíveis de fato, e não a TIR de um investimento.

Para exemplificar, vamos considerar dois investimentos, novamente ambos inicialmente de R\$100m. Um deles gerou TIR de 100% e o outro TIR de 50%, conforme a tabela:

Tabela 4 – *Cenário Hipotético 2*

	Investimento 1	Investimento 2
Investimento Inicial	100,0	100,0
Valor Final	200,0	337,5
Períodos	1,0	3,0
TIR	100,0%	50,0%
MOIC	2,00x	3,38x
Retorno Absoluto	100,0	237,5

Fonte: Adaptado de Marks (2006)

O primeiro investimento durou um ano e dobrou o capital investido, gerando uma TIR de 100%. Isso gerou um retorno absoluto de R\$100m (200-100).

Já o segundo investimento aumentou seu valor em 50% ao ano (TIR = 50%), por 3 anos. Com isso, chegou a um valor final de R\$337,5m, o que equivale a um ganho absoluto de

R\$237,5m, muito superior aos R\$100m gerados pelo primeiro investimento, que possuía o mesmo capital inicial à disposição. Portanto, apesar de ter gerado uma TIR menor, por ter tido um prazo mais alongado, esse investimento gerou um ganho em R\$ milhões maior para os investidores. Nesse caso, em que um investimento possui TIR maior e o outro possui *MOIC* e Retorno Absoluto maior, não é tão simples determinar qual seria o melhor investimento.

No entanto, considerando um investimento inicial igual, se um investimento possui tanto TIR quanto *MOIC* maiores que um investimento alternativo, tudo mais constante, ele é um investimento mais atrativo.

Pegando o último exemplo, mas igualando o período do Investimento 2 ao do 1, temos:

Tabela 5 – Cenário Hipotético 3

	Investimento 1	Investimento 2
Investimento Inicial	100,0	100,0
Valor Final	200,0	150,0
Períodos	1,0	1,0
TIR	100,0%	50,0%
MOIC	2,00x	1,50x
Retorno Absoluto	100,0	50,0

Fonte: Adaptado de Marks (2006)

Em um mesmo período de investimento, por apresentar uma TIR maior, o Investimento 1 gera tanto *MOIC* quanto Retorno Absoluto maiores. Portanto, nesse último exemplo a decisão de investimento se torna mais simples.

Em suma, esses são algumas das principais métricas de retorno utilizadas para avaliar investimentos em *Private Equity*. Como vimos, nenhuma deve ser utilizada isoladamente, visto que elas são complementares e juntas formam uma visão mais completa dos retornos de um investimento.

2.2 Conceitos de Contabilidade

As análises financeiras que serão desenvolvidas e utilizadas ao longo trabalho requerem conhecimentos de contabilidade e modelagem financeira. Os demonstrativos utilizados demonstram diversos aspectos da situação financeira de uma companhia ao longo do tempo. Segundo Brigham e Ehrhard (2013), os três principais demonstrativos utilizados em análises financeiras de empresas são: (i) o Balanço Patrimonial (BP), (ii) a Demonstração do Resultado

do Exercício (DRE) e (iii) a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC). Os três estão intimamente relacionados e a análise isolada de qualquer um deles pode levar a conclusões precipitadas. Fundos de investimentos de *Private Equity* se utilizam muito desses instrumentos em suas análises e devem aprofundar mais ainda as análises nos estágios de prospecção e monitoramento de companhias investidas de capital fechado.

2.2.1 Balanço Patrimonial (BP)

O Balanço Patrimonial (BP) é a principal demonstração contábil de uma empresa e reflete sua posição financeira em determinado momento, usualmente no fim do ano ou de um período prefixado (mês ou trimestre). É como uma foto da situação da empresa em determinado momento, expressando de uma só vez todos os bens, valores a receber e valores a pagar em determinada data. (Marion, 2012). O balanço patrimonial é dividido em duas partes: (i) Ativo e (ii) Passivo + Patrimônio Líquido.

2.2.1.1 Ativo

Os ativos são todos os bens e direito de propriedade da empresa, que são mensuráveis monetariamente e representam benefícios presentes ou benefícios futuros para a empresa (Marion, 2012). O autor explica a distinção entre bens e direitos. Exemplos de bens são dinheiro em caixa, estoques, máquinas, ferramentas, terrenos, entre outros, enquanto exemplos de direitos são recebíveis, títulos de dívida, ações, entre outros.

Uma segunda visão sobre o ativo é a de que a conta de ativo representa de que forma a companhia utilizou todo o capital à sua disposição – tanto dívida, quanto *equity* (capital próprio) – pois os bens e direitos da empresa são originados das fontes de financiamento da empresa (Passivo + Patrimônio Líquido) (Brigham e Ehrhard, 2013).

A coluna do ativo pode ser dividida em três, seguindo uma ordem de liquidez (Marion, 2012):

- **Ativo Circulante.** Composto pelos ativos mais líquidos da companhia, como dinheiro em caixa, títulos a receber no curto prazo, estoques, etc.;
- **Ativo Realizável a Longo Prazo.** Composto por contas que serão liquidadas (transformadas em dinheiro) mais lentamente, geralmente após o período de um ano fiscal;

- **Ativo Permanente.** Ativos menos líquidos, que dificilmente serão transformados em dinheiro e que normalmente não são vendidos, como máquinas, veículos, equipamentos pesados, imóveis, entre outros.

2.2.1.2 Passivo e Patrimônio Líquido

O lado direito do balanço patrimonial, composto por Passivo e Patrimônio Líquido, representa todas as fontes de financiamento de uma empresa (Brigham e Ehrhard, 2013). Esse financiamento pode ser oriundo de capital de terceiros (Passivo) ou de capital próprio (Patrimônio Líquido).

Assim como o ativo, o passivo é apresentado em ordem de liquidez, dos mais líquidos para os menos líquidos. Nesse caso, a referência é o prazo das obrigações, de vencimentos mais curtos para as obrigações de prazos mais longos.

- **Passivo Circulante.** Composto por obrigações e dívidas de curto prazo, usualmente inferiores a um ano fiscal, como por exemplo salários a pagar, contas a pagar com fornecedores e empréstimos de curto prazo;
- **Passivo Não Circulante.** Composto por obrigações e dívidas de médio e longo prazo, usualmente superiores a um ano fiscal, como por exemplo, empréstimos de longo prazo.

Já o Patrimônio Líquido é composto, essencialmente, pelo capital integralizado pelos sócios da companhia e pelo resultado histórico acumulado apresentado pela empresa (Brigham e Ehrhard, 2013). Assim sendo, uma companhia rentável tende a aumentar seu patrimônio líquido ao longo do tempo, mesmo que seus sócios parem de integralizar capital adicional na empresa. Já uma companhia deficitária tende a ter seu patrimônio líquido reduzido ao longo do tempo, integralizações adicionais de capital poderiam mitigar esse efeito.

É importante destacar que as duas colunas estão sempre em equilíbrio, ou seja, as fontes de financiamento sempre equivalem aos bens e direitos de uma empresa. Logo, a soma das linhas de ativos deve sempre equivaler à soma das linhas de passivo e patrimônio líquido.

Abaixo é apresentada uma tabela de exemplo de um balanço patrimonial teórico resumido:

Tabela 6 – Estrutura do Balanço Patrimonial

BALANÇO PATRIMONIAL	
Ativo	Passivo
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Caixa e Equivalentes	Empréstimos e Financiamentos Curto Prazo
Contas a Receber	Fornecedores
Estoques	
	Passivo Não Circulante
	Empréstimos e Financiamentos Longo Prazo
Ativo Não Circulante	Patrimônio Líquido
Realizável a Longo Prazo	Capital Social
Intangível	Reserva de Lucros
Imobilizado	
TOTAL DO ATIVO	TOTAL DO PASSIVO + PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Fonte: Adaptado de Marion (2012)

2.2.2 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

A Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) é composta pelas contas de receita, custos e despesas de um exercício de uma companhia (Brigham e Ehrhard, 2013). Esse demonstrativo é, em geral, construído em base mensal, trimestral ou anual.

Sua principal função é determinar um importante indicador global de eficiência, o Resultado do Exercício (lucro ou prejuízo) (Marion, 2012).

Segundo Marion, ao final de cada final de período, todas as despesas e receitas são transferidas para a Demonstração do Resultado do Exercício, e, no próximo período, apuram-se novamente as despesas e receita começando-se do zero, ou seja, não se acumulam despesa e receita de um ano para o outro. A estrutura básica de uma DRE está apresentada na Tabela a seguir:

Tabela 7 – Estrutura da Demonstração do Resultado do Exercício

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO
Receita Operacional Bruta
(-) Impostos e Devoluções
= Receita Operacional Líquida
(-) Custos das Mercadorias Vendidas
= Lucro Bruto
(-) Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas
= Lucro Operacional
(+/-) Resultado Financeiro
= Lucro Antes de Impostos
(-) Imposto de Renda e CSLL
= Lucro Líquido

Fonte: Adaptado de Marion (2012)

- **Receita Bruta.** Resultado da venda total de mercadorias/serviços no período, sem contabilizar deduções ou qualquer outro tipo de abatimento;
- **Receita Líquida.** Resultado da venda total de mercadorias/serviços no período após contabilizadas as deduções por devoluções e impostos sobre mercadorias, dentre outros abatimentos;
- **Lucro Bruto.** Diferença entre a Receita Líquida e o Custo da Mercadoria Vendida (CMV), sem considerar ainda despesas administrativas, de vendas e financeiras (para empresas prestadoras de serviços, o raciocínio é análogo);
- **Lucro Operacional (em inglês *Earnings Before Interest and Taxes*, ou EBIT).** Lucro resultante da atividade operacional da empresa. É obtido pela diferença entre o Lucro Bruto e as Despesas Operacionais, aquelas que estão diretamente relacionadas à operação da companhia;
- **Lucro Antes do Imposto de Renda (em inglês *Earnings Before Taxes*, ou EBT).** Diferença entre Lucro Operacional e Despesas e Receitas Não Operacionais. Ou seja, ganhos ou gastos que não têm relação direta com a operação da companhia, como por exemplo ganhos com aplicações financeiras ou despesas decorrentes de juros, dentre outros;
- **Lucro Líquido (em inglês *Earnings*, ou E).** Sobra líquida à disposição dos sócios ou acionistas ao final de um ciclo completo de operação (um período). É obtido pela

diferença entre o Lucro Antes do Imposto de Renda e o Imposto de Renda efetivamente pago pela companhia no período.

Além dos indicadores de eficiência apresentados anteriormente, existe outro indicador muito utilizado em análises financeiras: o LAJIDA (Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) (Marion, 2012). Tal indicador é uma métrica aproximada da geração de caixa de uma companhia, por desconsiderar os efeitos negativos de contas não-caixa (depreciação e amortização) no resultado. Por conta disso, costuma ser uma boa medida para comparação entre empresas de um mesmo setor. Por não considerar linhas de juros e impostos, contas que variam muito entre os países, ela também é bastante utilizada para realizar comparações entre empresas de diferentes países e geografias.

O LAJIDA é resultado da subtração entre Receita Líquida, Custos e Despesas, excluindo Depreciação e Amortização (Brigham e Ehrhard, 2013). Os autores argumentam que o LAJIDA é até melhor como indicador da capacidade financeira de uma empresa que o próprio Lucro Líquido, uma vez que não considera a saída de itens não-caixa no seu cálculo. Por conta disso, como será mostrado mais adiante, as análises por múltiplos de companhias, que serão apresentadas posteriormente, utilizam comumente o LAJIDA como parâmetro.

Em inglês, o LAJIDA é conhecido como EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*)

2.2.3 Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)

A posição de caixa de uma empresa, reportada no Balanço Patrimonial, sofre mutações ao longo dos períodos (Brigham e Ehrhard, 2013). No entanto, tais mutações não são iguais simplesmente ao Resultado Líquido do Exercício, uma vez que o Lucro Líquido pode ser utilizado de diversas maneiras: compra de estoques, investimentos em maquinário, terrenos, fábricas, pagamento de dividendos, entre outras. Dessa forma, a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) é um demonstrativo que é utilizado para que seja possível realizar o controle das entradas e saídas de caixa.

Segundo Marion (2012), a DFC é dividida em três partes: (i) Fluxo de Caixa Operacional (FCO), (ii) Fluxo de Caixa de Investimentos (FCI) e (iii) Fluxo de Caixa de Financiamentos (FCF). O (i) FCO envolve todas as entradas e saídas de caixa relacionadas diretamente com a operação de fato da empresa, ou seja, a atividade principal da empresa, como compra de estoques, pagamento de fornecedores ou o financiamento de clientes a prazo. O (ii) FCI diz respeito à variação do imobilizado bruto e dos investimentos societários realizados pela

companhia. O (iii) FCF se refere às fontes de financiamento da empresa, tanto de capital de terceiros quanto de capital próprio. A tabela a seguir exibe um modelo padrão de uma DFC, destacando os três segmentos.

Tabela 8 – Estrutura da Demonstração do Fluxo de Caixa (método indireto)

DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA (INDIRETO)	
Fluxo de Caixa Operacional	(A)
Lucro Líquido do Período (+/-) Variação do Capital de Giro Líquido (-) Tributos a Pagar (=) Fluxo de Caixa Operacional	
Fluxo de Caixa de Investimentos	(B)
(-) Investimento em Imobilizado / Intangível (+) Venda de Ativos (=) Fluxo de Caixa de Investimentos	
Fluxo de Caixa de Financiamentos	(C)
(+/-) Variação no Capital Social (+/-) Amortização / Emissão de Dívida (=) Fluxo de Caixa de Financiamentos	
(=) Variação de Caixa no Período	(A)+(B)+(C)
Saldo de Caixa Inicial (+/-) Variação de Caixa no Período (=) Saldo de Caixa Final	

Fonte: Adaptado de Marion (2012)

A soma dos três segmentos - FCO, FCI e FCF - equivale à movimentação de caixa líquida da empresa no período, que pode ser positiva ou negativa. A depender desse valor, o montante em caixa total da empresa será maior ou menor ao final do período em relação ao que era no início.

2.3 Avaliação de Empresas

Todo ativo possui um valor, seja ele um ativo real ou financeiro (Damodaran, 2002). Segundo o autor, para investir com sucesso é essencial compreender não apenas qual é o valor do ativo, mas também quais as origens desse valor e o que o ativo pode proporcionar de valor futuramente. Medir com precisão o valor real do ativo proporciona ao investidor a segurança

de que o preço a ser pago possa refletir da melhor maneira possível as expectativas associadas a ele.

Baseado nas informações disponíveis, não só da empresa da empresa isoladamente, mas também do mercado como um todo (Damodaran, 2002), o investidor possui três abordagens distintas quanto ao método de avaliação: avaliação por fluxo de caixa descontado, avaliação relativa e avaliação por direitos contingentes.

Há quatro papéis fundamentais da avaliação de empresas (Damodaran, 2007):

- **Avaliação na Gestão de Carteiras.** Para investidores de gestão ativa, a avaliação é de extrema importância para se avaliar se um ativo em carteira está bem precificado, com tendência de valorização ou depreciação;
- **Avaliação na Análise de Aquisições.** Para que empresas ou indivíduos possam realizar uma oferta de aquisição razoável, a análise de avaliação da companhia-alvo é imprescindível. Em caso de fusões, tal análise não deve considerar apenas o valor da empresa operando independentemente, mas também o valor da empresa combinada após a compra;
- **Avaliação em Finanças Corporativas.** Para pequenas e médias empresas, a avaliação é fundamental para a abordagem efetiva de investidores em participações privadas. Segundo o autor, a participação na empresa que um capitalista de risco demandará em troca do aporte de capital dependerá do valor que estimar para a empresa”;
- **Avaliação Para Fins Legais e Tributários.** Para se analisar com acurácia impostos sobre imóveis, reestruturações societárias, entre outras situações, a avaliação de empresas também se mostra fundamental.

Para fins do presente trabalho, será utilizada principalmente a metodologia de avaliação relativa em conjunto com os conceitos de engenharia econômica e finanças de Taxa Interna de Retorno (TIR) e Valor Presente Líquido (VPL), além da metodologia de avaliação por fluxo de caixa descontado.

2.3.1 Risco-Retorno e Custo de Capital

Um dos grandes desafios na avaliação de empresas é a determinação do custo de capital do investidor, que é o retorno esperado por ele para que realize determinado investimento (Damodaran, 2012). Para o autor, ao lidar com capital próprio esse cálculo se torna mais

complexo, pois o prazo ou custo do capital não estão pré-definidos contratualmente. Por conta disso, existem algumas metodologias utilizadas para o cálculo do custo de capital próprio. A mais utilizada é o Capital Asset Pricing Model (CAPM) (Brigham e Ehrhard, 2013). Para compreensão desse modelo, os conceitos de risco e retorno devem estar claros, segundo os autores.

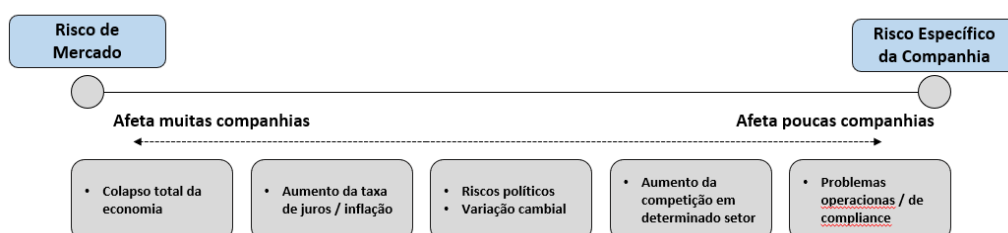
2.3.1.1 Risco-Retorno

Risco é definido como a chance de um evento desfavorável acontecer (Brigham e Ehrhard, 2013). Em se tratando de investimentos, risco está relacionado à diferença entre o retorno esperado e o retorno realizado. Quanto menor for a probabilidade de um ativo entregar o retorno esperado, mais arriscado ele será considerado, uma vez que desvios são mais prováveis e em uma maior magnitude. Nesse sentido, os autores visualizam o retorno de um ativo como uma distribuição normal, na qual a média representa o retorno esperado e desvio-padrão representa o risco.

Em relação a isso, o risco de um ativo pode ser dividido em duas partes: risco de mercado e risco específico da companhia (Damodaran, 2012). O primeiro diz respeito ao risco global/sistêmico, no qual o impacto atua em diversos mercados e empresas, enquanto o segundo refere-se ao risco de uma empresa específica. Essa distinção, segundo o autor, é essencial para o entendimento de como atribuir risco em finanças. Ao comprar a ação de determinada empresa, um investidor está exposto tanto a riscos de mercado quanto a riscos específicos da empresa. Nesse sentido, poderíamos citar como potenciais riscos globais uma piora repentina do cenário econômico, aumento da inflação, redução da demanda por determinado produto, dentre outros. Em termos de risco específico, poderíamos citar problemas operacionais, problemas de gestão/*compliance*.

Com isso, podemos notar que os riscos podem ser graduados em uma escala em relação a quão globais/sistêmicos ou específicos eles são, conforme Figura abaixo:

Figura 2 – Esquema de Riscos de Mercado / Específicos



Fonte: Adaptado de Damodaran (2012)

Quanto maior for a diversificação nos investimentos de um determinado investidor, menor sua exposição a riscos específicos das companhias ele fica (Brigham e Ehrhard, 2013). Isso porque quanto mais concentrados os investimentos, maior a relevância da performance de cada um dos ativos individualmente para o retorno total do investidor. Por outro lado, quanto maior a diversificação, mais exposto o investidor está para os riscos sistêmicos. Em tese, se um investidor adquirir todas as ações disponíveis no mercado na exata proporção em que elas se apresentam, seu risco total seria idêntico ao risco do mercado. Os autores denominam tal portfólio teórico de portfólio de mercado.

2.3.1.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

O mais utilizado método de cálculo do custo de capital próprio de um investidor é o *Capital Asset Pricing Model* ou *CAPM* (Damodaran, 2012). O método se baseia na premissa de que todos os investidores têm a opção de diversificar seus portfólios, criando uma carteira com diversos ativos e, portanto, baixo risco específico de uma companhia (portfólio de mercado), além de poderem investir em um ativo com zero risco e retornos previsíveis, conhecido como ativo livre de risco. A depender do perfil de risco de cada investidor, ele pode investir uma maior proporção de seu capital no ativo livre de risco ou no portfólio de mercado, ajustando seu retorno esperado, assim como o risco incorrido.

O *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* relaciona o retorno esperado de uma empresa ao seu risco. Também indica o risco adicional incorrido pela adição do investimento na carteira de mercado. É possível ver esta relação na equação abaixo:

Fórmula do Retorno Esperado de um Ativo

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times PR$$

Onde:

E(R_i) = Retorno Esperado do Ativo i

R_f = Retorno do Ativo Livre de Risco

β_i = Beta do Ativo i, que corresponde à razão entre a covariância entre ativo i e o portfólio de mercado e a variância do portfólio de mercado (medida de volatilidade)

PR = Prêmio de Risco

A seguir, serão aprofundados cada um dos fatores da fórmula do CAPM.

2.3.1.2.1 Retorno do Ativo Livre de Risco (Rf)

Trata-se de uma taxa que representa o retorno de um ativo considerado livre de risco, usualmente títulos de dívida pública. São conhecidos dessa forma pois nesse tipo de investimento, o investidor tem conhecimento e a “certeza” do quanto receberá no momento do resgate. Porém, é importante destacar que nenhum ativo é realmente livre de risco. Mesmo em títulos de dívida pública, sempre existirá o risco de moratória, ou seja, o não pagamento dos títulos por parte do governo, o que caracteriza um calote e ocorre apenas em situações extremas.

O ativo livre de risco deve respeitar dois critérios descritos abaixo (Damodaran, 2006):

- **Pertencer a entidades que não podem se tornar inadimplentes.** Por possuir a capacidade de emitir moeda, assume-se que os governos sempre terão a capacidade de honrar suas dívidas em moeda local. No entanto, a história mostra que em alguns casos até mesmo governos são incapazes de honrar suas dívidas;
- **Não possuir incertezas acerca das taxas de reinvestimento.** Ou seja, todo retorno deve ser auferido ao final do prazo do investimento, sem fluxos intermediários.

O autor ainda ressalta que os fluxos de caixa do DCF e a taxa livre de risco devem ser consistentes, sobretudo em relação à moeda utilizada e à presença ou não de inflação nos fluxos. Por exemplo, se o modelo for construído em dólares com crescimento nominal, a taxa livre de risco deve também ser em dólar e com valores nominais.

Usualmente, os ativos que satisfazem essas condições são títulos emitidos por governos bastante sólidos, como os títulos de dívida dos EUA, que não paguem cupons. Títulos emitidos por países com condições instáveis não devem ser utilizados como a taxa livre de risco, uma vez que eles de fato não são livres de risco devido ao risco de inadimplência e, portanto, não satisfazem a primeira condição.

Em casos assim, Damodaran (2006) sugere três alternativas para se definir a taxa livre de risco desses países:

- Utilizar as taxas de juros de longo prazo de empréstimos tomados pelas maiores e mais sólidas companhias do país e aplicar algum desconto nessa taxa, uma vez que mesmo as empresas mais sólidas do mundo possuem risco de inadimplência;
- Caso haja contratos de longo prazo denominados em dólar no país, é possível utilizar a taxa dos títulos de dívida americano;
- Com base no risco de crédito associado a esse país, ajustar a taxa dos títulos de dívida pública do país.

2.3.1.2.2 Beta (β)

O beta de um ativo representa o risco relativo desse ativo em relação ao portfólio de mercado, que corresponde a todos os ativos negociados no mercado. Os principais fatores que determinam o beta são (Damodaran, 2006):

- **Tipo de negócio / setor de atuação.** Diferentes negócios possuem diferentes sensibilidades e reagem de formas distintas em relação às flutuações econômicas. Dessa forma, uma companhia que atua em um setor mais sensível às condições de mercado apresentará maior risco (volatilidade) e, portanto, maior beta (e vice-versa);
- **Alavancagem operacional.** Está relacionada à estrutura de custos da empresa. Uma companhia com proporção de custos fixos mais elevada (alta alavancagem operacional) terá naturalmente maiores variações no lucro operacional do que aquelas com maior proporção de custos variáveis. Isso acaba por elevar seu beta.
- **Alavancagem financeira.** Analogamente, está relacionada à estrutura de capital da empresa. Empresas com maior proporção de financiamento por dívida do que por capital próprio terão maiores despesas financeiras e, portanto, seu lucro pode variar mais, elevando também o beta.

Matematicamente, β pode ser definido da seguinte forma:

$$\beta_i = \frac{\text{Covariância do ativo } i \text{ com o portfólio de mercado}}{\text{Variância do portfólio de mercado}} = \frac{Cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

Onde:

i = Ativo em questão

m = Retorno do Portfólio de Mercado

De acordo com a equação apresentada, ativos com maior risco que a média do mercado possuirão beta maior que 1, ao passo que ativos com menor risco que a média do mercado possuirão beta menor que 1. Um ativo livre de risco, como definido previamente, possuirá beta 0.

Há três formas para se estimar o beta de um ativo para a realização de uma avaliação, os quais estão descritos a seguir (Damodaran, 2002):

- **Betas históricos de mercado.** Essa metodologia é geralmente aplicada para empresas de capital aberto na bolsa. Aqui, se realiza uma regressão dos retornos da ação da empresa e os retornos do mercado, usualmente um índice de bolsa. É importante se atentar ao horizonte do histórico escolhido, por segurança estatística, ao intervalo do cálculo de retornos e ao índice de mercado escolhido;
- **Betas da contabilidade.** Abordagem análogo à anterior, mas a regressão é realizada em relação aos lucros – tanto do ativo em questão quanto do mercado – em vez dos retornos;
- **Betas de fundamentos.** Nesse método, é realizada uma estimativa do beta através dos determinantes do beta, citados anteriormente.

Como neste trabalho será realizada a avaliação de uma empresa de capital fechado, a princípio a primeira metodologia não poderia ser aplicada. No entanto, Damodaran (2002) apresenta uma alternativa para o cálculo do beta muito utilizada, que é baseada na utilização de empresas comparáveis. Segundo o autor, podem ser seguidos os seguintes passos:

- Determinar um conjunto de empresas comparáveis, com base no setor de atuação;
- Calcular o beta de cada uma delas;
- Calcular a média ou mediana dos valores encontrados
- Desalavancar esse beta médio calculado, para que ele reflita apenas o risco do negócio, e não sua estrutura financeira e
- Alavancar o beta desalavancado encontrado, de forma a refletir a estrutura de capital da empresa em questão

A equação que relaciona beta alavancado e desalavancado é a seguinte:

Fórmula da Alavancagem do Beta

$$\beta_{alavancado} = \beta_{desalavancado} \times \left(1 + (1 - t) \times \left(\frac{D}{E} \right) \right)$$

Onde:

t = Taxa Efetiva de Imposto

D = Dívida Bruta da Empresa

E = Patrimônio Líquido

2.3.1.2.3 Prêmio de Risco de Mercado (PR)

O Prêmio de Risco consiste no prêmio exigido por investidores para investir em determinado ativo ou portfólio de mercado em vez de investir em um ativo livre de risco (Damodaran, 2002). Em outras palavras, trata-se da diferença de retornos de determinada classe de ativos em comparação ao retorno do ativo livre de risco no longo prazo.

As principais variáveis nesse cálculo são: período de análise dos retornos (5 anos, 10 anos, 20 anos etc.), taxa livre de risco e tipo de média (aritmética ou geométrica).

No entanto, o autor ainda destaca que esse cálculo é mais adequado para mercados maduros, como o acionário americano ou de países europeus, pois para países emergentes, faz sentido ainda adicionar um fator extra para contabilizar o risco adicional que se incorre ao investir em um ativo de uma economia mais frágil.

Fórmula do Prêmio de Risco

$$PR_{país} = PR_{desenvolvido} + R_{país}$$

Onde:

$PR_{desenvolvido}$ = Prêmio de Risco em um mercado desenvolvido

$R_{país}$ = Risco país

De acordo com o autor, uma forma eficiente de calcular o risco país é utilizando o spread entre os títulos de dívida de longo prazo desse país e o *Treasury Bond* de longo prazo dos EUA.

2.3.1.2.4 Retorno Esperado (Ri) e Custo de Capital Próprio (ke)

Com tudo isso, podemos calcular o Retorno Esperado para o ativo i.

Além disso, uma vez que o retorno esperado por um investidor corresponde ao seu custo de capital, temos também que:

Fórmula do Custo de Capital Próprio

$$k_e = E(R_i)$$

Onde:

k_e = Custo de Capital Próprio

$E(R_i)$ = Retorno Esperado do Investimento

2.3.2 Fluxo de Caixa Descontado

A avaliação por fluxo de caixa descontado (do inglês, *Discounted Cash Flow* - DCF) se baseia na premissa de que o valor de um ativo é uma função direta do valor presente da soma dos fluxos de caixa futuros, descontados a uma taxa de desconto que reflita a relação risco-retorno associada à capacidade daquele ativo de efetivamente gerar os fluxos esperados (Damodaran, 2002).

Ou seja, a avaliação por DCF exige que o investidor realize uma série de premissas, tanto para projetar da forma mais fidedigna possível os fluxos futuros, quanto para determinar uma taxa de desconto apropriada. Em geral, o desconto dos fluxos é realizado para um horizonte de um ano da data da avaliação, ou seja, a avaliação é usualmente realizada para determinar o valor intrínseco da companhia para daqui a um ano e, a partir daí, comparar com os valores negociados na bolsa de valores atualmente.

O DCF é calculado pela equação a seguir:

Fórmula do Fluxo de Caixa Descontado

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} (FC_t) \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

n = Tempo de vida do ativo

t = Período em questão

FC_t = Fluxo de caixa no período t

r = Taxa de desconto que reflita o risco dos fluxos de caixa estimados

As variáveis FC_t e r dependem do tipo de DCF a ser realizado para avaliar o ativo em questão. Segundo Damodaran (2002), existem dois principais métodos para se realizar um DCF, que são: (i) Fluxo de Caixa Descontado Para os Acionistas, em que se avalia apenas a parcela da empresa correspondente aos acionistas; e (ii) Fluxo de Caixa Descontado Para a Firma, em que se avalia tanto a parcela dos acionistas quanto dos credores, ou seja, a empresa em sua totalidade.

Em geral, se realiza um modelo em dois estágios, nos quais nos primeiros 5 a 10 anos se atualizam as projeções do modelo, e a partir desse ponto se utilizam premissas de crescimento na perpetuidade para calcular o valor da empresa na perpetuidade. Depois, esse valor é trazido a valor presente para determinar o valor atual de todos os fluxos futuros da companhia.

Fórmula do Valor da Perpetuidade

$$\text{Valor Perpetuidade}(n) = \frac{FC(t+1)}{(r-g)}$$

Onde:

t = Último período do primeiro estágio da projeção

FC_t = Fluxo de caixa no período t

r = Taxa de desconto que reflita o risco dos fluxos de caixa estimados

g = Crescimento estimado na perpetuidade

Através dessa fórmula, obtém-se o valor dos fluxos no primeiro período após a projeção do primeiro estágio. Portanto, para se obter o valor presente de tais fluxos, é preciso ainda descontá-los a valor presente pela taxa e número de períodos adequado.

2.3.2.1 Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista

No método de Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista, está sendo realizada a avaliação apenas da parte do ativo referente a seus acionistas. Portanto, devem ser considerados os fluxos de caixa residuais após todas as despesas, necessidades de reinvestimento, obrigações fiscais e pagamento líquido de dívidas (juros, pagamento de principal e emissão de novas dívidas) (Damodaran, 2002).

Assim sendo, a variável FC_t será o Fluxo de Caixa Livre Para os Acionistas (no inglês, *Free Cash Flow to Equity*, ou apenas FCFE). De acordo com a definição de Damodaran (2002), o FCFE é representado por:

$$FCFE = \text{Lucro Líquido} - \text{Capex} + D\&A + \Delta \text{Capital de Giro} + \Delta \text{Dívida}$$

Onde:

$Capex$ = Investimentos em ativos fixos

$D\&A$ = Depreciação e Amortização

$Capital de Giro$ = Ativo Circulante – Passivo Circulante

Aqui, como estamos tratando de valor ao acionista, a taxa de desconto utilizada é o custo de capital próprio (ke), que representa apenas o risco aos acionistas.

O k_e representa a taxa de retorno exigida pelos acionistas para realizar investimentos ativo em questão (Damodaran, 2002). A forma de cálculo do k_e de um ativo foi detalhada anteriormente no item 2.3.2.1.4.

Com isso, Damodaran (2002) apresenta o cálculo do Valor para o Acionista (no inglês, *Equity Value*), da seguinte forma:

Fórmula do Cálculo do Valor para o Acionista

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} (FC_t) \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t}$$

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002)

O Fluxo de Caixa Descontado para a Firma é mais utilizado em casos em que a companhia possui FCFE negativo (impossibilitando os cálculos) ou quando a estrutura de capital da companhia se altera significativamente ao longo do tempo, alterando a consideravelmente alavancagem da companhia e, portanto, seu custo de capital (Kaplan, 2005).

Quando a estrutura de capital da companhia é estável, Damodaran (2002) afirma que o Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista é o método mais adequado. Por se tratar do caso, como veremos mais adiante, o método do Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista é o que será utilizado.

2.3.3 Avaliação Relativa (Múltiplos)

Uma forma alternativa de avaliação à do método de fluxo de caixa descontado é a avaliação relativa. Ela consiste em uma metodologia que se baseia na premissa de que é possível realizar a avaliação de um ativo a partir da comparação de indicadores específicos de empresas similares (em setor e/ou geografia) ou transações precedentes. As métricas de avaliação relativa utilizam os chamados múltiplos para a comparação entre esses grupos, que são razões entre uma métrica de valor da companhia por outra métrica financeira. Damodaran (2002) destaca duas métricas de valor atribuídas a companhias no processo de avaliação de empresas, que são o Valor das Operações da empresa (do inglês, *Enterprise Value* – EV) e o Valor de Mercado do Patrimônio Líquido (do inglês, *Equity Value*). Ambas se relacionam através da equação apresentada a seguir:

Fórmula do *Enterprise Value* (EV)

$$\text{Valor da Empresa (EV)} = \text{Valor do Patrimônio Líquido (Equity)} + \text{Dívida Líquida}$$

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002)

O Valor das Operações da Empresa (*Enterprise Value* ou simplesmente EV) tem como objetivo aferir o valor total da companhia levando em consideração todas as suas fontes de financiamento. Portanto ele inclui, além do valor do patrimônio líquido, o saldo da dívida bruta subtraído da posição de caixa da empresa. Ele visa medir o montante a ser pago pela empresa como um todo, pois em uma compra da totalidade da companhia, o novo controlador também deverá assumir o saldo de dívida da empresa. Por sua vez o valor de mercado do patrimônio líquido (*equity value*) representa o valor da companhia que está disponível apenas para os acionistas. Em empresas de capital aberto negociadas em bolsa de valores, o *equity value* acaba correspondendo ao Valor de Capitalização de Mercado da companhia (do inglês, *Market Capitalization*), ou seja, o preço por ação multiplicado pelo número total de ações emitidas. A forma geral de cálculo de múltiplos para realização de análise relativa segue o seguinte padrão:

Fórmula de Múltiplos

$$\text{Múltiplo} = \frac{\text{Valor da Companhia (Enterprise ou Equity Value)}}{\text{Métrica Financeira}}$$

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002)

A partir disso, Rosenbaum et al (2013) apresenta o que considera as duas principais metodologias de avaliação relativa por múltiplos. A primeira se baseia na avaliação a partir de um grupo de companhias comparáveis, selecionadas a partir do critério que o investidor julgar mais relevante. A segunda, por sua vez, busca a comparação com múltiplos aferidos em transações de fusões e aquisições (do inglês, *mergers and acquisitions - M&A*) que ocorreram no passado, com base no pressuposto de que o preço pago historicamente em transações similares pode ser utilizado como referência para estimar o valor justo a ser pago no presente. Ambas serão descritas em maior detalhe a seguir.

2.3.3.1 Avaliação por Múltiplos de Empresas Comparáveis

A avaliação de empresas a partir de múltiplos de empresas comparáveis pode ser descrita em quatro passos, expressos a seguir (Rosenbaum et al, 2013):

1. Seleção do universo de ativos comparáveis: um conjunto de companhias comparáveis ao ativo a ser avaliado é definido com base em critérios específicos. Tal critério deve ser baseado em características similares, podendo dizer respeito ao modelo de negócio (setor de atuação, canais de distribuição, portfólio de produtos etc.) ou métricas financeiras (crescimento de receita, lucratividade etc.);

2. Seleção das métricas de valor e financeiras para cálculo do múltiplo: após a definição do conjunto de companhias comparáveis, é necessário definir qual será a métrica de valor a ser utilizada (*enterprise value* ou *equity value*) e a respectiva métrica financeira (receita, EBITDA, lucro, valor patrimonial etc.). Aqui é importante garantir que as métricas de valor e financeiras sejam consistentes entre si. Ou seja, não se deve utilizar, por exemplo, uma métrica que relaciona o valor disponível para os acionistas (*equity value*) com a receita, métrica disponível tanto para acionistas quanto credores;

3. Verificação da validade do grupo selecionado: com base nos valores obtidos, é recomendável utilizar medidas estatísticas para verificação da consistência dos valores dos múltiplos obtidos. Por exemplo, quando média e mediana dos múltiplos do conjunto são muito distintas, é provável que haja *outliers* na amostra, possivelmente distorcendo a análise;

4. Estimativa de avaliação: após a realização de todos os passos descritos anteriormente, é necessário determinar um valor para referência. É comum utilizar a média ou mediana dos valores obtidos no conjunto. Em seguida, esse valor pode ser utilizado para calcular o valor do ativo em questão, ao multiplicá-lo pela respectiva métrica financeira da empresa em questão.

Dessa maneira, mesmo que seja pautada em valores e condições externos à companhia avaliada, a metodologia de múltiplos por empresas comparáveis também captura, de alguma forma, os mesmos fatores que impulsionam o valor na metodologia da avaliação por fluxo de caixa descontado, como crescimento, rentabilidade, risco, dentre outros (Damodaran, 2002).

Ademais, tanto Damodaran (2002) como Rosenbaum et al (2013) afirmam que essa metodologia pode utilizar como base métricas de mercado já compiladas por diversas plataformas de mercado – Bloomberg, Capital IQ, PitchBook, entre outros – e de fácil acesso aos investidores, sendo, portanto, uma ferramenta prática e ágil para a avaliação de empresas.

No entanto, vale lembrar que tal método de avaliação depende da existência de um conjunto de companhias comparáveis, o que pode inviabilizar ou dificultar sua utilização para avaliação de companhias sem comparáveis claros.

Os principais múltiplos utilizados por investidores na avaliação de empresas estão expressos a seguir:

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

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002)

O primeiro múltiplo é conhecido como Preço sobre Lucro (do inglês, *Price to Earnings* – P/E). Ele é calculado pela divisão do valor de mercado do patrimônio líquido (*equity value*) pelo Lucro Líquido.

Vale ressaltar que é essencial que o Lucro Líquido esteja consistente em termos de período (o ano de 2020, por exemplo) tanto para a própria companhia em questão quanto para as comparáveis.

Em relação à companhia analisada, seu próprio múltiplo pode variar significativamente ao longo do tempo. Por exemplo, se o valor de mercado da mesma permanece constante, mas seu lucro dobra de um ano para o outro, o múltiplo Preço/Lucro cai pela metade. Isso evidencia que os múltiplos podem variar significativamente com o passar de tempo, e por isso a comparação de métricas financeiras em períodos distintos pode levar a conclusões precipitadas. Nesse sentido é preciso ter atenção e olhar séries históricas de evolução desses múltiplos pode ser interessante e trazer *insights*. Por exemplo, se historicamente nos últimos 10 anos as companhias de um setor negociaram a 15,0x Preço/Lucro e atualmente negociam a 10,0x, isso pode ser um indício de que seja um bom ponto de entrada.

Em relação à consistência entre a métrica de valor da companhia e a métrica financeira, aqui observamos a utilização de uma métrica de valor para o acionista (preço por ação) e uma métrica financeira consistente que diz respeito apenas ao acionista (lucro por ação).

Outro múltiplo que vem ganhando cada vez mais interesse dos investidores nos últimos anos é o múltiplo de Enterprise Value sobre o EBITDA (ou LAJIDA) (Damodaran, 2002), calculado conforme a equação abaixo.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Valor das Operações (Enterprise Value)}}{EBITDA}$$

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002)

O autor afirma que esse múltiplo apresenta a vantagem de poder ser utilizado para comparação de empresas com diferentes níveis de alavancagem, já que o EBITDA, ao contrário do Lucro Líquido, não considera despesas relacionadas à estrutura de capital da companhia. Ademais, por também não considerar despesas com juros e impostos, essa métrica também pode ser considerada mais apropriada para comparar empresas de geografias e mercados distintos.

Além disso, Damodaran destaca também que, em comparação ao P/E, o múltiplo de EV/EBITDA utiliza o EBITDA, cujo valor dificilmente é negativo por se tratar do Lucro Operacional acrescido das despesas de Depreciação e Amortização, em vez de Lucro Líquido. Já o Lucro Líquido, última linha da DRE, já é deduzido de juros e impostos, além de não retornar as despesas de Depreciação e Amortização, possuindo, portanto, maior probabilidade de ser um valor negativo. Isso ocorre principalmente em empresas que estão passando por dificuldades operacionais (compressão de resultados) ou que ainda estão em estágios mais iniciais de maturação. Quando a métrica financeira é negativa, não é possível realizar a análise de múltiplos para a comparação nesse múltiplo específico, pois a razão retorna um número também negativo e sem significado analítico, portanto.

Por fim, o terceiro múltiplo também muito utilizado é o múltiplo de P/BV (do inglês, *Price to Book Value*), que relaciona o valor de mercado do patrimônio líquido (*equity value*) e o Valor Contábil do Patrimônio Líquido (*Book Value*) de acordo com a equação abaixo:

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Valor de Mercado do Patrimônio Líquido (Equity Value)}}{\text{Patrimônio Líquido Contábil}}$$

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002)

É usual causar estranhamento, em um primeiro momento, o fato da relação nem sempre ser igual a 1, dado que tanto o denominador quanto o numerador se referem ao valor atribuível aos acionistas da companhia (patrimônio líquido). No entanto, é apontado uma diferença fundamental: o *equity value* de uma empresa reflete a expectativa do mercado em relação aos potenciais fluxos de futuros da companhia, ao passo que o *book value* é obtido pela diferença

entre o valor contábil do ativo e o valor contábil do passivo, valor esse definido estritamente por normas contábeis. Dessa forma, empresas cuja expectativa de geração de lucro no futuro esteja em processo de expansão tendem a negociar com o múltiplo de P/BV acima de 1. De forma inversa, companhias com expectativa futura de geração de lucro abaixo do que o que já foi realizado no passado, tendem a negociar com uma relação abaixo de 1 vez, ou seja, com “desconto” em relação ao valor contábil (Damodaran, 2002).

2.3.3.2 Avaliação por Múltiplos de Transações Precedentes

Alternativamente à avaliação por múltiplos de empresas comparáveis, temos a avaliação por múltiplos de transações precedentes. Aqui o valor do ativo em questão é estimado com base nos valores pagos por ativos similares em transações realizadas. Essa relação está expressa de forma geral na equação a seguir:

$$\text{Múltiplo} = \frac{\text{Valor pago pela empresa adquirida (EV ou Equity)}}{\text{Métrica financeira da empresa adquirida}}$$

Fonte: Adaptado de Rosenbaum et al (2013)

Aqui o múltiplo calculado pode ser entendido como o múltiplo de preço pago na aquisição e se refere às métricas de valor e financeira da companhia-alvo adquirida.

Como podemos notar, esse múltiplo é análogo à avaliação por múltiplos de empresas comparáveis, mas em vez do valor das empresas negociadas em bolsa diariamente, utiliza-se os valores em que algumas grandes transações foram concretizadas.

Na avaliação por múltiplos de transações comparáveis, a metodologia a ser seguida é semelhante à utilizada na avaliação por empresas comparáveis (Rosenbaum et al, 2013). Primeiramente, seleciona-se o universo de transações comparáveis com base em critérios de semelhança já definidos entre a companhia a ser avaliada e as companhias adquiridas nas transações. Na sequência, levantam-se as informações necessárias para o cálculo dos múltiplos. Em seguida, são analisados os resultados obtidos a partir de métricas estatísticas com o objetivo de eliminar potenciais *outliers*. Por fim, a partir da métrica selecionada, seja ela a média ou mediana dos múltiplos de transações, calcula-se o valor da companhia avaliada ao multiplicar sua métrica financeira pelo valor do múltiplo base escolhido.

Para exemplificar, suponhamos que um investidor está realizando a análise de uma empresa do setor de saúde. Em 2021, ocorreu uma transação de uma companhia desse mesmo

setor com EBITDA de R\$50 milhões por R\$ 1 bilhão de *Enterprise Value* (incluindo dívida líquida) e havia expectativa de crescimento do EBITDA para R\$60 milhões em 2022. O múltiplo à época da transação era de EV/EBITDA 2021 de 20,0x e EV/EBITDA esperado para 2022 de 16,7x. Com base nesses valores, ele pode balizar o valor da empresa em análise, multiplicando a métrica financeira realizada e esperada pelos múltiplos observados na transação precedente. Vale lembrar que não é recomendável utilizar apenas uma transação para realizar tal avaliação, devido a especificidades da companhia em questão que podem distorcer o múltiplo para cima ou para baixo. Para reduzir a probabilidade de erro, é recomendável utilizar a média ou mediana de diversas transações recentes, quando possível.

Em comparação à metodologia de empresas comparáveis, um dos principais benefícios na utilização da avaliação por transações precedentes é a possibilidade de incluir no conjunto de transações empresas com capital fechado, isso é, que não possuem ações listadas e negociadas em bolsa de valores (Rosenbaum et al, 2013). Isso é de suma importância para analistas de investimento de *Private Equity*, que recorrentemente avaliam potenciais transações em companhias de capital fechado (privadas).

Além disso, outra vantagem significativa da análise por transações precedentes é a possibilidade de se trabalhar com dados de períodos maiores, pois a avaliação por múltiplos de empresas comparáveis é muito dependente da precificação atual do mercado sobre as companhias do setor, enquanto os múltiplos de transações se baseiam em dados históricos que podem ser selecionados a partir da preferência do investidor.

Por outro lado, a avaliação por transações precedentes também tem suas desvantagens. A mais clara delas é a dependência da disponibilidade de dados sobre o valor preciso nas operações de fusões e aquisições realizadas, que nem sempre podem ser aferidos com precisão, muitas transações ocorrem sem divulgação dos valores oficiais envolvidos, por questões de confidencialidade.

Além disso, transações precedentes podem ter seus valores majorados por “prêmio de controle”, que é um prêmio pago aos acionistas de uma companhia quando da aquisição de seu controle acionário, o que não ocorre nas negociações diárias de empresas de capital aberto. Isso pode ser bom ou ruim, dependendo do ângulo em que se está analisando a companhia em questão.

Com base no arcabouço teórico construído nessas primeiras seções, podemos agora avançar para a análise do setor em questão, da companhia específica e das expectativas projetadas para ela.

3 O SETOR (VAREJO PET BRASILEIRO)

3.1 Características Gerais

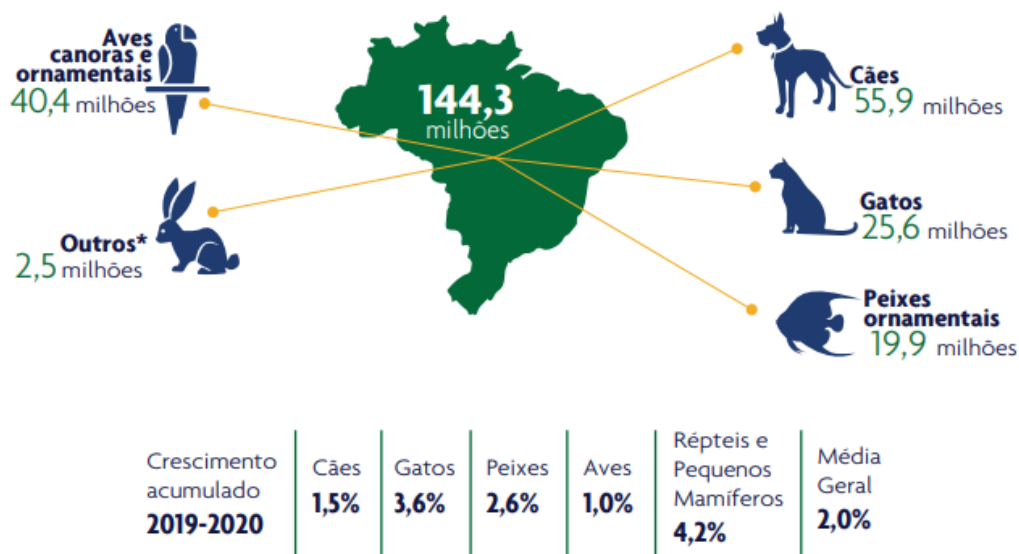
O setor pet é, segundo a ABINPET (Associação Brasileira da Indústria de Produtos para Animais de Estimação), o “segmento do agronegócio relacionado com a desenvolvimento das atividades de criação, produção e comercialização de animais de estimação”. São considerados animais de estimação cães, gatos, pequenos mamíferos e répteis, aves canoras e ornamentais e peixes ornamentais.

Já o varejo pet é um segmento desse setor, responsável pela comercialização de produtos e serviços pet ao consumidor final, os donos de animais de estimação, conhecido no setor como tutores.

Globalmente, a indústria vem se expandindo em um ritmo consistente, com CAGR de 2016 a 2021E de 6,2%, enquanto a expectativa para 2021 a 2026 é de 7,2% a.a segundo dados da Euromonitor. No total, movimentou US\$141,1 bilhões em 2020, sendo que 72% são referentes a alimentos. Os EUA são o maior mercado e representam 41% do total, enquanto o Brasil, na quarta colocação, representa 4% do mercado global.

Segundo dados da Euromonitor, a população de animais de estimação no Brasil em 2019 era composta por 144,3 milhões de animais, conforme Figura:

Figura 3 – Esquema da população brasileira de animais de estimação

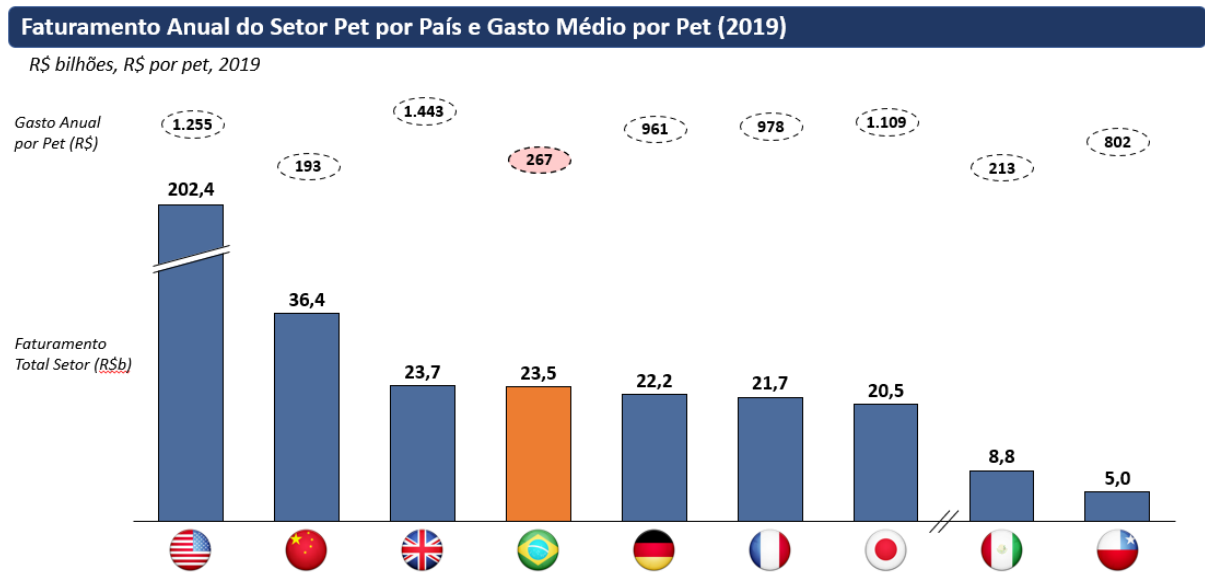


Fonte: Dados da Euromonitor, elaboração da Abinpet

De acordo com a ABINPET, o segmento movimentou R\$27 bilhões em 2020, sendo 75% em alimentos, 17% em veterinária e 8% em *pet care*.

Ao final de 2019, o mercado pet brasileiro era o quarto maior globalmente, atrás apenas de EUA, China e Reino Unido, conforme a Figura abaixo:

Figura 4 – Faturamento Anual do Setor Pet por País e Gasto Médio por Pet



Fonte: Dados da Euromonitor (pesquisa de *pet care* 2020), elaboração própria

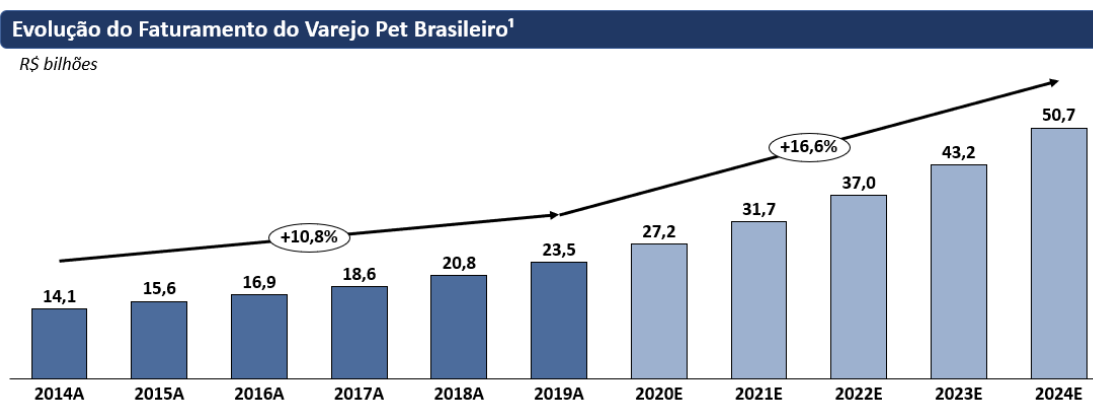
Como podemos notar, apesar de ser um dos maiores mercados do mundo, o setor pet brasileiro ainda é marcado por baixo gasto anual por pet, sendo um dos mais baixos dentre os países apresentados e bastante inferior a outros países emergentes, como o Chile, por exemplo. A tendência para os próximos anos é que essa diferença se reduza, na medida em que o brasileiro vem aumentando cada vez mais seus investimentos em cuidados com os seus animais de estimação.

O mercado pet brasileiro é caracterizado principalmente por alto crescimento e resiliência, além da altíssima fragmentação e pela baixa profissionalização / integração entre os canais físico e digital. Ademais, a demanda é recorrente e possui baixa sazonalidade, com demanda equilibrada ao longo do ano, diferentemente de outros segmentos do varejo, como de vestuário por exemplo, que possui um quarto trimestre muito mais forte que os demais, por datas comemorativas como Natal, Ano Novo e Black Friday.

3.1.1 Alto Crescimento

O mercado pet brasileiro vem crescendo de forma acelerada, tendo apresentado um CAGR entre 2014 e 2019 de 10,8% (em termos nominais) e com expectativa de crescimento ainda mais acelerado para os próximos anos, de 16,6% a.a., entre 2019 e 2024, conforme a Figura abaixo:

Figura 5 – Evolução do faturamento do setor de varejo pet brasileiro



Fonte: Dados da Euromonitor (pesquisa de pet care 2020), elaboração própria

Nota: (1) Apenas varejo, não inclui faturamento em serviços

3.1.2 Resiliência

Como ressaltado anteriormente, uma característica marcante do setor é sua resiliência. Ela se deve à natureza do negócio, com alta recorrência mesmo em condições financeiras adversas. Isso porque os animais de estimação precisam ser alimentados e cuidados constantemente e, por serem vistos muitas vezes como membros da família, dificilmente os tutores vão abrir mão dos investimentos que realizam na qualidade de vida dos seus animais.

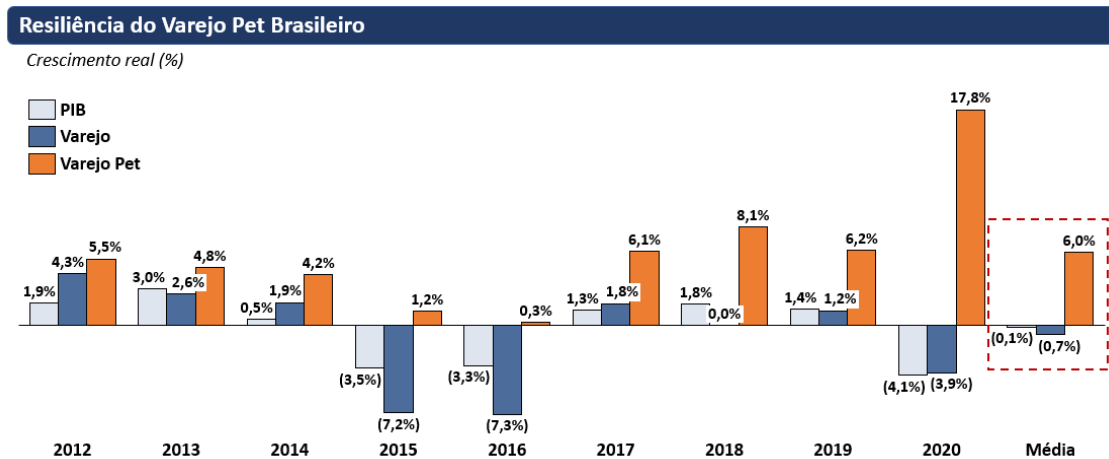
Essa resiliência ficou muito clara na penúltima crise econômica brasileira nos anos de 2015 e 2016, nos quais o PIB brasileiro recuou quase 7% e o varejo consolidado recuou quase 15%, enquanto o setor pet foi capaz de entregar crescimento acima da inflação nos dois anos. Analogamente, nos anos economicamente mais estáveis, como 2017 em diante, o Brasil apresentou crescimento real positivo, mas tímido - inferior a 2%, enquanto o setor pet cresceu vigorosamente, acima de 6%. Mais recentemente, com a crise do Covid, mais uma vez essa resiliência se confirmou, de forma ainda mais chamativa. Enquanto o PIB recuou 4,1% e o varejo como um todo recuou 3,9%, o setor pet cresceu 17,8%, impulsionado pelas grandes redes e pelo canal digital.

Isso vem se comprovando também nos últimos meses, em que se tem observado uma forte pressão inflacionária. O CEO da Petz, Sergio Zimerman, afirmou na última

teleconferência de resultados (3T21) que, por possuir uma demanda inelástica, a Petz tem conseguido repassar com sucesso os aumentos de preço de toda a cadeia para a ponta final, não sofrendo compressão de margem, portanto.

Essa tendência está evidenciada na Figura abaixo:

Figura 6 – Crescimento real anual do PIB, varejo e varejo pet brasileiro

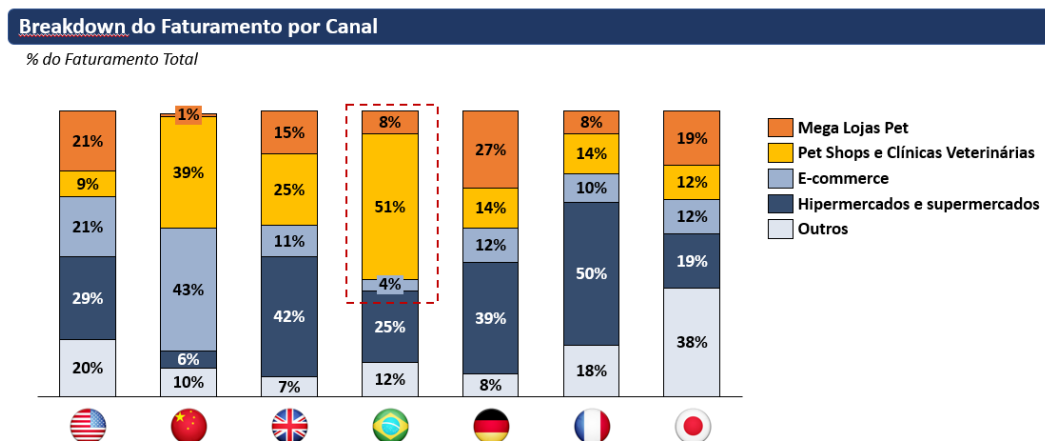


Fonte: Dados da Euromonitor (pesquisa de pet care 2020) e IBGE, elaboração própria

3.1.3 Fragmentação/Baixa profissionalização

O mercado pet brasileiro também é caracterizado pela predominância de varejistas especializados em relação aos canais generalistas, como mercados e supermercados, pois oferecem rações *super premium* e produtos exclusivos. No entanto, grande parte do mercado está nas especializadas de pequeno porte, como pet shops de bairro e pequenas clínicas veterinárias, em proporção muito superior ao observado em outros países, conforme a Figura abaixo:

Figura 7 – Breakdown do faturamento por canal por país



Fonte: Dados da Euromonitor (pesquisa de pet care 2020), elaboração própria

Essa divisão mostra que o brasileiro possui preferência pelo atendimento e mix mais amplo proporcionado pelos varejistas especializados. Além disso, a alta fragmentação representa uma enorme oportunidade de consolidação pelas grandes redes, que através de escala, oferta de mix mais completo possível, operação online e *omnichannel* (integração entre os canais físicos e digitais) conseguem oferecer preços mais competitivos e melhor atender os clientes.

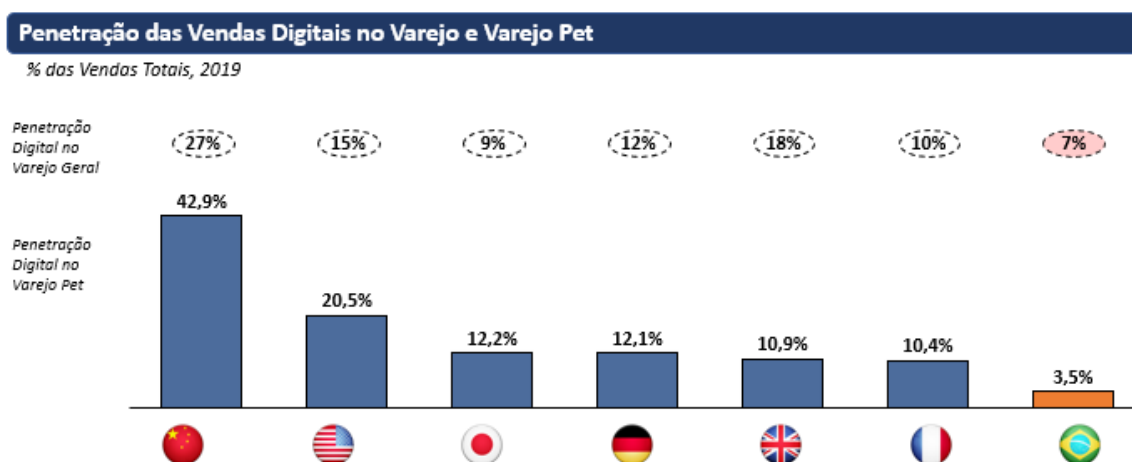
Como referência, ao final de 2019, as três maiores empresas do setor – Petz, Cobasi e Petlove – somadas possuíam menos de 12% do *marketshare*.

3.1.4 Baixa integração entre os canais físicos e digital

A aceleração no crescimento se deve principalmente ao aumento da penetração dos canais digitais, que ainda são bastante baixos no Brasil na categoria pet, a despeito da aceleração devido ao Covid-19. A aceleração do crescimento das grandes redes pet, como Petz, Cobasi e Petlove, que vêm recebendo investimentos milionários de fundos de investimentos que acreditam no potencial do setor (mais detalhes na seção específica de cada um deles) e são os únicos *players* que operam os canais digitais de maneira eficiente, com escala.

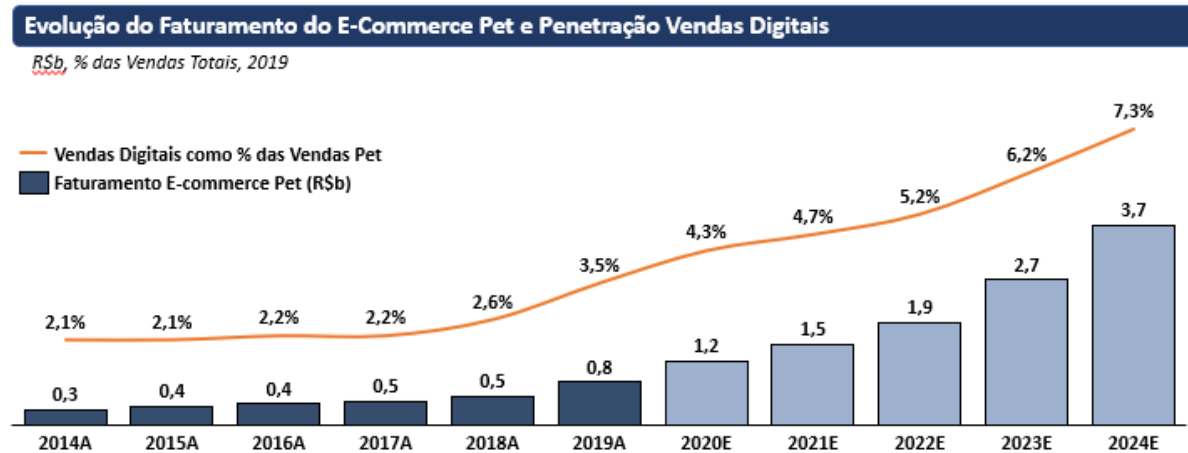
A baixa penetração aliada ao rápido crescimento nos últimos anos e esperado para os próximos está apresentado na Figura a seguir:

Figura 8 – Penetração das vendas digitais



Fonte: Dados da Euromonitor, elaboração própria

Figura 9 – Evolução do e-commerce pet



Fonte: Dados da Euromonitor, elaboração própria

Como podemos notar, a penetração dos canais digitais no setor pet no Brasil ainda é desproporcionalmente baixa, considerando a penetração no varejo geral já próxima à de alguns outros países desenvolvidos. Em 2019, observou-se um incremento mais relevante na participação digital, tendência que foi acelerada em 2020 com a pandemia e movimento deve persistir.

3.2 Drivers do Setor

O setor pet brasileiro possui alguns *drivers* muito relevantes que indicam um forte potencial de crescimento para os próximos anos. Alguns deles estão relacionados entre si, mas de forma a garantir o destaque devido a cada um deles, serão apresentados separadamente.

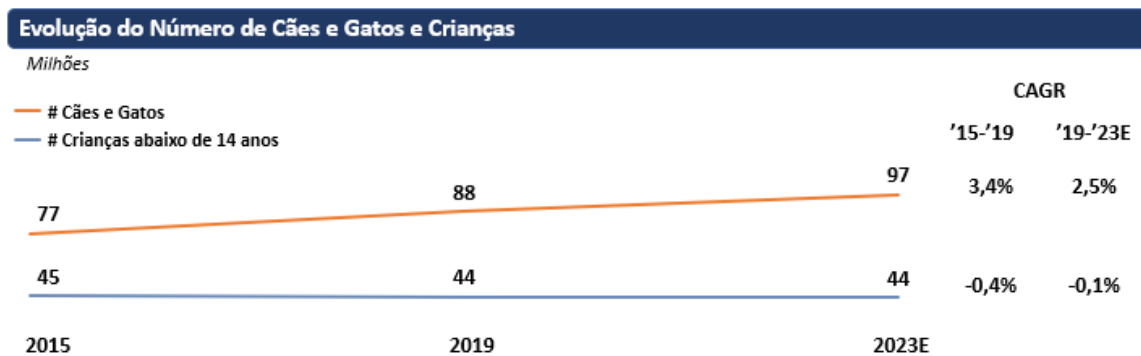
- **Aumento na população pet.** A população pet brasileira está entre as maiores do mundo. Em uma visão PxQ, podemos estimar os gastos totais no setor como População Pet x Gasto por pet, então naturalmente, para um mesmo Gasto por pet, uma população maior de pets representaria um gasto total no setor. Cães são os principais impulsionadores, devido à sua elevada população e porte elevado para animais de estimação, levando-os a consumir muito alimento para suprir suas necessidades energéticas. Segundo um estudo proprietário da consultoria estratégica Bain & Co, a população pet cresceu a uma taxa média composta de 2,6% a.a. entre 2015 e 2019, e a expectativa era que esse crescimento fosse de 2,3% entre 2020 e 2025.

- **Aumento da penetração de rações industrializadas na alimentação dos animais.** Alimentos compõem a maior parte dos gastos com os animais (75% em 2020 no Brasil), historicamente, a penetração de rações industrializadas no Brasil é baixa. Nos últimos anos, essa penetração vem aumentando de forma gradual. Como isso ocorre de forma lenta, não é uma alavanca extremamente relevante no curto prazo, mas sem dúvida é muito importante para aumentar o tamanho total do mercado no longo prazo. Essa tendência de aumento da penetração de rações industrializadas está relacionada à mudança no relacionamento entre tutores e pets. Antigamente, os pets eram vistos apenas como animais de quintal, às vezes até de utilidade (como cães de guarda ou de pastoreio), mas gradualmente cada vez mais foram “entrando” na casa do brasileiro e hoje em dia muitas vezes são vistos como membros da família. Isso está relacionado ao próximo item.
 - Segundo um estudo da Bain & Co, com base em dados da Euromonitor, a penetração de rações industrializadas aumentou de 38,7%, em 2015, para 39,9%, em 2020. A expectativa é que esse número atinja 41,9%, em 2025.
- **Humanização dos pets.** Uma forte alavanca de crescimento do setor pet, globalmente e no Brasil, é a tendência de humanização dos pets que influencia nas decisões de compra e impulsiona um aumento dos gastos dos tutores com seus pets. A pesquisa Radar Pet de 2021 da Comac (Comissão de Animais de Companhia) apontou que 57% dos brasileiros consideravam seus animais de estimação membros da família. Esse número é um rápido crescimento vs. os 49% que tinham opinião similar em 2019. Essas pessoas estão dispostas a investir grandes montantes para garantir o bem-estar e felicidade de seus companheiros animais. O pet é hoje, sem dúvida, visto de forma muito mais íntima e amorosa do que era algumas décadas atrás. Ele muitas vezes é parte da família, transita livremente pela casa e frequentemente até dorme na cama do dono.
- **Premiumização / Aumento do consumo de produtos pet através do acesso à informação.** O aumento da informação disponível sobre saúde e comportamento dos animais de estimação contribui para uma maior percepção das necessidades específicas dos animais e aumento de demanda por produtos e cuidados cada vez mais complexos e sofisticados para os animais. Muitas vezes, são priorizadas rações com ingredientes naturais, de categoria *super premium*. Isso ajuda a aumentar os gastos médios dos tutores.

- **Tendências demográficas: mudanças na estrutura das famílias brasileiras.** Cada vez mais, os pets se apresentam como substitutos às crianças nas famílias. Alguns fatores são muito relevantes nesse sentido, dentre eles: taxas decrescentes de casamentos (e mais tardios), maternidades mais tardias, redução na taxa de natalidade e idosos procurando a companhia de pets quando os filhos se mudam para fora de casa. Todos esses fenômenos estão em curso e possuem tendência de continuidade para os próximos anos, o que deve impulsionar consideravelmente o setor. Eles não só aumentam o interesse das famílias em possuir pets, mas também aumentam a renda disponível para seus cuidados.

De acordo com a Euromonitor International, em 2020, a população pet brasileira era composta por aproximadamente 93 milhões de cães e gatos, mais que o dobro do número de crianças de até 14 anos no país. Segundo o IBGE, a taxa de fecundidade no Brasil, em 2020, foi de 1,76 crianças por mulher e a estimativa é que caia para 1,66 crianças por mulher, até 2060. Como referência, em 1996, esse número era 2,54. A Figura a seguir apresenta a perspectiva de crescimento no número de pets em relação número de crianças abaixo de 14 anos, evidenciando a elevação da população pet e o decréscimo do número de crianças histórico e projetado.

Figura 10 – Evolução da população brasileira de cães, gatos e crianças



Fonte: Euromonitor e Pesquisa Pet Care 2020

- **Aumento da renda disponível / emprego**
 - O setor de varejo como um todo está fortemente correlacionado com a renda disponível, que por sua vez está ligada também à taxa de empregabilidade da população. No segmento pet não é diferente. Apesar da resiliência do setor, ele performa consideravelmente melhor em momentos de pujança econômica. Isso porque com maior renda disponível, naturalmente as famílias têm maior capacidade

e disposição para investir nos cuidados de seus companheiros animais, seja com rações melhores, acessórios ou outros serviços.

- Após atingir uma máxima de 14,3%, ao final de 2020, a taxa de desemprego deveria convergir para valores mais próximos do histórico com a reabertura da economia e normalização pós-pandemia. Em setembro de 2021, o Itaú Unibanco estimava que, em 2023, esse valor já deveria estar em 11,5% e em 10% a partir de 2025.
- Além disso, um estudo da Bain & Co de 2021 apontou que aproximadamente 70% do consumo nas megalojas (Petz e Cobasi), advinha das classes A e B. Dessa maneira, além de ser um driver para o setor como um todo, o aumento da renda disponível impulsiona ainda mais as megalojas, por elevar a parcela da população nas classes A e B que são as que realizam os maiores gastos nesse tipo de loja.

- **Aumento da urbanização**

- Outro *driver* é o aumento da urbanização. Além de estar relacionado com o aumento da renda disponível, ele também está relacionado à humanização dos pets. Isso porque no campo os animais domésticos são mais comumente vistos como animais de trabalho (cães de guarda, pastoreio etc), enquanto na cidade são mais vistos como membros da família. Naturalmente, no segundo caso os gastos com os animais são mais elevados, por diversos motivos, como alimentação com rações *premium* e serviços veterinários e banho e tosa, por exemplo.
- Em 1940, apenas 30% da população brasileira estava nas cidades. De acordo com o Censo de 2000, 81% da população brasileira já era urbana. Segundo projeções da ONU, até 2050 esse valor deveria se aproximar de 93%, o que implicaria em maiores gastos médios com animais de estimação

3.3 Inovações e outras tendências do mercado pet / impacto do Covid-19 no setor

A pandemia do Covid-19 trouxe para o setor pet, como para muitos outros, fortes impactos. No entanto, além dos impactos negativos, como o fechamento de algumas lojas, em geral as menos profissionalizadas, e redução do fluxo de pessoas por conta do medo da doença, houve também *drivers* positivos.

Um deles foi no perfil de comportamento das famílias, com uma valorização da vida doméstica e, conseqüentemente, maior tempo de interação e atenção dedicada aos animais de estimação pelas famílias, reforçando a tendência secular de “humanização”.

Um estudo realizado em junho de 2021 pela empresa DogHero (*marketplace* de serviços animais, adquirida pela Petlove em 2020, detalhes mais adiante) entrevistou 2.665 pessoas. Destas, 54% das famílias haviam adotado pelo menos um animal ao longo da pandemia. Além disso, das que não haviam adotado, 63% afirmavam ter intenção de adotar um animal nos próximos meses. Ou seja, em torno de 83% das pessoas entrevistadas adotaram ou possuíam intenção de adotar um animal num futuro próximo, em um reflexo claro da tendência macro positiva no setor, por ser uma forma de alento às famílias em um momento único e complicado como o que foi a pandemia do Covid-19.

Além disso, o setor vem se desenvolvendo e tornando-se mais complexo. As necessidades do consumidor brasileiro são cada vez maiores e as empresas se organizam de forma a suprir tal demanda e beneficiar-se. Existem subsegmentos do setor pet que vêm crescendo nos últimos anos e podem vir a se tornar mais relevantes ainda nos próximos anos. Por exemplo, é cada vez mais comum ver planos de saúde pet (empresas como No Faro, Plamev, Porto Pet, entre outras) ou de transporte de animais (como a Pet Driver).

3.4 Cenário Competitivo Brasileiro / Canais de Distribuição

O mercado de produtos e serviços para pets no Brasil é altamente pulverizado. Tomando como referência mercados mais desenvolvidos, ainda há um enorme potencial de consolidação. A competição se dá em diversos canais e modelos de negócio.

- **Megalojas.** Modelo de Petz e Cobasi, que atuam fortemente no meio físico através de lojas enormes (na média, em torno de 1000m²), oferecendo uma experiência diferenciada de compra num modelo de *one-stop-shop*, além da enorme variedade de produtos ofertados, também realizam serviços como banho, tosa e veterinária. Por sua escala e presença física nacional, consegue operar um modelo *omnichannel* eficiente, integrando a operação online e física de forma a reduzir custos de frete e ao mesmo tempo, melhorar o nível de serviço e experiência do consumidor
- **Redes regionais.** Redes de médio porte, que possuem entre cinco e algumas dezenas de loja. Operam em formatos menores que as megalojas, mas ainda possuem um mix de produtos relativamente completo e escala bem superior aos pequenos pet shops.

- **Pet shops de bairro / clínicas veterinárias de pequeno porte.** São a maior parte do mercado atualmente. Têm a seu favor a proximidade com as casas dos tutores e o contato mais pessoal entre os prestadores de serviços e tutores. Além dos serviços, em geral também oferecem produtos, mas com um mix muito mais limitado e também operam com escalas substancialmente menores. Devido à escala, não possuem a capacidade de operar um *e-commerce* eficiente, tanto em termos de sistemas quanto em logística.
- **Hipermercados e Supermercados.** Varejistas generalistas, comercializam uma gama grande de produtos e dentre eles, produtos pet. Por se tratar de generalistas, a parte pet é apenas um dos segmentos do negócio, então não é o foco e por conta disso possui um mix muito mais limitado, com produtos mais básicos e rações *standard*. Além disso, devido à dinâmica do mercado, não possuem acesso aos fornecedores mais *premium*, que possuem exclusividade com os *players* especializados. Por conta disso, apesar de representarem uma parcela relevante do mercado, operam com uma desvantagem competitiva inerente à indústria
- **Canal Online.** Aqui se destaca a Petlove, que é disparada a maior *pure player digital* no setor pet brasileiro. Esse canal vem crescendo rapidamente, como apresentado anteriormente. Mas vale destacar que apesar de serem focados no meio físico, Petz e Cobasi vêm se adaptando nos últimos anos e já possuem receita relevante vindo dos canais digitais.

3.5 Principais Players Brasileiros do Setor

3.5.1 Petz

A Petz, anteriormente conhecida como Pet Center Marginal, foi fundada em 2002 por Sergio Zimmerman, controlador e CEO da companhia. A Petz é, atualmente, a maior rede pet do Brasil. Ao final de 2020, possuía 123 lojas em 16 estados brasileiros, além de 121 clínicas veterinárias e 10 hospitais veterinários.

Em 2013, o fundo estrangeiro de *Private Equity* Warburg Pincus comprou o controle de operação por um valor não divulgado. Nos anos seguintes, o fundo foi responsável por realizar melhorias operacionais na companhia, além de uma profissionalização da gestão, de forma a

prepará-la para o crescimento mais acelerado que a empresa de fato presenciou nos anos seguintes.

Nos últimos anos, apresentou um crescimento relevante, saindo de uma receita líquida de R\$ 597 milhões, em 2017, para R\$ 1.437 milhões, em 2020 (CAGR de 34,0%).

É a única companhia do setor de capital aberto no Brasil. Seu IPO foi realizado em setembro de 2020 e movimentou R\$3bi – dando saída quase que total para o Warburg Pincus – e avaliou a companhia em torno de R\$6bi. Atualmente, a companhia possui capitalização de mercado de R\$ 10,2 bilhões, o que representa 5,5x Receita Líquida esperada para 2021, ou 43,4x EBITDA e 104,1x Lucro Líquido esperados para o mesmo período.

Como dito anteriormente, a rede opera no modelo de megalojas, com grande metragem quadrada e uma experiência do consumidor diferenciada, através de um mix completo de produtos. Além disso, a Petz oferece serviços veterinários e de banho e tosa em praticamente 100% de suas lojas através da marca Seres (própria) e já possui 12 hospitais veterinários nas principais capitais.

A Petz opera o canal online de forma extremamente eficiente por possuir uma rede logística muito bem desenvolvida, que, aliada à presença física das lojas, permite uma forte omnicanalidade.

Em 2020, as vendas digitais da Petz já representaram 24,3% das vendas totais, em comparação com apenas 8,3%, em 2019, evidenciando o acelerado crescimento dessa frente. Além disso, em 2020, o índice omnichannel (percentual das vendas digitais que são entregues direto das lojas ou retiradas nas lojas pelos clientes) superou 80%, com nível de serviço altíssimo – no 2T21, 86% das vendas digitais foram entregues em até um dia útil, e das vendas no modo “Express”, mais da metade foram entregues em até 2 horas.

No momento da última divulgação de resultados da Petz (3T21), a distribuição de suas lojas se encontrava de acordo com a Figura abaixo:

Figura 11 – Distribuição geográfica das lojas da Petz



Fonte: Dados da companhia, elaboração própria

Portanto, a companhia possui um total de 153 lojas, em 77 cidades e 18 UFs, estando presente em todas as regiões do país.

A Companhia afirma recorrentemente em suas conferências de resultados que sua visão estratégica é “Ser mundialmente reconhecido como o melhor ecossistema pet até 2025” (Portal de Relação com Investidores Petz). Para tanto, além de uma expansão forte da rede física e alavancagem das vendas digitais, tem investido bastante forte em serviços e aquisição de empresas com ofertas complementares que possam fortalecer seu ecossistema, como foi o caso da ZeeDog (adquirida em agosto de 2021, detalhamento abaixo) e da Cansei de Ser Gato (plataforma de conteúdo), com o intuito de fidelizar e de gerar valor para seu consumidor.

Tabela 9 – *Resumo Financeiro da Petz*

Petz

Market Cap (USDm) **1.902**

R\$m	2017	2018	2019	2020	2021E	CAGR '17-'20	CAGR '17-'21
ROL	597	768	986	1.437	1.853	34,0%	32,7%
<i>Crescimento</i>	<i>n.a.</i>	<i>28,5%</i>	<i>28,4%</i>	<i>45,7%</i>	<i>28,9%</i>		
Lucro Bruto	265	352	477	694	923	37,8%	36,6%
<i>Mg. Bruta</i>	<i>44,4%</i>	<i>45,8%</i>	<i>48,4%</i>	<i>48,3%</i>	<i>49,8%</i>		
EBITDA	47,8	76,3	115,0	160,7	236,3	49,8%	49,1%
<i>Mg. EBITDA</i>	<i>8,0%</i>	<i>9,9%</i>	<i>11,7%</i>	<i>11,2%</i>	<i>12,8%</i>		
EBIT	26,4	53,8	86,9	125,9	158,9	68,4%	56,6%
<i>Mg. EBIT</i>	<i>4,4%</i>	<i>7,0%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,6%</i>		
Lucro Líquido	11,4	30,9	23,6	74,2	97,7	86,7%	71,1%
<i>Mg. Líquida</i>	<i>1,9%</i>	<i>4,0%</i>	<i>2,4%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,3%</i>		
Dívida Líquida	53	96	198	9	102		
<i>DL/EBITDA</i>	<i>1,1x</i>	<i>1,3x</i>	<i>1,7x</i>	<i>0,1x</i>	<i>0,4x</i>		

Fonte: Capital IQ, elaboração própria

3.5.2 Cobasi

Principal concorrente da Petz, a Cobasi foi fundada em 1985 por Rames Nassar e comercializava inicialmente produtos de agronegócio. Ao longo dos anos 90, passou a focar em produtos pet. Nessa época, após uma viagem de seu filho Paulo – que atualmente toca a operação, junto com os irmãos João e Ricardo – aos EUA, iniciou uma expansão mais acelerada com o modelo de megalojas, com abertura de dezenas de lojas. No ano de 2010, atingiu a marca de 100 lojas e terminou o ano com 110 lojas, em 11 estados brasileiros.

A Cobasi faturou em torno de R\$1,3bi no ano de 2019. Além dos produtos pet, ela oferta também um mix de itens de jardinagem, se apresentando como um *one-stop-shop* completo não apenas para os tutores, mas também para aqueles que possuem plantas em casa. São mais de 20 mil SKUs ofertados e a companhia pretende aumentar esse número com a implementação de um *marketplace*.

A partir do ano de 2017, iniciou um processo intenso e acelerado de transformação digital. Ela fez isso através de uma parceria com a Omni55, consultoria especializada em digitalização formada por executivos que lideraram esse processo nas Lojas Americanas e Via Varejo, para alavancar essa frente. Em 2018, reformulou o site e habilitou a funcionalidade “Retira em Loja”, na qual o cliente tem a opção de comprar online e retirar na loja, reduzindo o tempo de espera e poupando o custo de frete.

Em 2019, iniciaram o *marketplace*, com potencial de adicionar até 50 mil SKUs ao mix em um ou dois anos. Além disso, criaram o Cobasi Labs, uma célula de inovação digital com

mais de 70 desenvolvedores, focados em desenvolver soluções para melhorar o site, app, logística etc. da marca.

Como referência, as vendas digitais da Cobasi representavam apenas 5% das vendas em 2017, 8% em 2018, mais de 10% ao final de 2019 e em torno de 15% em 2020, demonstrando a rápida aceleração nessa frente.

Por não ser uma companhia listada, a Cobasi não divulga a localização de todas as suas lojas. No entanto, sabe-se que, a exemplo da Petz, há uma grande concentração no estado de SP e também possui presença nacional.

Em abril de 2021, a Cobasi recebeu um investimento de R\$300m por uma participação minoritária não revelada, para acelerar o plano de abertura de lojas, digitalização da companhia e desenvolvimento da unidade de negócios de serviços.

3.5.3 Petlove

A Petlove foi fundada em 1999 como PetSuperMarket, por Marcio Waldman, um veterinário entusiasta de tecnologia, que aprendeu sozinho a programar, foi o CEO da companhia até 2021, quando deixou o cargo para Talita Lacerda e passou a integrar o Conselho de Administração. A Petlove se destaca por ser o maior *player* digital puro no setor.

Em 2019, faturou R\$305m e, em 2020, ~R\$540m, com expectativa de aumentar isso para R\$900m, em 2021. Mais de 65% da receita, em 2020, veio do modelo de assinaturas, na qual o cliente recebe na periodicidade que escolher os produtos em sua casa automaticamente.

Ao longo de sua história, recebeu investimentos de fundos de investimento diversas vezes. Em 2011, recebeu uma rodada de investimento dos fundos Monashees, Kaszek e Tiger. No início de 2019, recebeu um grande investimento da Tarpon por valor não divulgado, mas estimado pelo Valor Econômico em torno de R\$200-300m, por uma participação de controle. Em abril de 2020, recebeu aporte de R\$250m do Softbank. Em junho de 2020, recebeu aporte de R\$125m do fundo L. Catterton.

Todo esse capital vem sendo usado para financiar a aceleração do crescimento da companhia e de aquisições estratégicas. Até o momento, foram realizadas quatro aquisições: Porto Pet (braço de seguros pet da Porto Seguro), Doghero, Vetus e Vetsmart. Todas com o intuito de fortalecer o ecossistema Petlove e estender a proposta de valor da Petlove aos serviços e não restrito aos produtos.

Além disso, em setembro de 2021, realizou uma nova rodada de investimento, na qual captou de R\$750 milhões a um *valuation* de R\$2,7b.

3.5.4 Zee.Dog

A Zee.Dog foi fundada em 2012 pelos irmãos Thadeu e Felipe Diz, ambos formados em Hotelaria nos EUA.

É uma marca moderna, aspiracional, com foco em design (introduziu o conceito de fast fashion em pets) e apela às gerações mais novas (sobretudo millenials), que nos últimos anos passaram a se tornar parte relevante do PIB global (e crescendo) e possuem uma tendência grande de possuir animais de estimação e de gastar bastante com eles. Um indício desse foco são as parcerias que a marca realiza com outras marcas famosas, sejam de moda, de videogames, entre outros.

Opera principalmente através de franquias (com investimento inicial de R\$130 mil), mas possui também lojas próprias. Distribui em pet shops de bairros e quiosques em shoppings. Comercializa em mais de 45 países e mais de 40% da sua receita já é internacional, sendo que a China já é seu 2º maior mercado.

Faturou R\$70m em 2018, R\$100m, em 2019, e mais de R\$200m, em 2020.

Foi comprada em agosto de 2021 pela Petz, pelo valor de R\$715m. Antes disso, havia recebido em junho de 2020 um investimento R\$100m da Treecorp, um fundo de *Private Equity*, o que ajudou a acelerar seu crescimento nesse período. Segundo anúncio da Petz da época, o múltiplo pago na transação foi de 31,5x EV/EBITDA 2021 (pós-sinergias de custos e despesas).

É dividido em algumas verticais de crescimento: Zee.Dog (principal), Zee.Now (app de delivery, a partir de 2018), Zee.Kitchen (alimentos *extra premium*, a partir de 2021)

3.5.5 Petland

A Petland é uma marca internacional, fundada nos EUA em 1967, com presença em 19 países. Chegou ao Brasil em 2014, trazido pelo CEO da Petland Brasil Rodrigo Albuquerque, através de uma parceria de master franqueador.

No Brasil, que é o 2º maior mercado da Petland em número de lojas, atrás apenas dos EUA, possui mais de 100 lojas franqueadas, com investimento inicial a partir de R\$400 mil. Em média, as lojas possuem em torno de 400m², com mix de produtos mais limitado que as megalojas (Petz e Cobasi).

Em 2019, toda a rede faturou R\$115m em comparação com R\$95m, em 2018. Em 2020, foi bastante afetada pela pandemia devido ao seu modelo de negócios de franquias, uma vez que os franqueados são mais frágeis economicamente que as grandes redes. Com isso, não conseguiu elevar muito o número de franqueados e a receita se manteve flat.

Operam três modelos de franquias: Light (até 170m²), Full (até 400m²) e Experience (acima de 400m²).

Em 2018, adquiriu por R\$3m uma plataforma para vendas online (Geração Pet), com o intuito de utilizar as lojas físicas da Petland como hubs de distribuição e se tornou o 4º maior *e-commerce* pet do país (atrás de Petz, Petlove e Cobasi).

Possuem também uma vertical de serviços veterinários chamada Dra. Mei, que também opera no sistema de franquias. Além disso, possuem também uma marca própria chamada Pet Choice, mas que não se tornou expressiva dentro do faturamento da companhia.

Possui lojas espalhadas por todo o país, apesar de estar mais concentrada na região Sudeste.

3.6 Comparáveis Listadas Estrangeiras

3.6.1 Petco

Fundada em 1965, a Petco é uma das maiores e mais tradicionais empresas de varejo pet dos Estados Unidos, que é de longe o maior mercado do mundo. Em 2019, representou em torno de 40% do consumo global do setor.

É uma varejista tradicional de lojas físicas, com uma base de lojas gigante, ao final de 2020, possuía mais de 1500 lojas, mas com presença ainda bastante tímida nos canais digitais.

Nos últimos anos, não performou muito bem. Um dos motivos foi possivelmente a lentidão para transicionar para um modelo mais digitalizado, uma vez que Amazon e Chewy (mais detalhes abaixo) se movimentaram agressivamente no setor e tomaram parcela relevante dele. Além disso, dificuldades operacionais nos últimos anos comprimiram fortemente o resultado da companhia, que foi gradualmente se alavancando cada vez mais.

Em 2020, a companhia abriu capital na NASDAQ (Ticker: WOOF), com intuito de captar recursos para reduzir a alavancagem e continuar as operações. Atualmente possui capitalização de mercado de US\$ 5,8 bilhões, o que equivale a 1,6x Receita Líquida esperada para 2021, ou 25,8x EBITDA esperado para o mesmo período.

Tabela 10 – *Resumo Financeiro da Petco*

Petco

Market Cap (USDm) 5.835

USDm	2017	2018	2019	2020	2021E	CAGR '18-'20	CAGR '18-'21
ROL	n.a	4.392	4.435	4.892	4.920	5,5%	3,9%
<i>Crescimento</i>	n.a.	n.a.	1,0%	10,3%	0,6%		
Lucro Bruto	n.a	1.905	1.907	2.116	2.317	5,4%	6,7%
<i>Mg. Bruta</i>	n.a.	43,4%	43,0%	43,3%	47,1%		
EBITDA	n.a	349,2	350,0	307,0	484,3	(6,2%)	11,5%
<i>Mg. EBITDA</i>	n.a.	8,0%	7,9%	6,3%	9,8%		
EBIT	n.a	162,3	134,3	246,9	266,7	23,4%	18,0%
<i>Mg. EBIT</i>	n.a.	3,7%	3,0%	5,0%	5,4%		
Lucro Líquido	n.a	(413,8)	8,7	14,2	61,4	n.m.	n.m.
<i>Mg. Líquida</i>	n.a.	(9,4%)	0,2%	0,3%	1,2%		
Dívida Líquida	–	–	3.088	4.609	2.797		
<i>DL/EBITDA</i>	n.a.	–	8,8x	15,0x	5,8x		

Fonte: Capital IQ em 25/09/21, elaboração própria

3.6.2 Chewy

A Chewy é a maior empresa americana de varejo pet 100% digital. Foi fundada em 2011 e comprada em abril de 2017 pela Pet Smart, uma grande varejista pet física dos EUA (mas de capital fechado) por US\$ 3,5 bilhões. Em 2019, a Pet Smart realizou o IPO da Chewy na NASDAQ como uma companhia separada (Ticker: CHWY), levantando US\$ 1 bilhão a uma avaliação de US\$ 7 bilhões. Atualmente, a companhia possui capitalização de mercado de US\$ 26,5 bilhões, o que equivale a 3,3x Receita Líquida esperada para 2021.

Segundo a própria companhia, ela busca ser o destino online mais conveniente para os tutores de pets. Para tanto, ela criou uma rede de fornecedores fortíssima, oferecendo mais de 50 mil SKUs (como referência, no Brasil, Petz e Cobasi oferecem em torno de 20 a 25 mil SKUs), dentre petiscos, acessórios e medicamentos, para seus mais de 11 milhões de clientes.

A Chewy alavanca sua enorme base de dados para ofertar produtos aos seus clientes de forma mais assertiva e é bastante conhecida por suas ações “humanas”, como enviar brindes aos clientes em eventos como aniversários dos pets. Em relação a isso, possuem colaboradores especialmente dedicados a isso conhecidos como “*Chewtopians*”, que realizam customizações dos envios com cartas escritas à mão ou até mesmo retratos feitos à mão dos animais, o que sem dúvida auxilia muito na aquisição e retenção de clientes.

Além disso, possui serviço de “Auto-Ship” (no Brasil, conhecemos isso como “Assinatura”) no qual o cliente seleciona alguns produtos e a periodicidade com a qual quer recebê-los. Após isso, os pagamentos são feitos automaticamente no cartão do cliente e ele

recebe os produtos no momento certo sem ter que se preocupar. Essa categoria já corresponde a 2/3 da receita da Chewy.

A companhia é muito bem precificada por investidores, apesar de não ser rentável, por ter apresentado um crescimento muito acelerado nos últimos anos, tomando *marketshare* relevante no maior mercado pet do mundo, o americano. Outro fator que ajuda a explicar isso é a elevadíssima penetração de receita recorrente para um *player* de varejo.

Tabela 11 – *Resumo Financeiro da Chewy*

Chewy							
Market Cap (USDm)		29.172					
USDm	2017	2018	2019	2020	2021E	CAGR '17-'20	CAGR '17-'21
ROL	2.104	3.533	4.847	7.067	8.886	49,8%	43,4%
<i>Crescimento</i>	<i>n.a.</i>	<i>67,9%</i>	<i>37,2%</i>	<i>45,8%</i>	<i>25,7%</i>		
Lucro Bruto	368	715	1.144	1.821	2.264	70,5%	57,5%
<i>Mg. Bruta</i>	<i>17,5%</i>	<i>20,2%</i>	<i>23,6%</i>	<i>25,8%</i>	<i>25,5%</i>		
EBITDA	(266,3)	(249,9)	(118,9)	32,2	85,0	n.m.	n.m.
<i>Mg. EBITDA</i>	<i>(12,7%)</i>	<i>(7,1%)</i>	<i>(2,5%)</i>	<i>0,5%</i>	<i>1,0%</i>		
EBIT	(275,9)	(267,8)	(252,7)	(90,5)	(112,5)	n.m.	n.m.
<i>Mg. EBIT</i>	<i>(13,1%)</i>	<i>(7,6%)</i>	<i>(5,2%)</i>	<i>(1,3%)</i>	<i>(1,3%)</i>		
Lucro Líquido	(338,1)	(267,9)	(252,4)	(92,5)	(103,0)	n.m.	n.m.
<i>Mg. Líquida</i>	<i>(16,1%)</i>	<i>(7,6%)</i>	<i>(5,2%)</i>	<i>(1,3%)</i>	<i>(1,2%)</i>		
Dívida Líquida	–	(69)	(88)	4	(331)		
<i>DL/EBITDA</i>	<i>–</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>0,1x</i>	<i>(3,9x)</i>		

Fonte: Capital IQ em 25/09/21, elaboração própria

3.6.3 Pets at Home

A Pets at Home foi fundada em 1991 em Londres e abriu capital na bolsa de Londres, em 2014 (Ticker: PETS).

É de longe a maior rede de varejo pet do Reino Unido (quarto maior mercado global, atrás apenas de EUA, China e Brasil), com 450 lojas (vs. 120 do seu principal competidor, a Pets Corner). Se destaca por sua área de serviços, que corresponde a 17% da receita - 6% de *marketshare* em serviços, sendo que é um mercado altamente fragmentado, com apenas 25% na mão dos grandes.

A companhia passou por alguns M&As durante sua história. Em 1999, adquiriu a PetSmart UK, que possuía à época 140 lojas e aumentou consideravelmente seu tamanho. Em 2004, foi adquirida pela Bridgepoint Capital por GBP 230 milhões. Em 2009, foi comprada

pela KKR por GBP 955 milhões. Como citado anteriormente, em 2014 abriu capital e o KKR vendeu o remanescente de sua posição (12,3%) em 2018.

Atualmente a companhia possui capitalização de mercado de GBP 2,6 bilhões, o que equivale a 2,6x Receita Líquida esperada para 2021, ou 17,0x EBITDA e 23,7x Lucro Líquido esperados para o mesmo período.

Tabela 12 – *Resumo Financeiro da Pets At Home*

Pets At Home									
Market Cap (USDm)	3.541								
GBPm	2017	2018	2019	2020	2021E	CAGR '17-'20	CAGR '17-'21		
ROL	899	961	1.059	1.143	1.140	8,3%	6,1%		
<i>Crescimento</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,9%</i>	<i>10,2%</i>	<i>7,9%</i>	<i>(0,2%)</i>				
Lucro Bruto	470	490	519	560	574	6,0%	5,1%		
<i>Mg. Bruta</i>	<i>52,3%</i>	<i>51,0%</i>	<i>49,0%</i>	<i>49,0%</i>	<i>50,4%</i>				
EBITDA	112,8	104,2	130,0	141,6	134,0	7,9%	4,4%		
<i>Mg. EBITDA</i>	<i>12,6%</i>	<i>10,8%</i>	<i>12,3%</i>	<i>12,4%</i>	<i>11,8%</i>				
EBIT	84,5	75,6	110,6	104,0	105,6	7,2%	5,7%		
<i>Mg. EBIT</i>	<i>9,4%</i>	<i>7,9%</i>	<i>10,4%</i>	<i>9,1%</i>	<i>9,3%</i>				
Lucro Líquido	62,8	30,5	70,4	79,7	65,0	8,3%	0,9%		
<i>Mg. Líquida</i>	<i>7,0%</i>	<i>3,2%</i>	<i>6,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>5,7%</i>				
Dívida Líquida	154	134	119	551	409				
<i>DL/EBITDA</i>	<i>1,4x</i>	<i>1,3x</i>	<i>0,9x</i>	<i>3,9x</i>	<i>3,1x</i>				

Fonte: Capital IQ em 25/09/21, elaboração própria

3.6.4 Zooplus

A Zooplus é a maior varejista pet online da Europa. Foi fundada na Alemanha em 1999 e realizou IPO na bolsa de Frankfurt em 2018 (Ticker: ZO1).

É líder em mais de 30 mercados, sendo a Alemanha o mais representativo deles (22% das vendas totais), seguido por França (16%) e Polônia (9%). Todos os mercados que atua apresentam forte fragmentação: em apenas dois deles (Polônia e Holanda), possui *marketshare* maior que 10%, representando ainda forte oportunidade de crescimento.

Possui um forte programa de assinatura (assim como Chewy e Petlove), com taxas de retenção acima de 90%. Possui mais de 9 milhões de clientes ativos e gerou receita de EUR 1,8 bilhões em 2020.

Atualmente tem capitalização de mercado de EUR 3,5 bilhões, o que equivale a 1,6x Receita Líquida esperada para 2021, ou 67,5x EBITDA e 82,2x Lucro Líquido esperado para o mesmo período.

Tabela 13 – Resumo Financeiro da Zooplus

Zoo Plus

Market Cap (USDm)	3.899						
EURm	2017	2018	2019	2020	2021E	CAGR '17-'20	CAGR '17-'21
ROL	1.159	1.345	1.529	1.788	2.102	15,5%	16,0%
Crescimento	-	16,0%	13,7%	16,9%	17,6%		
Lucro Bruto	280	341	392	484	564	19,9%	19,1%
Mg. Bruta	24,2%	25,4%	25,6%	27,0%	26,8%		
EBITDA	5,0	6,4	(7,7)	40,5	75,0	101,1%	97,0%
Mg. EBITDA	0,4%	0,5%	(0,5%)	2,3%	3,6%		
EBIT	1,9	(0,8)	(10,5)	41,9	48,9	n.m.	n.m.
Mg. EBIT	0,2%	(0,1%)	(0,7%)	2,3%	2,3%		
Lucro Líquido	1,9	(2,1)	(11,8)	28,5	27,0	n.m.	n.m.
Mg. Líquida	0,2%	(0,2%)	(0,8%)	1,6%	1,3%		
Dívida Líquida	(40,2)	(9,5)	17,9	(21,1)	(73,6)		
DL/EBITDA	(8,1x)	(1,5x)	n.m.	(0,5x)	(1,0x)		

Fonte: Capital IQ em 25/09/21, elaboração própria

3.6.5 Comparativos Operacionais

Segue abaixo uma tabela com comparação das principais métricas financeiras das companhias listadas do setor de varejo pet, bem como as principais varejistas brasileiras:

Tabela 14 – Comparativos operacionais

Operational Comps		Empresas Analisadas													Tier 1				Tier 2			
Comparação 2021E	[unid.]	Terra Pet	Tier 1					Tier 2								Tier 1		Tier 2				
			Petco	PAH	Chewy	Zoo Plus	Petz	Magalu	Soma	Vivara	Raia	Arezzo	Renner	Via	Centaurus	Média	Mediana	Média	Mediana			
Country		Brasil	EUA	RU	EUA	Alemanha	Brasil	Brasil	Brasil	Brasil	Brasil	Brasil	Brasil	Brasil	Brasil	Brasil	Brasil	Brasil	Brasil			
Market Cap	[USDm]	n.a	8.617	4.100	28.842	3.813	2.054	20.060	2.665	1.439	8.752	1.727	5.690	4.944	1.789	11.343	6.359	5.458	2.665			
Receita Líquida	[LC\$m]	80,7	5.284	1.160	8.788	2.086	1.853	34.016	2.519	1.503	25.615	2.442	10.468	35.746	2.278							
3 Yr. ROL CAGR	[%]	20,1%	3,9%	5,9%	36,0%	16,1%	34,1%	34,1%	36,5%	9,8%	17,9%	19,9%	7,7%	8,3%	28,1%	15,4%	11,0%	21,8%	19,9%			
Lucro Bruto	[LC\$m]	36	2.317	574	2.264	564	923	10.932	2.334	1.128	8.369	1.679	7.028	12.850	1.586							
Mg. Bruta (3y Avg)	[%]	45,2%	43,2%	49,6%	23,2%	26,0%	47,5%	31,0%	70,0%	70,3%	32,1%	52,5%	61,2%	31,1%	54,1%	35,5%	34,6%	50,0%	52,5%			
EBITDA Ajustado	[LC\$m]	8	333	176	64	48	236	930	382	213	2.107	556	2.669	1.942	614							
Mg. EBITDA Aj. (3y Avg)	[%]	7,1%	7,4%	11,8%	(3,0%)	0,7%	10,9%	5,6%	4,1%	22,7%	7,6%	15,1%	18,5%	2,0%	12,5%	4,2%	4,1%	11,0%	10,9%			
3Yr. EBITDA CAGR	[%]	60,3%	n.a.	7,3%	n.m.	n.m.	55,1%	25,2%	2,3%	26,7%	10,0%	12,7%	19,6%	n.a.	87,1%	7,3%	7,3%	29,8%	22,4%			
Lucro Líquido	[LC\$m]	4,3	61,4	65,0	(103,0)	27,0	97,7	808,5	329,6	219,2	857,2	237,0	787,0	610,7	120,0							
Mg. Líquida (3y Avg)	[%]	4,4%	(3,0%)	5,6%	(4,7%)	0,2%	3,9%	3,3%	3,9%	21,9%	3,5%	7,4%	12,7%	(1,1%)	4,6%	(0,5%)	(1,4%)	6,7%	3,9%			
Conv. FCO (% EBITDA, 3y Avg)	[% EBITDA]	26,5%	59,1%	135,6%	126,2%	53,1%	99,5%	93,4%	80,8%	78,3%	72,5%	76,1%	61,0%	16,8%	30,1%	93,5%	92,6%	67,6%	76,1%			
Conv. FCO Pógs Capex (3y Avg)	[% EBITDA]	(24,2%)	12,7%	105,3%	10,3%	24,8%	(21,8%)	56,3%	78,1%	63,5%	29,6%	53,8%	23,3%	7,7%	12,4%	38,3%	18,7%	33,7%	29,6%			
Capex como % ROL (3y Avg)	[% ROL]	2,2%	3,4%	3,6%	1,4%	0,3%	13,3%	1,7%	3,3%	3,1%	3,2%	3,4%	6,8%	1,8%	3,9%	2,2%	2,4%	4,5%	3,3%			
ROIC (3y Avg)	[%]	20,7%	2,5%	6,2%	n.a.	7,3%	8,9%	18,2%	6,8%	22,3%	9,1%	13,8%	15,0%	6,4%	17,5%	5,3%	6,2%	13,1%	13,8%			
Dívida Líquida Spot	[LC\$m]	6	2.797	409	(331)	(74)	102	(1.216)	(836)	(282)	820	73	713	(1.824)	1.840							
DL/EBITDA LTM	[x]	0,8x	8,4x	2,3x	(5,1x)	(1,5x)	0,4x	(1,3x)	(2,2x)	(1,3x)	0,4x	0,1x	0,3x	(0,9x)	1,9x	1,0x	0,4x	(0,3x)	0,1x			
Múltiplos 2021																						
EV/EBITDA	[x]	n.a.	25,8x	17,0x	n.m.	67,5x	43,4x	110,2x	35,2x	34,0x	20,3x	16,2x	11,6x	6,0x	15,6x	36,8x	25,8x	32,5x	20,3x			
P/E	[x]	n.a.	n.m.	23,7x	n.m.	82,2x	104,1x	144,3x	91,7x	37,5x	50,0x	39,1x	32,5x	16,1x	64,3x	53,0x	53,0x	64,4x	50,0x			

Fonte: Capital IQ em 25/09/21, elaboração própria

4 A COMPANHIA-ALVO

4.1 Histórico e Características Gerais

A companhia-alvo será referida no presente trabalho como Terra Pet. Trata-se de uma rede de lojas regional do Maranhão de varejo pet que opera em formato de megalojas, a exemplo de Petz e Cobasi, com metragem média de aproximadamente 1.250m². Possui atualmente sete lojas, todas no estado do MA e possui planos de abrir mais seis unidades nos próximos dois anos. É uma empresa familiar que foi fundada em 1980, que comercializava inicialmente principalmente produtos agrícolas, a segunda unidade foi aberta apenas em 2003. Seu fundador, José Silva, hoje em dia não participa mais da gestão da companhia, estando seu filho Marcos à frente da companhia, no cargo de CEO.

Esse é o segundo negócio da família, sendo o primeiro uma rede de supermercados. No início da década passada, ao vislumbrar uma oportunidade de grande crescimento do setor pet, Marcos decidiu se dedicar integralmente à Terra Pet, onde assumiu como CEO em 2013. Sob seu comando, a terceira unidade foi inaugurada em 2013 e a partir de então aceleraram o crescimento, abrindo mais quatro lojas de lá pra cá e mais que dobrando de tamanho.

Tabela 15 – Informações básicas da base atual de lojas

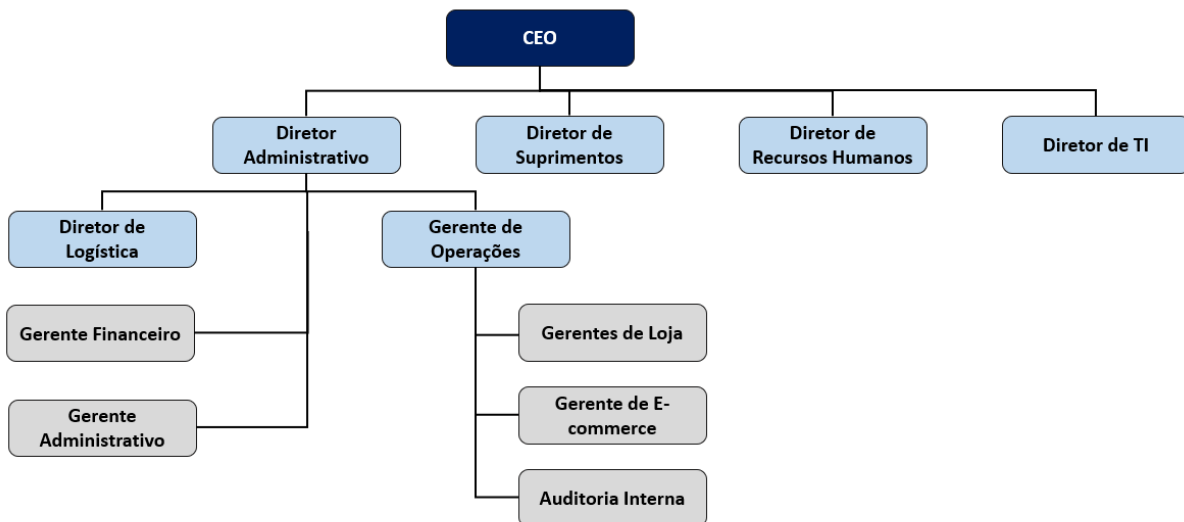
#	Inauguração	Metragem (m ²)	# Funcionários	Tipo
Loja 1	1980	670	11	Rua
Loja 2	2003	2.153	63	Rua
Loja 3	2013	1.361	29	Rua
Loja 4	2017	520	21	Shopping
Loja 5	2017	1.500	27	Rua
Loja 6	2018	1.741	19	Rua
Loja 7	2019	800	17	Shopping
Média		1.346	29	

Fonte: Dados da Companhia, elaboração própria

4.1.1 Estrutura Organizacional

É uma empresa familiar, cujo CEO é Marcos, filho do fundador. Possui um total de 305 funcionários e está organizada da seguinte forma:

Tabela 16 – Estrutura organizacional da Terra Pet



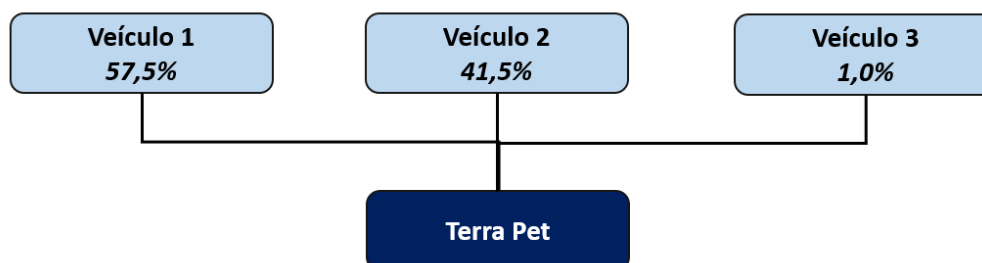
Fonte: Dados da Companhia, elaboração própria

Como podemos notar, a companhia possui uma estrutura organizacional não desprezível. Possui diretores responsáveis pelas principais frentes da companhia. Há quatro reportes diretos ao CEO, em frentes extremamente relevantes para o sucesso da Companhia.

4.1.2 Estrutura Acionária

Como dito anteriormente, trata-se de uma empresa familiar. Com isso, é natural que a participação da família seja muito relevante. Na realidade, a família Silva controla 100% do capital social da empresa, através de três veículos, conforme Tabela:

Tabela 17 – Estrutura acionário da Terra Pet



Fonte: Dados da Companhia, elaboração própria

Um ponto que vale destacar aqui é principalmente a ausência de investidores terceiros, sejam estratégicos ou financeiros. Dessa forma, um agente financeiro como o fundo PX Investimentos PE pode ser bastante relevante, ao trazer melhores práticas de gestão, governança

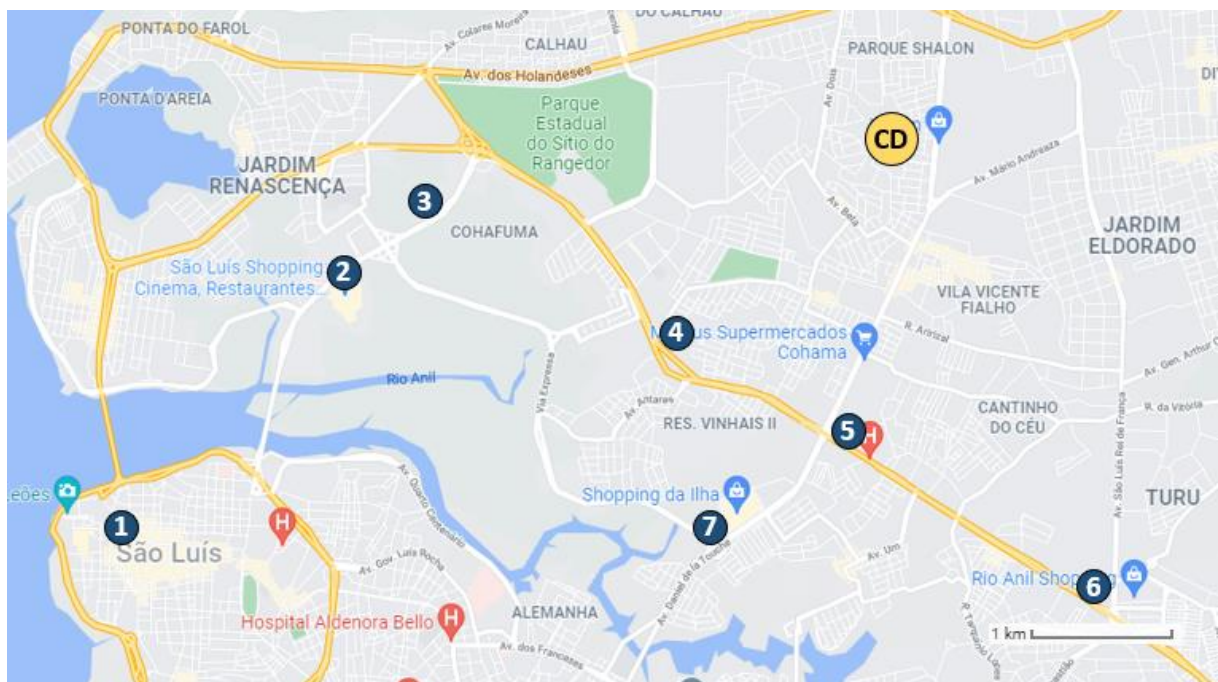
e administração, além de *know-how* financeiro e *networking* para qualquer necessidade da companhia, como captação de recursos ou atração e retenção de talentos.

4.1.3 Localização das Lojas

Conforme citado anteriormente, as sete lojas estão localizadas na cidade de São Luis, capital do estado do Maranhão, na região Norte do país. Isso se deve à história da família fundadora que possui suas raízes no estado e foi fundada localmente.

A Figura abaixo ilustra a microlocalização de cada uma das lojas da Terra Pet e do centro de distribuição na cidade de São Luis:

Figura 12 – Distribuição geográfica das lojas e CD em São Luis



Fonte: Dados da Companhia, Google Maps, elaboração própria

Como podemos notar, a loja mais distante do CD fica a menos de 8 km dele, reduzindo custos logísticos e prazos de entrega. Consequentemente, a região toda é coberta de forma barata e eficiente pela rede pelos canais digitais, o que será melhor detalhado mais adiante.

Além disso, segundo dados do Censo Pet 2019, a região Nordeste possui a 2ª maior população pet do país, com 30m de animais de estimação, representa 21% da população brasileira, atrás apenas do SE. Porém possui apenas 5% das lojas de varejistas pet nacionais (Petz, Cobasi e Petland) o que indica subpenetração dessa categoria e menor competição na

região. Isso fica evidenciado pela proporção entre pets por lojas das grandes varejistas: ao passo que no SE há 300 mil pets por loja das grandes varejistas, no NE há 2m de pets por loja.

Ademais, nenhuma das varejistas pet nacionais possui CD no NE, tornando o cenário ainda mais favorável para a Terra Pet, que consegue oferecer um nível de serviço muito superior, com prazos de entrega menores a custos reduzidos (maiores detalhes na seção 4.3 – Posicionamento Competitivo / Dinâmica Regional).

4.2 Resumo Financeiro

Segue abaixo um resumo financeiro da companhia, com foco na DRE, Capital de Giro e Geração e Conversão de Caixa. Esse histórico será retomado em maiores detalhes na seção de modelagem.

Tabela 18 – *Resumo Financeiro da Terra Pet*

Resumo Financeiro						
DRE (R\$)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	CAGR '16-'20 / Δ Mg.
Receita Líquida	33.985.220	42.613.598	46.600.957	55.566.374	73.006.766	21,1%
<i>Crescimento</i>	–	25,4%	9,4%	19,2%	31,4%	
Lucro Bruto	14.047.921	17.486.366	22.377.992	23.574.224	32.883.877	23,7%
<i>Margem Bruta (% ROL)</i>	41,3%	41,0%	48,0%	42,4%	45,0%	3,7%
EBITDA	3.059.193	2.566.441	1.969.315	2.144.288	9.695.089	33,4%
<i>Margem EBITDA (% ROL)</i>	9,0%	6,0%	4,2%	3,9%	13,3%	4,3%
EBIT	1.886.755	1.519.003	818.040	1.113.242	8.413.057	45,3%
<i>Margem EBIT (% ROL)</i>	5,6%	3,6%	1,8%	2,0%	11,5%	6,0%
EBT	1.615.596	2.149.793	3.081.927	566.245	8.047.834	49,4%
<i>Margem EBT (% ROL)</i>	4,8%	5,0%	6,6%	1,0%	11,0%	6,3%
Lucro Líquido	1.090.348	1.500.513	2.209.212	180.368	5.963.045	52,9%
<i>Margem Líquida (% ROL)</i>	3,2%	3,5%	4,7%	0,3%	8,2%	5,0%
Capital de Giro (Dias de Receita)						
	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	Média '16-'20
(+) Contas a Receber	45,4	45,6	58,4	37,9	44,6	46,4
(+) Estoques	80,9	57,4	87,5	75,2	79,4	76,1
(-) Contas a Pagar / Fornecedores	44,8	31,8	62,4	62,3	70,8	54,4
(-) Ciclo de Conversão de Caixa	81,5	71,2	83,5	50,9	53,2	68,1
Geração e Conversão de Caixa (R\$)						
	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	Média '17-'20
Fluxo de Caixa Operacional		1.215.295	562.948	544.129	2.463.305	
<i>% EBITDA</i>		47,4%	28,6%	25,4%	25,4%	31,7%
Capex		(2.473.481)	(1.485.391)	(1.541.028)	(459.253)	
<i>Capex como % ROL</i>		5,8%	3,2%	2,8%	0,6%	2,2%
FCO - Capex		(1.258.187)	(922.443)	(996.899)	2.004.051	
<i>% EBITDA</i>		(49,0%)	(46,8%)	(46,5%)	20,7%	(30,4%)
ROIC		5,1%	(0,3%)	4,3%	37,2%	11,6%

Fonte: Dados da Companhia, elaboração própria

4.3 Posicionamento Competitivo / Dinâmica Regional


A rede é a maior rede do estado do Maranhão e mesmo assim possui *marketshare* estimado pelo CEO inferior à 10%. Petz e Cobasi não possuem nenhuma loja no estado. Além

disso, a Petlove atua de forma tímida na região, até vende para a região, mas por atuar em uma estratégia digital pura, com envios a partir do CD em Minas Gerais, os custos de frete e prazos para entregas na região acabam se tornando quase proibitivos. Em 2018, a Petland entrou na região, mas com atuação ainda reduzida com apenas 3 lojas, sendo que elas são lojas de metragem inferior à média da Terra Pet.

Outro ponto que vale destacar é que Petz e Cobasi também possuem CD apenas no Sudeste e não conseguem operar digitalmente / *omnichannel* em estados em que não possuem presença física. Como referência, o extremo norte de SP fica há aproximadamente 2.000 km de São Luis. Dessa forma, a Terra Pet não é ameaçada pelas operações digitais de nenhuma delas.

Para ilustrar isso, em outubro de 2021, para a compra de uma unidade da Ração Golden para Gatos Adultos sabor salmão de 1kg com entrega em São Luis (capital do Maranhão), a Petz cobrava R\$7,59 de frete (23% do valor do pedido), com prazo de entrega de 11 a 14 dias úteis, conforme imagens abaixo.

Figura 13 – Oferta do produto no site Petz, com prazo e custos de frete

Produto	Preço	Quantidade
 Em estoque Ração Golden para Gatos Adultos Castrados Sabor Salmão	R\$25,90	<input type="button" value="-"/> <input type="text" value="1"/> <input type="button" value="+"/> Excluir

Digite seu CEP
65004-533 [Alterar CEP](#)

Escolha a forma de entrega

Econômica
 Por apenas R\$ 7,59 de 11 a 14 dias úteis

Subtotal (1 item)	R\$ 25,90
Entrega	R\$ 7,59
Prazo de entrega	de 11 a 14 dias úteis
Total	R\$ 33,49

Fonte: Site da Petz

Mais que o preço do frete, o prazo de entrega praticamente inviabiliza a operação, pois dificilmente algum consumidor que precise comprar ração para se pet esteja disposto a esperar de duas a três semanas para receber o produto.

No caso da Terra Pet, uma entrega nesse mesmo local é feita em até 1 dia útil, com a opção de Retirada Expressa em Loja em até 2 horas e a custo zero, conforme imagens abaixo:

Figura 14 – Oferta do produto no site Terra Pet, com prazo e custos de frete

Ração Golden para Gatos Adultos Sabor Salmão 1kg

Quantidade: 1 — + x R\$30,00 R\$30,00

Forma de envio ou retirada:

Receba em até 1 Dia Útil após aprovação do pedido: R\$9,90 R\$ 9,90

Retirada Expressa (A partir de 2h na loja COHAMA em dias úteis) Grátis

Retirada em Loja Grátis

Entrega para São Luís, Maranhão, 65070-070.

65070-070

Total **R\$30,00**

Concluir compra

Fonte: Site da Terra Pet

Isso evidencia a enorme vantagem competitiva que a Terra Pet possui em sua própria região de operação, por possuir CD na região e poder operar utilizando-se da omnicanalidade. A companhia é de longe a maior rede da região e não é ameaçada pelas capacidades digitais de Petz e Cobasi. Enquanto elas não possuírem lojas físicas no Maranhão, o que não deve ocorrer por pelo menos os próximos três anos, segundo *guidance* das próprias companhias. A Terra Pet continuará liderando com folga a região, seja por sua forte e crescente presença física (7 lojas, com intuito de abrir mais 6 entre 2022 e 2023), seja por sua operação digital, única no estado do Maranhão.

Dessa forma, a praça em que atua é marcada pela baixa profissionalização e informalidade e seus principais competidores são outras redes regionais menores e pet shops de bairro e varejistas generalistas (supermercados, em geral), que possuem mix de produtos e experiência em loja bastante inferior.

4.4 Estratégias de Crescimento

Atualmente, as grandes varejistas pet brasileiras tem se pautado em quatro principais alavancas para crescimento: (i) abertura de lojas, (ii) digitalização, (iii) M&As (fusões e aquisições) e (iv) serviços.

Abertura de lojas. Principal alavanca de crescimento para a Terra Pet. Por se tratar de um mercado ainda subpenetrado e com baixa profissionalização / competição, a abertura de novas lojas em pontos estratégicos é provavelmente uma alavanca forte para crescimento, por aumentar a capilaridade da rede e elevar as vendas, além de tornar a marca cada vez mais forte e conhecida. Como a rede possui atualmente sete lojas, a abertura de mais seis lojas com metragem similar até o final de 2022 apresentado no plano de expansão representaria praticamente dobrar de tamanho, caso a produtividade por metro quadrado seja similar ao histórico.

Digitalização. Enquanto nas grandes redes como Cobasi e Petz essa alavanca vem se mostrando extremamente relevante, no caso da Terra Pet ela é secundária. Isso por conta da dinâmica do mercado em que atua, em que as pessoas ainda não estão tão acostumadas com compras online, sobretudo em uma categoria que muitas vezes o cliente quer a experiência de visitar a loja e ver os diversos produtos, além de levar seu animal para passeio. Na Terra Pet, em 2020, as vendas digitais representaram 5% das vendas totais, em comparação com 4% um ano antes. Como referência, a Petz saiu de 10%, em 2019, para mais de 20%, em 2020, e a Cobasi saiu de 8%, em 2019, para quase 15%, em 2020.

M&As. Apesar de ser uma estratégia plausível em praticamente qualquer mercado, o estado do Maranhão não apresenta outros grandes *players* relevantes para execução da estratégia. O próprio *management* da companhia afirma não ter um foco grande nessa vertical, preferindo canalizar esforços no crescimento orgânico.

Serviços. É uma alavanca tanto por gerar receita no próprio serviço prestado, por potencializar a venda de produtos, ao oferecer serviços de qualidade, a recorrência/frequência dos clientes aumenta e, com isso, seus gastos com produtos também aumenta, uma vez que a visita à loja é um ponto de contato que incentiva a compra por impulso. No entanto, também é uma alavanca secundária, por representar um volume pequeno das vendas totais e, por conta de seus altos custos, com quadro de funcionário, ser uma operação deficitária, ou seja, não é do interesse da gestão crescer tanto aqui.

Em suma, no caso da Terra Pet, o foco para crescimento é a abertura de lojas. O plano de expansão possui seis lojas mapeadas para abertura, com cronograma de abertura entre 2021

e 2022. Na maturidade, estas lojas teriam o potencial de praticamente dobrar o faturamento da Terra Pet. Em termos de rentabilidade, o impacto poderia ser ainda maior, por diluir a estrutura de custos fixos da companhia.

5 MODELAGEM FINANCEIRA

5.1 Dados Históricos

Aqui serão apresentados os dados históricos da Terra Pet para o período que dispomos dos dados detalhados, que são de 2016 a 2020. Um histórico financeiro detalhado de cinco anos é longo o suficiente para entender a dinâmica recente do negócio em termos de operação, faturamento, custos e despesas, capital de giro, endividamento, geração de caixa, entre outros.

5.1.1 Demonstrativos Financeiros

Segue abaixo um resumo do Balanço Patrimonial completo da companhia:

Tabela 19 – Balanço Patrimonial da Terra Pet

Balanço Patrimonial					
R\$	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Ativo	33.054.949	35.182.198	52.938.620	53.239.792	74.898.404
Ativo Circulante	13.949.332	17.278.247	31.270.892	31.518.201	49.266.021
Caixas e Equivalentes	440.371	540.684	558.258	979.190	7.622.775
Contas a Receber - CP	4.226.370	5.324.172	7.456.961	5.765.038	8.912.219
Contas a Receber - Intercompany	–	2.048.990	5.443.383	6.529.949	6.315.842
Adiantamentos	1.130.644	2.318.530	6.164.395	5.976.992	8.141.531
Impostos a Recuperar	411.030	73.632	127.834	472.574	970.537
Estoques	7.532.903	6.706.329	11.169.953	11.454.693	15.890.395
Despesas a Apropriar	208.014	265.660	349.858	336.815	1.412.371
Outros Ativos - CP	–	250	250	2.950	350
Ativo Não Circulante	19.105.618	17.903.951	21.667.728	21.721.592	25.632.383
Despesas a Apropriar - LP	286.767	286.767	329.575	248.347	1.490.000
Depósitos Judiciais	–	–	–	–	–
Créditos com Sócios	958.206	386.237	930.002	442.517	–
Créditos com Pessoas Ligadas	299.379	7.074	1.715.993	656.520	2.323.788
Investimentos	536.836	175.120	233.277	384.636	473.407
Imobilizado Líquido	17.024.430	17.048.753	18.399.504	19.944.544	21.306.099
Intangível Líquido	–	–	59.377	45.027	39.090
Passivo	28.089.066	29.201.918	43.760.222	42.464.823	57.892.921
Passivo Circulante	10.259.848	11.841.587	24.100.625	22.623.536	29.344.932
Contas a Pagar	225.901	359.187	1.552.820	734.145	1.851.200
Fornecedores	3.943.930	3.356.014	6.409.199	8.742.722	12.301.942
Fornecedores - Intercompany	–	2.047.874	5.833.054	5.131.457	6.284.015
Empréstimos e Financiamentos - CP	2.807.919	1.993.338	2.523.510	3.194.111	4.303.591
Obrigações Fiscais	520.722	466.357	573.743	415.775	1.301.241
Parcelamentos Fiscais	–	–	–	9.290	1.548
Obrigações Trabalhistas	1.230.834	1.343.415	1.655.802	1.734.369	1.939.609
Dividendos a Pagar	111.042	–	1.063.482	339.408	–
Outras Contas a Pagar - CP	1.419.500	2.275.404	4.489.016	2.322.258	1.361.787
Passivo Não Circulante	17.829.218	17.360.330	19.659.597	19.841.287	28.547.989
Empréstimos e Financiamentos - LP	910.102	1.490.577	2.163.208	2.238.919	6.713.280
Parcelamentos Fiscais - LP	–	–	–	34.065	34.065
Débitos com Sócios	829.774	–	–	618.363	958.510
Débitos com Pessoas Ligadas	91.789	119.524	2.126.159	1.944.588	4.124.706
Provisões - LP	–	–	–	–	222.075
Outras Contas a Pagar - LP	15.997.553	15.750.230	15.370.230	15.005.353	16.495.353
Patrimônio Líquido	4.965.883	5.980.281	9.178.398	10.774.969	17.005.482
Capital social	1.410.000	1.698.840	1.718.840	1.718.840	1.718.840
Reserva de Lucros	2.680.002	3.017.041	7.071.175	8.667.746	15.286.642
Resultados Acumulados	875.881	1.264.400	388.383	388.383	–

Fonte: Dados da Companhia, elaboração própria

Inicialmente, podemos notar que ao longo dos últimos cinco anos, com o crescimento da companhia, a soma de seus Ativos cresceu de forma relevante, saindo de R\$30,4m, em 2015, para R\$74,9m, em 2020. Isso se deu sobretudo no Ativo Circulante, que praticamente quadruplicou de tamanho, partindo de R\$12,0m para R\$49,3m. As principais contas responsáveis por esse crescimento foram Contas a Receber, Adiantamento e Estoques, condizendo com uma operação em fase de crescimento.

Em relação ao Passivo, o crescimento de R\$28,1m, em 2015, para R\$57,9m, em 2020, foi impulsionado principalmente pela conta de Fornecedores e Empréstimos de Longo Prazo, o que mais uma vez condiz com uma operação em crescimento acelerado, que necessita de financiamento (tanto dos fornecedores quanto dos parceiros financeiros) para continuar expandindo suas operações.

O Patrimônio Líquido também expandiu consideravelmente, de R\$2,3m, em 2015, para R\$17,0m, em 2020, sobretudo devido aos lucros gerados pela operação ao longo dos anos. Não houve alterações significativas no Capital Social da companhia no período.

5.1.2 Capital de Giro

Tabela 20 – *Capital de Giro da Terra Pet*

Capital de Giro					
Projeções de Contas Patrimoniais (R\$)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Ativo Circulante	12.889.917	14.349.032	24.791.309	23.196.723	32.944.146
Contas a Receber - CP	4.226.370	5.324.172	7.456.961	5.765.038	8.912.219
Dias de ROL	45	46	58	38	45
Adiantamentos	1.130.644	2.318.530	6.164.395	5.976.992	8.141.531
Dias de ROL	12	20	48	39	41
Estoques	7.532.903	6.706.329	11.169.953	11.454.693	15.890.395
Dias de COGS	138	97	168	131	145
Dias de ROL	81	57	87	75	79
Passivo Circulante	6.820.165	7.334.019	14.106.837	13.533.495	17.454.537
Contas a Pagar	225.901	359.187	1.552.820	734.145	1.851.200
Dias de ROL	2	3	12	5	9
Fornecedores	3.943.930	3.356.014	6.409.199	8.742.722	12.301.942
Dias de COGS	72	49	97	100	112
Dias de ROL	42	29	50	57	62
Obrigações Trabalhistas	1.230.834	1.343.415	1.655.802	1.734.369	1.939.609
Dias de Gasto com Pessoal	72	58	74	62	67
Outras Contas a Pagar - CP	1.419.500	2.275.404	4.489.016	2.322.258	1.361.787
Dias de ROL	15	19	35	15	7
Capital de Giro Líquido	6.069.751	7.015.013	10.684.472	9.663.228	15.489.609
% da receita líquida	17,9%	16,5%	22,9%	17,4%	21,2%
Var. Capital de Giro		945.261	3.669.459	(1.021.244)	5.826.381

Fonte: Dados da Companhia, elaboração própria

No Ativo Circulante, notamos um incremento relevante em Adiantamentos em termos de Dias de Receita Operacional Líquida. Já do lado do Passivo Circulante, observamos efeito similar na conta de Fornecedores.

Em termos líquidos, o Capital de Giro como % da Receita Operacional Líquida não se alterou significativamente, foi de 17,9%, em 2016, para 21,2%, em 2020, com algumas oscilações no meio do caminho.

Em termos absolutos, notamos uma variação positiva no Capital de Giro na maioria dos anos, o que significa dizer que o crescimento da operação está consumindo caixa por demandar mais capital empregado (em Contas a Receber ou Estoques, por exemplo).

5.1.3 Imobilizado

Tabela 21 – Saldo de Imobilizado e Depreciação da Terra Pet

Imobilizado					
R\$	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Saldo Imobilizado Líquido	17.024.430	17.048.753	18.399.504	19.944.544	21.306.099
Depreciação do Imobilizado Existente	(1.172.438)	(1.047.438)	(1.151.275)	(1.031.046)	(1.282.033)
% de Depreciação (% do Saldo Líquido)	6,9%	6,1%	6,3%	5,2%	6,0%

Fonte: Dados da Companhia, elaboração própria

Ao observar o saldo do Imobilizado Líquido, podemos notar que ele cresce de forma gradual, conforme a companhia se expande através principalmente do investimento para abertura de novas lojas.

A Depreciação do Imobilizado historicamente se manteve em um patamar relativamente estável, entre 5,2% e 6,9% do Saldo Líquido do Imobilizado.

5.1.4 Endividamento

Segue abaixo um resumo da evolução das Dívidas de Curto Prazo e de Longo Prazo da companhia, assim como suas despesas:

Tabela 22 – Endividamento da Terra Pet

Endividamento					
R\$	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Endividamento					
Dívida de Curto Prazo	2.807.919	1.993.338	2.523.510	3.194.111	4.303.591
Despesa da Dívida CP	(450.949)	(240.124)	(213.886)	(253.552)	(205.914)
Dívida de Longo Prazo	910.102	1.490.577	2.163.208	2.238.919	6.713.280
Despesa da Dívida LP	(164.363)	(209.371)	(226.612)	(222.506)	(455.477)
Despesa Total das Dívidas	(615.313)	(449.495)	(440.497)	(476.059)	(661.391)
<i>Despesa da Dívida Realizado (Referência)</i>	<i>(693.357)</i>	<i>(599.634)</i>	<i>(706.573)</i>	<i>(647.442)</i>	<i>(826.054)</i>
<i>Custo da Dívida</i>	<i>(14,6%)</i>	<i>(16,6%)</i>	<i>(9,0%)</i>	<i>(7,8%)</i>	<i>(5,1%)</i>

Fonte: Dados da Companhia, elaboração própria

Os dois tipos de dívida aumentaram com o passar dos anos, o que é natural para uma empresa em crescimento.

Tabela 23 – Composição do Endividamento Líquido da Terra Pet

R\$	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Dívida Líquida	3.052.669	2.669.443	4.672.105	6.257.162	6.153.525
<i>DL/EBITDA</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>2,4x</i>	<i>2,9x</i>	<i>0,6x</i>
Dívida Bruta	4.750.625	3.603.438	7.876.358	8.335.388	16.100.088
Empréstimos e Financiamentos - CP	2.807.919	1.993.338	2.523.510	3.194.111	4.303.591
Empréstimos e Financiamentos - LP	910.102	1.490.577	2.163.208	2.238.919	6.713.280
Revolver	-	-	-	-	-
Dividendos a Pagar	111.042	-	1.063.482	339.408	-
Débitos com Sócios	829.774	-	-	618.363	958.510
Débitos com Pessoas Ligadas	91.789	119.524	2.126.159	1.944.588	4.124.706
Caixa e Equivalentes	1.697.956	933.995	3.204.254	2.078.226	9.946.562
Caixas e Equivalentes	440.371	540.684	558.258	979.190	7.622.775
Créditos com Sócios	958.206	386.237	930.002	442.517	-
Créditos com Pessoas Ligadas	299.379	7.074	1.715.993	656.520	2.323.788

Fonte: Dados da Companhia, elaboração própria

Ao analisar a Dívida Líquida (Dívida Bruta – Caixa e Equivalentes), notamos que ela também aumentou nos últimos anos, uma vez que o crescimento do Caixa da companhia não acompanhou o crescimento da Dívida Bruta. No entanto, ao observar a alavancagem da companhia (que pode medida por DL/EBITDA), notamos que foi crescente ao longo dos anos, mas reduziu consideravelmente em 2020, uma vez que a Dívida Líquida reduziu marginalmente de 2019 para 2020, ao passo que o EBITDA aumentou consideravelmente.

5.2 Premissas das Projeções

Nessa seção, serão detalhadas as premissas assumidas em cada um dos componentes mais relevantes das projeções financeiras da companhia. De forma resumida, seguem as principais linhas de resultado da projeção:

Tabela 24 – *Resumo das projeções financeiras*

Financiais (R\$m)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	CAGR '16-'20	CAGR '21-'26
Receita Líquida	79,2	90,1	117,2	141,8	153,7	162,1	21,1%	15,4%
<i>Crescimento</i>	<i>8,4%</i>	<i>13,8%</i>	<i>30,0%</i>	<i>21,1%</i>	<i>8,4%</i>	<i>5,5%</i>		
Lucro Bruto	35,8	41,6	55,3	66,9	72,5	76,4	23,7%	16,4%
<i>Margem Bruta (% ROL)</i>	<i>45,2%</i>	<i>46,2%</i>	<i>47,2%</i>	<i>47,2%</i>	<i>47,2%</i>	<i>47,2%</i>	<i>3,7%</i>	<i>2,0%</i>
EBITDA	8,0	10,8	16,5	21,3	23,1	24,4	33,4%	25,1%
<i>Margem EBITDA (% ROL)</i>	<i>10,0%</i>	<i>12,0%</i>	<i>14,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>5,0%</i>
EBIT	6,7	9,3	14,5	19,1	20,8	22,1	45,3%	27,0%
<i>Margem EBIT (% ROL)</i>	<i>8,4%</i>	<i>10,3%</i>	<i>12,3%</i>	<i>13,4%</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,6%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,2%</i>
EBT	6,2	14,3	18,4	22,2	24,3	26,2	49,4%	33,3%
<i>Margem EBT (% ROL)</i>	<i>7,8%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,6%</i>	<i>15,8%</i>	<i>16,2%</i>	<i>6,3%</i>	<i>8,3%</i>
Lucro Líquido	4,1	9,5	12,2	14,6	16,0	17,3	52,9%	33,3%
<i>Margem Líquida (% ROL)</i>	<i>5,2%</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,7%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,5%</i>
Dividendos Pagos	1,0	2,4	3,0	3,7	4,0	4,3	52,9%	33,3%
Dívida Líquida	(57,6)	(56,3)	(54,2)	(61,6)	(72,7)	(85,3)	19,2%	8,2%
<i>DL/EBITDA</i>	<i>(7,2x)</i>	<i>(5,2x)</i>	<i>(3,3x)</i>	<i>(2,9x)</i>	<i>(3,1x)</i>	<i>(3,5x)</i>	<i>(0,4x)</i>	<i>(8,3x)</i>

Fonte: *Elaboração própria*

Como podemos notar, o crescimento esperado para o período entre 2021 e 2026 é menos acelerado que o apresentado entre 2016 e 2020, o que é natural para uma companhia que veio crescendo de forma acelerada nos últimos anos. Isso porque ela veio ganhando porte e, portanto, vai se tornando cada vez mais difícil manter um ritmo tão acelerado de crescimento.

5.2.1 Crescimento da Receita

Na receita, há dois drivers relevantes: (i) crescimento das vendas nas lojas existentes (*SSS – Same-Store Sales*) e (ii) abertura de novas lojas.

Em (i), a premissa adotada relaciona o crescimento do setor pet com o PIB. Se observarmos o crescimento do setor pet e o crescimento do PIB brasileiro na última década, notamos que o setor pet cresce em média 6,1% p.p. acima do PIB brasileiro, conforme tabela abaixo:

Tabela 25 – Crescimento real do varejo pet vs. PIB

Ano	Setor Pet	PIB
2012	5,5%	1,9%
2013	4,8%	3,0%
2014	4,2%	0,5%
2015	1,2%	(3,5%)
2016	0,3%	(3,3%)
2017	6,1%	1,3%
2018	8,1%	1,8%
2019	6,2%	1,4%
2020	17,8%	(4,1%)
Média	6,0%	(0,1%)

Fonte: Dados da Euromonitor e IBGE, elaboração própria

Dessa forma, adotamos de forma conservadora a premissa de que a base de lojas atual vai ter um crescimento de faturamento de 2% acima do PIB a cada ano, dado que historicamente o *spread* entre o crescimento real do setor pet e do PIB na última década foi superior a 6p.p.

Podemos considerar tal premissa conservadora, ainda mais considerando que a diferença entre o crescimento do setor pet e do PIB brasileiro foi ainda mais exacerbada nos últimos anos. Nos últimos 5 anos, o *spread* foi em média 8,3%, tendência acelerada na pandemia, mas que podemos entender como duradoura.

Além disso, possuímos a referência de projeção da Bain & Co para o setor pet brasileiro, com crescimento real (acima da inflação) de 5,5% para os próximos 5 anos, o que representaria um valor próximo a um *spread* de 6% do PIB.

Com isso, para a base atual de lojas, obtemos o faturamento apresentado na Tabela abaixo:

Tabela 26 – Projeção de faturamento das lojas existentes

R\$m	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Faturamento de Lojas Existentes	79.169.777	81.926.967	86.139.686	91.385.593	97.421.612	103.856.309
Crescimento (Same-Store-Sales)	8,4%	3,5%	5,1%	6,1%	6,6%	6,6%

Fonte: Elaboração própria

Com relação a expansão de lojas, estão projetadas a abertura de 6 novas lojas (3 em 2022 e 3 em 2023). Esse é o *guidance* da companhia e é uma expansão factível, apesar não ser uma expansão trivial – a companhia possui no total 7 lojas atualmente, uma vez que a companhia já possui os 6 pontos mapeados e os projetos estão em andamento. Além disso, um dos principais fatores limitantes para a expansão da companhia de forma mais acelerada foi

falta de caixa disponível, o que seria solucionado com uma injeção primária de capital do fundo de investimento. Dessa forma, o número de lojas histórico e projetado é apresentado na Tabela abaixo:

Tabela 27 – Evolução do número de lojas histórico e projeção

R\$m	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Lojas BoP	3	5	6	7	7	7	10	13	13	13
(+) Novas Lojas	2	1	1	–	–	3	3	–	–	–
Lojas EoP	5	6	7	7	7	10	13	13	13	13

Fonte: Elaboração própria

Com base no faturamento médio atual das lojas maduras (R\$10,4m/ano), aplicam-se dois descontos: (i) desconto de 20% em função das metragens de lojas menores, conforme indicado pelo plano da companhia; e (ii) desconto de 15% em função de pontos marginalmente piores, uma vez que naturalmente as primeiras lojas em geral são abertas nos melhores pontos. Com isso, podemos estimar a receita potencial média na maturidade das novas lojas (R\$7,5m/ano).

Além disso, as lojas possuem um período de maturação, no qual elas ainda não atingiram seu potencial total de vendas, de acordo com a seguinte curva:

Tabela 28I – Curva de maturação das lojas

Curva de Maturação de Lojas	Ano 1	Ano 2	Ano 3
% da Receita Total	65,0%	85,0%	100,0%

Fonte: Elaboração própria

Isso está em linha com o indicado pela gestão da companhia. Além disso, a Petz divulga para mercado que suas lojas atingem o potencial pleno de vendas no terceiro ano.

Com isso, as novas lojas geram receita conforme a Tabela abaixo:

Tabela 29 – Composição da receita das novas lojas

R\$m	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita Novas Lojas	–	8.159.048	31.014.902	50.439.469	56.248.426	58.220.201
2021E	–	–	–	–	–	–
2022E	–	8.159.048	22.436.312	28.003.157	29.852.765	31.824.540
2023E	–	–	8.578.590	22.436.312	26.395.661	26.395.661
2024E	–	–	–	–	–	–
2025E	–	–	–	–	–	–

Fonte: Elaboração própria

Dessa forma, somando a receita projetada da base atual de lojas com a receita projetada das novas lojas, obtemos a receita total da companhia esperada para os anos de 2021 a 2026, conforme a Tabela abaixo:

Tabela 30 – *Composição da receita total*

R\$m	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Faturamento de Lojas Existentes	79.169.777	81.926.967	86.139.686	91.385.593	97.421.612	103.856.309
Receita Novas Lojas	–	8.159.048	31.014.902	50.439.469	56.248.426	58.220.201
Receita Total	79.169.777	90.086.015	117.154.588	141.825.062	153.670.038	162.076.511

Fonte: *Elaboração própria*

5.2.2 Capital de Giro

Segundo a companhia, não há expectativas de alterações relevantes em capital de giro. Dessa forma, cada conta de capital de giro foi projetada de forma proporcional com suas respectivas contas. Por exemplo, Contas a Receber cresce proporcionalmente (manutenção dos dias) com a Receita Operacional Líquida e Estoques cresce de forma proporcional ao Custo das Mercadorias Vendidas (CMV).

O ponto de partida do cálculo de cada uma das contas foi a média dos últimos dois anos (em dias da respectiva conta), conforme a Tabela abaixo:

Tabela 31 – *Projeção de contas de capital de giro*

Projeções de Contas Patrimoniais (R\$)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ativo Circulante	33.980.840	38.326.586	49.401.032	59.803.927	64.798.644	68.343.434
Contas a Receber - CP	8.939.232	10.171.808	13.228.180	16.013.777	17.351.219	18.300.412
Dias de ROL	41	41	41	41	41	41
Adiantamentos	8.672.352	9.868.130	12.833.254	15.535.687	16.833.200	17.754.055
Dias de ROL	40	40	40	40	40	40
Estoques	16.369.256	18.286.648	23.339.599	28.254.464	30.614.226	32.288.968
Dias de COGS	138	138	138	138	138	138
Passivo Circulante	18.759.540	21.013.452	26.894.762	32.445.664	35.155.468	37.078.638
Contas a Pagar	1.526.734	1.737.245	2.259.244	2.734.997	2.963.419	3.125.532
Dias de ROL	7	7	7	7	7	7
Fornecedores	12.587.705	14.062.150	17.947.791	21.727.246	23.541.867	24.829.718
Dias de COGS	106	106	106	106	106	106
Obrigações Trabalhistas	2.252.377	2.491.415	3.147.000	3.697.086	4.005.860	4.224.999
Dias de Gasto com Pessoal	64	64	64	64	64	64
Outras Contas a Pagar - CP	2.392.724	2.722.642	3.540.727	4.286.335	4.644.322	4.898.389
Dias de ROL	11	11	11	11	11	11
Capital de Giro Líquido	15.221.300	17.313.134	22.506.270	27.358.263	29.643.176	31.264.797
% da receita líquida	19,2%	19,2%	19,2%	19,3%	19,3%	19,3%

Fonte: *Elaboração própria*

5.2.3 Investimento e Depreciação

Em relação aos Investimentos, podemos analisá-los dividindo entre *Capex* de Expansão (abertura de lojas) e *Capex* de Manutenção (Restauração e Manutenção das lojas e equipamentos).

Para as novas lojas, assumimos o *Capex* indicado pela companhia de R\$2,2 milhões por loja, que é ligeiramente inferior ao praticado pela Petz (ao redor de R\$3 milhões por loja), o que é justificado pelo maior custo de ocupação / estabelecimento das lojas nas praças em que a Petz atua, sobretudo São Paulo. Com base no cronograma de aberturas da companhia e com correção por inflação, temos os seguintes custos projetados:

Tabela 32 – *Projeção de Capex de Expansão*

R\$	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Expansão						
Capex por Loja (2021)	2.200.000	2.291.442	2.362.477	2.433.351	2.506.351	2.581.542
<i>IPCA</i>	8,4%	4,2%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%
Capex Total Novas Lojas	-	6.874.326	7.087.430	-	-	-

Fonte: *Elaboração própria*

Em relação à Manutenção, assumimos de forma conservadora um prazo de 7 anos para a restauração de cada loja, a um custo de 40% do *Capex* de uma nova loja. Como referência, outra varejista investida pelo fundo afirmou que investe em torno de 30% do *Capex* inicial por loja para manutenção a cada 8-9 anos.

Com isso, temos o seguinte cronograma de despesas com *Capex* de Manutenção:

Tabela 33 – *Projeção de Capex de Manutenção*

R\$	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Capex Restauração Total	880.000	916.577	944.991	973.340	1.002.541	1.032.617

Fonte: *Elaboração própria*

Consolidando o *Capex*, temos o seguinte:

Tabela 34 – *Projeção de Capex Total*

R\$	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Capex Total	880.000	7.790.902	8.032.420	973.340	1.002.541	1.032.617
<i>% ROL</i>	1,1%	8,6%	6,9%	0,7%	0,7%	0,6%

Fonte: *Elaboração própria*

Portanto, o Capex tem seu pico em 2022 e 2023, o que faz sentido uma vez que é o ano esperado para as aberturas das novas lojas.

5.2.4 Dívida e Resultados Financeiros

Uma vez que não há expectativa de alteração relevante por parte da companhia em endividamento, a projeção foi de manutenção dos valores das contas. Em relação ao caixa, a variação se deve ao resultado operacional da companhia ao longo dos anos e uma injeção primária de capital no início de 2022, que será detalhado mais à frente.

As despesas das dívidas de curto prazo foram projetadas a CDI+2% a.a. e as de longo prazo a CDI + 4% a.a., refletindo a exigência de investidores de uma remuneração maior por prazos de carência maiores e em linha com o observado recentemente no mercado de capitais.

O caixa da companhia foi projetado remunerando a 100% do CDI. Todos esses fatores se refletem nos valores apresentados na Tabela abaixo:

Tabela 35 – Projeção do Resultado Financeiro

R\$	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Endividamento						
Dívida de Curto Prazo	4.303.591	4.303.591	4.303.591	4.303.591	4.303.591	4.303.591
Despesa da Dívida CP	(270.238)	(465.597)	(397.460)	(342.912)	(339.645)	(339.645)
Dívida de Longo Prazo	6.713.280	6.713.280	6.713.280	6.713.280	6.713.280	6.713.280
Despesa da Dívida LP	(555.816)	(860.561)	(754.274)	(669.183)	(664.087)	(664.087)
Despesa Total das Dívidas	(826.054)	(1.326.158)	(1.151.735)	(1.012.096)	(1.003.732)	(1.003.732)
<i>Custo da Dívida</i>						
Receitas Financeiras						
Caixa e Equivalentes (BoP)	7.622.775	61.352.481	59.648.177	57.163.542	64.258.392	74.994.764
Remuneração do Caixa (% CDI)						
Receita Financeira do Caixa	326.206	5.410.548	4.315.875	3.411.551	3.786.190	4.418.792

Fonte: Elaboração própria

5.2.5 Margens

Em termos de margem bruta, em 2021, foi projetado com base na média dos últimos 3 anos (45,2%). É esperado um ganho de margem bruta de 2pp, a serem capturados linearmente entre 2022 e 2023, atingindo 47,2% em 2023 e se mantendo estável a partir de então.

Esse ganho de margem bruta é esperado principalmente devido ao ganho de escala e poder de barganha com fornecedores, devido a compras maiores e mais recorrentes. Esse valor está até mais conservador do que o apresentado pela Companhia, de entre 3 e 4 p.p.

Com relação à margem EBITDA, os custos com SG&A partem em 2021 da média dos últimos 2 anos (35,8%) que é um patamar mais condizente com a realidade da companhia atualmente. De 2022 a 2024, a companhia se beneficia de um ganho de 3p.p. em eficiência de SG&A, devido a diluições de custos fixos e ganhos de eficiência logística, por operar uma rede mais densa de lojas em uma região similar.

5.2.6 Fluxo de Caixa

Em termos do Fluxo de Caixa, segue a projeção até 2026, com as principais contas:

Tabela 36 – Projeção do Fluxo de Caixa

Fluxo de Caixa						
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
(=) EBITDA	7.950.868	10.848.886	16.451.794	21.334.471	23.116.288	24.380.858
(-) IRPJ e CSLL	(2.112.896)	(4.569.762)	(6.003.799)	(7.315.093)	(8.032.435)	(8.678.507)
(=) Fluxo de Caixa Operacional Bruto	5.837.973	6.279.123	10.447.995	14.019.379	15.083.853	15.702.350
Necessidade de Capital de Giro	268.309	(2.091.834)	(5.193.136)	(4.851.993)	(2.284.913)	(1.621.621)
Variação em Ativo Circulante	(1.036.694)	(4.345.746)	(11.074.446)	(10.402.895)	(4.994.717)	(3.544.790)
Variação em Passivo Circulante	1.305.003	2.253.912	5.881.310	5.550.902	2.709.804	1.923.169
(+) Outras Receitas e Despesas	28.649	32.599	42.394	51.321	55.607	58.649
(=) Fluxo de Caixa Operacional Líquido	6.134.930	4.219.888	5.297.252	9.218.707	12.854.547	14.139.379
Investimentos	(880.000)	(7.790.902)	(8.032.420)	(973.340)	(1.002.541)	(1.032.617)
Capex	(880.000)	(7.790.902)	(8.032.420)	(973.340)	(1.002.541)	(1.032.617)
(=) Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)	5.254.930	(3.571.014)	(2.735.168)	8.245.367	11.852.007	13.106.762
Fluxo de Caixa Financeiro	49.500.151	4.084.390	3.164.141	2.399.455	2.782.459	3.415.060
(=) Fluxo de Caixa Financeiro Após Fluxo Financeiro (FCFE)	54.755.082	513.376	428.973	10.644.822	14.634.465	16.521.822
Pagamento de Dividendos	(1.025.376)	(2.217.679)	(2.913.608)	(3.549.971)	(3.898.093)	(4.211.629)
(=) Fluxo de Caixa Livre	53.729.706	(1.704.303)	(2.484.636)	7.094.850	10.736.372	12.310.193
Revolver e Caixa						
Caixa Início do Período	7.622.775	61.352.481	59.648.177	57.163.542	64.258.392	74.994.764
Caixa Pós FCFE	61.352.481	59.648.177	57.163.542	64.258.392	74.994.764	87.304.958
Caixa Final Período	61.352.481	59.648.177	57.163.542	64.258.392	74.994.764	87.304.958

Fonte: Elaboração própria

Inicialmente, podemos notar que o resultado operacional da Companhia (EBITDA) cresce ano a ano, conforme a receita cresce e a companhia expande marginalmente sua rentabilidade.

Além disso, existe um consumo de caixa não desprezível em Capital de Giro, uma vez que a expansão do Ativo Circulante ocorre em uma magnitude absoluta maior que o crescimento do Passivo não Circulante. No entanto, mesmo considerando esse consumo no Capital de Giro, o Fluxo de Caixa Operacional Líquido é positivo e crescente ano a ano.

Quando olhamos a questão de investimentos, notamos que todo ano há algum nível de *Capex*, devido ao *Capex* de Manutenção. No entanto, nos anos de 2022 e 2023, devido à abertura das lojas novas, há um consumo bem maior nesses anos, na ordem de R\$8 milhões. Com isso, o Fluxo de Caixa Operacional pós *Capex* é negativo nesses anos.

Quando olhamos o Fluxo de Caixa financeiro, há um aporte de *Equity* de R\$50 milhões, em 2021 (será detalhado mais à frente, na seção de Estrutura da Transação Proposta). Todos os anos é gerado algum caixa devido à posição de caixa líquido confortável da Companhia.

Após o pagamento de dividendos, chegamos no Fluxo de caixa Livre, que pauta as alterações de Caixa Final da Companhia ano a ano.

6 AVALIAÇÃO DA COMPANHIA

6.1 Fluxo de Caixa Descontado

Conforme citado anteriormente, uma vez que estamos tratando de uma companhia privada, com estrutura de capital relativamente pouco alavancada, estável e com expectativa de permanecer assim, vamos utilizar o método do Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista.

Como estamos realizando uma avaliação da Companhia para entrada do fundo ao final de 2022, vamos realizar um Fluxo de Caixa Descontado em 2 Estágios. O primeiro com base nas projeções entre 2022 e 2026 e o segundo com base no cálculo de valor na perpetuidade.

Primeiramente, vamos partir do Fluxo de Caixa projetado, para determinar os fluxos. Depois, vamos calcular a taxa de desconto (k_e) que representa o custo de capital próprio para o acionista, para descontar os fluxos futuros a valor presente. Por fim, determinamos uma taxa de crescimento na perpetuidade para calcular o valor residual, na perpetuidade, dos fluxos subsequentes do segundo estágio do DCF.

6.1.1 FCFE

Como sabemos, podemos calcular o FCFE a partir da seguinte fórmula:

$$FCFE = Lucro Líquido - Capex + D\&A + \Delta Capital\ de\ Giro + \Delta Dívida$$

Portanto, ao olhar para o Fluxo de Caixa projetado, podemos determinar o FCFE para cada ano, conforme apresentado abaixo:

Tabela 37 – Projeção do Fluxo de Caixa

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
(=) EBITDA	7.950.868	10.848.886	16.451.794	21.334.471	23.116.288	24.380.858
(-) IRPJ e CSLL	(2.112.896)	(4.569.762)	(6.003.799)	(7.315.093)	(8.032.435)	(8.678.507)
(=) Fluxo de Caixa Operacional Bruto	5.837.973	6.279.123	10.447.995	14.019.379	15.083.853	15.702.350
Necessidade de Capital de Giro	268.309	(2.091.834)	(5.193.136)	(4.851.993)	(2.284.913)	(1.621.621)
Varição em Ativo Circulante	(1.036.694)	(4.345.746)	(11.074.446)	(10.402.895)	(4.994.717)	(3.544.790)
Varição em Passivo Circulante	1.305.003	2.253.912	5.881.310	5.550.902	2.709.804	1.923.169
(+) Outras Receitas e Despesas	28.649	32.599	42.394	51.321	55.607	58.649
(=) Fluxo de Caixa Operacional Líquido	6.134.930	4.219.888	5.297.252	9.218.707	12.854.547	14.139.379
Investimentos	(880.000)	(7.790.902)	(8.032.420)	(973.340)	(1.002.541)	(1.032.617)
Capex	(880.000)	(7.790.902)	(8.032.420)	(973.340)	(1.002.541)	(1.032.617)
(=) Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)	5.254.930	(3.571.014)	(2.735.168)	8.245.367	11.852.007	13.106.762
Fluxo de Caixa Financeiro	49.500.151	4.084.390	3.164.141	2.399.455	2.782.459	3.415.060
(=) Fluxo de Caixa Livre Após Fluxo Financeiro (FCFE)	54.755.082	513.376	428.973	10.644.822	14.634.465	16.521.822

Fonte: Elaboração própria

6.1.2 Custo de Capital Próprio (k_e)

Para calcular o custo de capital próprio, partimos da premissa apresentada anteriormente de que o k_e equivale ao retorno esperado pelo acionista para realizar tal investimento, de acordo com a fórmula abaixo:

Fórmula do Custo de Capital Próprio

$$k_e = E(R_i)$$

Assim sendo, podemos utilizar o modelo CAPM para calcular o custo de capital próprio. O modelo CAPM se dá pela fórmula a seguir:

Fórmula do Retorno Esperado de um Ativo

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times PR$$

6.1.2.1 Taxa Livre de Risco (R_f)

Na taxa livre de risco, utilizamos a recomendação de Damodaran (2002), de partir da taxa livre de risco dos *treasuries* de 10 anos americanos (1,6%), ajustados pelo prêmio de risco país (Brasil) (2,9%) e diferencial de inflação – entre CPI americano e IPCA brasileiro (3,2%).

Tabela 38 – *Curva de juros dos treasuries americanos*

Date	1 Mo	2 Mo	3 Mo	6 Mo	1 Yr	2 Yr	3 Yr	5 Yr	7 Yr	10 Yr	20 Yr	30 Yr
11/01/21	0.05	0.09	0.05	0.06	0.15	0.50	0.79	1.20	1.46	1.58	2.01	1.98

Fonte: Site do Tesouro Americano (treasury.gov)

Tabela 39 – *Compilado de Damodaran (NYU) de prêmios de risco e ratings*

Country		Moody's rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium
Abu Dhabi	Middle East	Aa2	0.44%	5.20%	0.48%
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	3.98%	9.08%	4.36%
Andorra (Principality of)	Western Europe	Caa1	6.63%	11.98%	7.26%
Angola	Africa	Caa1	6.63%	11.98%	7.26%
Argentina	Central and South America	Ca	10.60%	16.34%	11.62%
Armenia	Eastern Europe & Russia	Ba3	3.18%	8.21%	3.49%
Aruba	Caribbean	Baa1	1.41%	6.27%	1.55%
Australia	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	4.72%	0.00%
Austria	Western Europe	Aa1	0.35%	5.10%	0.38%
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	Ba2	2.65%	7.63%	2.91%
Bahamas	Caribbean	Ba2	2.65%	7.63%	2.91%
Bahrain	Middle East	B2	4.86%	10.05%	5.33%
Bangladesh	Asia	Ba3	3.18%	8.21%	3.49%
Barbados	Caribbean	Caa1	6.63%	11.98%	7.26%
Belarus	Eastern Europe & Russia	B3	5.75%	11.02%	6.30%
Belgium	Western Europe	Aa3	0.53%	5.31%	0.59%
Belize	Central and South America	Caa3	8.83%	14.40%	9.68%
Benin	Africa	B2	4.86%	10.05%	5.33%
Bermuda	Caribbean	A2	0.75%	5.54%	0.82%
Bolivia	Central and South America	B2	4.86%	10.05%	5.33%
Bosnia and Herzegovina	Eastern Europe & Russia	B3	5.75%	11.02%	6.30%
Botswana	Africa	A2	0.75%	5.54%	0.82%
Brazil	Central and South America	Ba2	2.65%	7.63%	2.91%

Fonte: <https://pages.stern.nyu.edu/>

Conjugando esses fatores, obtemos uma taxa livre de risco no Brasil de 7,7%, que é próxima aos atuais 7,25% da SELIC Meta, o que faz sentido.

Tabela 40 – *Composição da taxa livre de risco brasileira*

Taxa Livre de Risco Brasil	7,7%
Taxa Livre de Risco EUA	1,6%
Prêmio Risco Brasil	2,9%
Diferencial de Inflação	3,2%

Fonte: *Elaboração própria*

6.1.2.2 Beta (β)

Para o cálculo do Beta, mais uma vez recorreremos à literatura de Damodaran (2002). Ele recomenda que se calcule o beta através da média ou mediana dos betas desalavancados de um conjunto de comparáveis. Com esse valor, calcula-se o beta alavancado através da seguinte relação:

Fórmula da Alavancagem do Beta

$$\beta_{alavancado} = \beta_{desalavancado} \times \left(1 + (1 - t) \times \left(\frac{D}{E} \right) \right)$$

Assim sendo, partimos do conjunto de comparáveis do setor pet (descritos anteriormente), apresentados a seguir:

Tabela 41 – *Betas desalavancados das comparáveis do setor pet*

Beta Comparáveis (5 anos, mensal)	
Tier 1	Beta Desalavancado
Petco	0,97
Pets At Home	0,22
Chewy	0,32
Zooplus	0,27
Mediana	0,30

Fonte: Capital IQ, elaboração própria

Esse conjunto foi utilizado pois é formado pelas empresas que mais se assemelham à Terra Pet. A Petz não está nesse conjunto pois foi listada na bolsa há menos de um ano, portanto não possui um histórico de negociação e flutuação de preços longo o suficiente para que seja incluída na amostra.

A mediana dos valores é 0,30. É um valor relativamente baixo, mas considerando se tratar do setor pet, que é bastante resiliente devido à demanda inelástica por rações, faz sentido que flutue muito menos que a maioria dos demais setores da economia.

Além disso, ao final de 2020, a Terra Pet possuía R\$16,1m de Dívida Bruta e R\$17,0m de Patrimônio Líquido. Aplicando a fórmula, obtemos:

Fórmula da Alavancagem do Beta

$$\beta_{alavancado} = \beta_{desalavancado} \times \left(1 + (1 - t) \times \left(\frac{D}{E} \right) \right)$$

$$\beta_{alavancado} = 0,3 \times \left(1 + (1 - 0,34) \times \left(\frac{16,1}{17,0} \right) \right)$$

$$\beta_{alavancado} = 0,48$$

6.1.2.3 Prêmio de Risco (PR)

Para o prêmio de risco, utilizamos a tabela da *New York University* compilada por Damodaran, que apresenta o prêmio de risco para investimento em no mercado de ações brasileiro como 7,6%, conforme tabela abaixo:

Tabela 42 – *Compilado de Damodaran (NYU) de prêmios de risco e ratings*

Country		Moody's rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium
Abu Dhabi	Middle East	Aa2	0.44%	5.20%	0.48%
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	3.98%	9.08%	4.36%
Andorra (Principality of)	Western Europe	Caa1	6.63%	11.98%	7.26%
Angola	Africa	Caa1	6.63%	11.98%	7.26%
Argentina	Central and South America	Ca	10.60%	16.34%	11.62%
Armenia	Eastern Europe & Russia	Ba3	3.18%	8.21%	3.49%
Aruba	Caribbean	Baa1	1.41%	6.27%	1.55%
Australia	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	4.72%	0.00%
Austria	Western Europe	Aa1	0.35%	5.10%	0.38%
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	Ba2	2.65%	7.63%	2.91%
Bahamas	Caribbean	Ba2	2.65%	7.63%	2.91%
Bahrain	Middle East	B2	4.86%	10.05%	5.33%
Bangladesh	Asia	Ba3	3.18%	8.21%	3.49%
Barbados	Caribbean	Caa1	6.63%	11.98%	7.26%
Belarus	Eastern Europe & Russia	B3	5.75%	11.02%	6.30%
Belgium	Western Europe	Aa3	0.53%	5.31%	0.59%
Belize	Central and South America	Caa3	8.83%	14.40%	9.68%
Benin	Africa	B2	4.86%	10.05%	5.33%
Bermuda	Caribbean	A2	0.75%	5.54%	0.82%
Bolivia	Central and South America	B2	4.86%	10.05%	5.33%
Bosnia and Herzegovina	Eastern Europe & Russia	B3	5.75%	11.02%	6.30%
Botswana	Africa	A2	0.75%	5.54%	0.82%
Brazil	Central and South America	Ba2	2.65%	7.63%	2.91%

Fonte: <https://pages.stern.nyu.edu/>

Com isso, podemos aplicar a fórmula do CAPM para determinar o k_e da Terra Pet:

Fórmula do Retorno Esperado de um Ativo

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times PR$$

$$E(R_i) = 7,7\% + 0,48 \times 7,6\%$$

$$E(R_i) = 11,2\%$$

Como referência, o custo médio da dívida foi de 7,3% nos últimos três anos. Portanto, um custo de capital próprio de 11,2% é condizente.

6.1.2.4 Fluxo de Caixa Descontado e Perpetuidade.

Com base no FCFE projetado para cada ano e um custo de capital próprio de 11,2%, seguem os valores dos fluxos descontados para o final de 2021 (momento de entrada do fundo).

Tabela 43 – *Projeção de FCFE e fluxos trazidos a valor presente*

DCF (Discounted Cash Flow)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
FCFE		0,5	0,4	10,6	14,6	16,5
Fluxos Descontados para 2021		0,5	0,3	7,6	9,3	9,4

Fonte: *Elaboração própria*

A somatória desses fluxos totaliza R\$27,7m.

Após isso, utilizamos o FCFE de 2027 para calcular o valor da perpetuidade através da fórmula a seguir:

Fórmula do Valor da Perpetuidade

$$\text{Valor Perpetuidade}(n) = \frac{FC(t + 1)}{(r - g)}$$

$$\text{Valor Perpetuidade}(2026) = \frac{FC(2027)}{(11,3\% - 3\%)}$$

$$\text{Valor Perpetuidade}(2026) = \frac{17,4}{8,3\%}$$

$$\text{Valor Perpetuidade}(2026) = 208,8$$

Descontando esse fluxo de R\$208,8m, em 2026, o valor presente pelo *ke* de 11,3%, temos que o valor presente dos fluxos na perpetuidade equivalem a R\$109,5m.

Portanto, adicionando esse valor ao somatório dos fluxos, entre 2021 e 2026, o valor da empresa calculado pelo método do Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista é de R\$137,2m.

6.2 Avaliação Relativa (Múltiplos)

Para a Avaliação Relativa por Múltiplos, vamos olhar para dois conjuntos de comparáveis: (i) varejo pet global e (ii) varejo “*premium*” brasileiro.

Tal tomada de decisão foi baseada na empresa que estamos analisando. A Terra Pet é uma varejista pet brasileira, então o ideal seria compará-la com outras varejistas pet brasileiras. No entanto, atualmente, a única varejista pet brasileira listada é a Petz, as outras duas gigantes brasileiras do setor, Cobasi e Petlove, são empresas privadas. Assim sendo, não seria possível compará-la exclusivamente com varejistas pet brasileiras.

Com isso, temos que expandir o escopo de análise. Um caminho é expandir geograficamente: podemos olhar varejistas pet em outros mercados que não o brasileiro. Por esse caminho, podemos olhar Petco, Pets at Home, Chewy e Zooplus.

O outro caminho é expandir em termos de setor. Varejo pet é um segmento do setor mais amplo conhecido como varejo. Assim sendo, se expandirmos nosso olhar para as demais

varejistas brasileiras, temos um conjunto maior para analisar. Como a Petz é negociada a múltiplos muito elevados, por ser um ativo de boa performance em um setor de crescimento e resiliente, optamos por pegar as varejistas também de maior crescimento na bolsa, que costumam ter múltiplos mais elevados.

Dito isso, temos os seguintes conjuntos de comparáveis e seus múltiplos de negociação:

Tabela 44 – Múltiplos de negociação e informação básicas das comparáveis listadas

Múltiplos Comparáveis Listadas											
Companhia	País	Market Cap. (R\$m)	EV / Sales			EV / EBITDA			P / E		
			FY20	FY21	FY22	FY20	FY21	FY22	FY20	FY21	FY22
Tier 1 - Varejistas Pet Global											
Petco	EUA	32.094	1,8x	1,6x	1,5x	28,1x	25,8x	23,6x	n.m.	n.m.	n.m.
Pets At Home	Reino Unido	14.248	2,6x	2,6x	2,5x	21,2x	17,0x	15,7x	32,5x	23,7x	21,8x
Chewy, Inc.	EUA	160.448	4,1x	3,3x	2,7x	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Zooplus	Alemanha	18.315	1,8x	1,6x	1,4x	80,4x	67,5x	59,6x	116,8x	82,2x	65,3x
Média			2,6x	2,3x	2,0x	43,2x	36,8x	33,0x	74,7x	53,0x	43,5x
Mediana			2,2x	2,1x	2,0x	28,1x	25,8x	23,6x	74,7x	53,0x	43,5x
Tier 2 - Varejistas Premium Brasil											
Petz	Brasil	10.165	7,1x	5,5x	4,1x	63,9x	43,4x	29,9x	137,0x	104,1x	65,9x
Magazine Luiza	Brasil	103.606	3,6x	3,0x	2,3x	159,8x	110,2x	76,5x	264,5x	144,3x	92,2x
Soma	Brasil	14.282	11,5x	5,3x	3,5x	n.m.	35,2x	18,5x	n.m.	91,7x	24,2x
Vivara	Brasil	7.499	6,2x	4,8x	4,1x	41,5x	34,0x	24,8x	51,1x	37,5x	25,8x
Raia Drogasil	Brasil	41.881	2,1x	1,7x	1,4x	29,9x	20,3x	16,7x	84,5x	50,0x	37,8x
Arezzo	Brasil	8.917	5,9x	3,7x	3,1x	40,5x	16,2x	12,2x	183,5x	39,1x	27,7x
Renner	Brasil	30.145	4,1x	2,9x	2,6x	27,4x	11,6x	9,9x	27,5x	32,5x	23,3x
Centauro	Brasil	7.721	4,2x	2,0x	1,7x	63,3x	15,6x	11,9x	n.m.	64,3x	30,6x
Média			5,6x	3,6x	2,9x	60,9x	35,8x	25,1x	124,7x	70,4x	40,9x
Mediana			5,1x	3,3x	2,9x	41,5x	27,1x	17,6x	110,8x	57,2x	29,2x

Fonte: Capital IQ em 25/09/21, elaboração própria

Para a avaliação da Terra Pet vamos utilizar o EV/EBITDA 2021, que no momento da elaboração do presente trabalho trata-se de um múltiplo futuro, ou seja, com base em resultados ainda não concretizados, mas esperados. É o que o mercado vem utilizando de forma bastante recorrente para a precificação de ativos.

Como podemos notar, a mediana de EV/EBITDA do setor pet global é 25,8x, enquanto a do varejo de maior crescimento brasileiro é de 27,1x. Uma vez que ambos os conjuntos possuem muita similaridade com a Terra Pet, uma abordagem possível é utilizar um múltiplo misto de ambas. Para tanto, podemos utilizar a média dos dois valores, que é 26,5x, como ponto de referência para a avaliação da Terra Pet.

O EBITDA esperado para a empresa, em 2021, é de R\$8,0m. Com isso, o *Enterprise Value* se daria por:

$$\text{Enterprise Value} = \text{EV/EBITDA} \times \text{EBITDA}$$

$$\text{Enterprise Value} = 26,5 \times 8,0$$

$$\text{Enterprise Value} = \text{R\$}210,5\text{m}$$

No entanto, o que queremos calcular aqui é o *Equity Value* da empresa e não o *Enterprise Value*, portanto, pela fórmula que relacionada ambos, temos:

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{Dívida Líquida}$$

$$\text{Equity Value} = 210,5 - 2,4$$

$$\text{Equity Value} = \text{R\$}208,1\text{m}$$

Dessa forma, pode-se argumentar que o valor da Terra Pet pela avaliação relativa com comparáveis listados seria de R\$208,1m.

No entanto, vale destacar que a Terra Pet é uma companhia muito menor que todas as companhias listadas utilizadas na comparação. Além disso, não é listada em bolsa. Desta forma, há um risco maior de se investir na Terra Pet do que em outros ativos listados e maiores. Por conta disso, em *Private Equity*, que lida muito com empresas privadas, é comum atribuir um desconto no cálculo do valor da empresa, para tangibilizar esses riscos.

O valor do desconto pode variar bastante em função da qualidade do ativo e do estágio de maturidade da companhia. Por exemplo, se o fundo está analisando uma companhia já mais consolidada, em vias de realizar um IPO num prazo não tão distante, esse desconto pode ser menor (em torno de 10-15%), uma vez que a tendência é de que a empresa seja listada e ganhe robustez e liquidez em breve. Por outro lado, se é uma companhia pequena, com potencial dificuldade para liquidez, esse desconto pode ser mais elevado (entre 40-50%, podendo ser muito maior que isso em alguns casos).

No caso da Terra Pet, por conta de seu tamanho, é improvável que ela realize um IPO no curto ou médio prazo. No entanto, por ser um ativo de qualidade, líder regional com barreiras de entrada claras que até hoje impediram a entrada das maiores companhias do setor na região, ela possui valor estratégico e pode atrair interesse de players estratégicos, nacionais ou internacionais. Por conta disso, podemos atribuir um desconto não tão elevado em comparação com as listadas. Para o caso base, optamos por utilizar o valor de 30%.

Com esse desconto de 30%, o *Equity Value* da Terra Pet seria de R\$ 154,2m.

Comparado com os R\$137,2m obtidos pela avaliação de DFC, é um valor 12,2% superior. É natural que os números não sejam idênticos, uma vez que cada um deles é construído

com base em diversas premissas, mas o fato de o desvio entre eles não ser muito relevante é um bom indicativo de que os racionais para a construção deles faz sentido e um serve como forma de “*sanity-check*” o outro.

7 TRANSAÇÃO PROPOSTA E RETORNO PARA O FUNDO DE INVESTIMENTO

7.1 Transação Proposta

Em *Private Equity*, ao se analisar uma transação, é muito comum utilizar Avaliação Relativa por Múltiplos, tanto para a entrada quanto para a saída.

Portanto, a transação proposta parte do Caso Base da Avaliação Relativa por Múltiplos, que avalia a Terra Pet em R\$154,2m:

Tabela 45 – Avaliação de entrada na Terra Pet

Avaliação na Entrada (YE 2022)	
EBITDA de Entrada	8,0
Desconto Vs. Comps	30%
Múltiplo de Entrada	18,5x
EV Entrada	147,4
(-) Dívida Líquida	2,4
(=) Equity Entrada	144,9

Fonte: Elaboração própria

Conforme citado anteriormente, a estrutura acionária da Terra Pet pertence em sua totalidade à família controladora, conforme tabela abaixo:

Tabela 46 – Cap table inicial

Cap Table Inicial			
Stakeholder	Participação	R\$m	# ações
Acionistas Atuais	100,0%	144,9	1.000,0
Fundo de Investimento	-	-	-
Total			

Fonte: Dados da Companhia, elaboração própria

Com esse ponto de partida, a sugestão seria de um investimento de R\$100m, divididos entre R\$60m de primária e R\$40m de secundária. Ou seja, R\$60m seriam injetados na Companhia de forma a financiar e acelerar o plano de expansão da empresa e os outros R\$40m seriam utilizados como *cash-out*, para dar liquidez à família controladora. Isso está resumido na tabela abaixo:

Tabela 47 – *Composição do cheque do fundo*

Investimento Fundo	R\$m	# Ações
Cash-in	60,0	413,9
Cash-out	40,0	276,0
Total	100,0	689,9

Fonte: *Elaboração própria*

Com tal investimento, a composição acionária após a entrada do fundo seria a seguinte:

Tabela 48 – *Cap table após a entrada do fundo***Cap Table Final**

Stakeholder	Participação	R\$m	# ações
Acionistas Atuais	51,2%	104,9	724,0
Fundo de Investimento	48,8%	100,0	689,9
Total	100,0%	204,9	1.413,9

Fonte: *Elaboração própria*

A transação foi pensada de tal forma para endereçar alguns pontos. Primeiramente, ela injeta capital na companhia suficiente para alavancar o crescimento e abertura de lojas para os próximos anos. Além disso, parte do cheque é utilizado como forma de fornecer liquidez à família controladora, que é interesse da família e será visto com bons olhos. Além disso, esse tamanho de cheque permite ao fundo ter uma participação relevante de quase 50% para garantir direitos de governança, mas mantendo parcela minoritária, de forma que os acionistas atuais seguem como controladores e altamente incentivados a batalhar pelo sucesso de longo prazo da companhia.

Outro ponto relevante é a avaliação de entrada. Foi utilizada uma avaliação por múltiplos (EV/EBITDA 2021) mista entre os comparáveis do setor pet globais e do varejo *premium* brasileiro, com pesos iguais. Em cima disso, foram aplicados 30% de desconto. Acreditamos que tal forma de avaliação é sustentável de um ponto de vista racional e o desconto é condizente com a fase de maturidade da companhia, que ainda precisa galgar um longo caminho caso queira eventualmente acessar o mercado de capitais.

7.2 Retorno para o Fundo

Com base na transação proposta, podemos determinar qual seria o retorno para o fundo com base em algumas premissas.

Utilizando a projeção de 2021 a 2026 apresentada anteriormente, temos os seguintes resultados projetados:

Tabela 49 – *Resumo das projeções financeiras*

Financiais (R\$m)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	CAGR '16-'20	CAGR '21-'26
Receita Líquida	79,2	90,1	117,2	141,8	153,7	162,1	21,1%	15,4%
<i>Crescimento</i>	<i>8,4%</i>	<i>13,8%</i>	<i>30,0%</i>	<i>21,1%</i>	<i>8,4%</i>	<i>5,5%</i>		
Lucro Bruto	35,8	41,6	55,3	66,9	72,5	76,4	23,7%	16,4%
<i>Margem Bruta (% ROL)</i>	<i>45,2%</i>	<i>46,2%</i>	<i>47,2%</i>	<i>47,2%</i>	<i>47,2%</i>	<i>47,2%</i>	<i>3,7%</i>	<i>2,0%</i>
EBITDA	8,0	10,8	16,5	21,3	23,1	24,4	33,4%	25,1%
<i>Margem EBITDA (% ROL)</i>	<i>10,0%</i>	<i>12,0%</i>	<i>14,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>5,0%</i>
EBIT	6,7	9,3	14,5	19,1	20,8	22,1	45,3%	27,0%
<i>Margem EBIT (% ROL)</i>	<i>8,4%</i>	<i>10,3%</i>	<i>12,3%</i>	<i>13,4%</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,6%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,2%</i>
EBT	6,2	14,3	18,4	22,2	24,3	26,2	49,4%	33,3%
<i>Margem EBT (% ROL)</i>	<i>7,8%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,6%</i>	<i>15,8%</i>	<i>16,2%</i>	<i>6,3%</i>	<i>8,3%</i>
Lucro Líquido	4,1	9,5	12,2	14,6	16,0	17,3	52,9%	33,3%
<i>Margem Líquida (% ROL)</i>	<i>5,2%</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,7%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,5%</i>
Dividendos Pagos	1,0	2,4	3,0	3,7	4,0	4,3	52,9%	33,3%
Dívida Líquida	(57,6)	(56,3)	(54,2)	(61,6)	(72,7)	(85,3)	19,2%	8,2%
<i>DL/EBITDA</i>	<i>(7,2x)</i>	<i>(5,2x)</i>	<i>(3,3x)</i>	<i>(2,9x)</i>	<i>(3,1x)</i>	<i>(3,5x)</i>	<i>(0,4x)</i>	<i>(8,3x)</i>

Fonte: *Elaboração própria*

Assim sendo, é esperado que a Terra Pet gere um EBITDA de R\$24,4m em 2026.

Se assumirmos um múltiplo EV/EBITDA de saída igual ao de entrada, essa premissa será sensibilizada e estressada mais adiante, teríamos o seguinte panorama:

Tabela 50 – *Avaliação da saída do fundo*

Avaliação na Saída (YE 2026)	
EBITDA de Saída 2026	24,4
Múltiplo de Saída	18,5x
EV Saída	451,9
(-) Dívida Líquida	(72,7)
(=) Equity Saída	524,6

Fonte: *Elaboração própria*

Portanto, em 2026, a companhia teria um *Equity Value* total de R\$524,6m.

Com base na participação do fundo de 48,8%, o fundo seria proprietário de R\$256,0m. Ademais, ao longo da projeção a companhia gera lucros e parte deles (25%) são distribuídos anualmente na forma de dividendos.

Todos esses fluxos – incluindo o investimento do fundo, em 2021 – estão representados a seguir:

Tabela 51 – Fluxo de caixa do investimento do fundo

Fluxo de Caixa do Investimento	dez-21	dez-22	dez-23	dez-24	dez-25	dez-26
(-) Investimento	(100,0)	-	-	-	-	-
(+) Dividendos	-	1,2	1,5	1,8	2,0	-
(+) Desinvestimento	-	-	-	-	-	256,0
Fluxo Total	(100,0)	1,2	1,5	1,8	2,0	256,0

Fonte: Elaboração própria

Tais fluxos representam retornos apresentados na tabela a seguir:

Tabela 52 – Métricas de retorno do investimento

R\$m Absolutos	162,3
TIR	21,6%
MOIC	2,6x
VPL	48,8

Fonte: Elaboração própria

Além disso, o investimento de R\$100m do fundo retornaria em 2026, R\$162,3m a mais do que foi investido. Isso representa um retorno de 21,6% a.a. (TIR), uma multiplicação do capital por 2,6x e um valor presente líquido de R\$48,8 – considerando a taxa de desconto de 11,3%.

Portanto, se o investimento for concretizado nas condições apresentadas e os resultados da companhia forem aderentes às projeções, tal investimento terá bastante sucesso e trará retornos interessantes para o investidor sob as diversas métricas de avaliação de retorno.

8 SENSIBILIDADES

No entanto, como sabemos, nos investimentos sempre existe incerteza. Existem diversas variáveis que estão fora do controle do investidor e que não devem ser ignoradas. Além disso, em qualquer projeção financeira existe claro muita ciência, mas também muita imprecisão e potenciais desvios, pois as premissas assumidas podem se mostrar distintas da realidade conforme o tempo passa e os fatos vêm a se concretizar.

Por conta disso, é sensato sempre estressar as variáveis utilizadas, de forma a entender e quantificar quais fatores podem ser críticos para o sucesso do investimento e em que grau eles podem afetar os retornos. Esses fatores podem ser relacionados ou não à operação da companhia. Por exemplo, é comum que as margens operacionais da companhia sejam um fator crítico e uma variável que afeta muito o resultado da modelagem financeira, e está em grande medida relacionada com a operação da companhia. Por outro lado, o múltiplo pago na entrada também afeta muito o retorno do fundo, mas não está diretamente ligado à operação da empresa, e sim à negociação que ocorre entre as partes.

Para fazer esse teste de estresse, vamos utilizar tabelas de sensibilidade. Todas as tabelas de sensibilidades que serão apresentadas possuirão a mesma estrutura: teremos 2 variáveis, expostas no eixo x e y, e 1 resultante, exposta em cada uma das células, pelo cruzamento entre as duas variáveis em seus diferentes valores. Além disso, teremos sempre 5 valores para cada uma das variáveis e o 3º valor de cada variável (o central) será o valor que está sendo utilizado no caso base. Portanto, a célula exatamente no centro (3ª linha e 3ª coluna) sempre representará a resultante que está rodando no caso base. Com isso, ao aumentar ou reduzir cada uma das variáveis, conseguimos identificar o impacto de desvios para mais ou para menos em cada uma das variáveis.

8.1.1 Variáveis Críticas e Tabelas de Sensibilidade

Por conta do exposto acima, foram listadas algumas das variáveis com maiores impactos na avaliação da companhia e também do retorno do fundo, que, para a análise, é um dos pontos mais relevantes. Como a transação foi proposta com base na avaliação por múltiplos, que é mais usual na indústria de *Private Equity*, vamos focar nessa abordagem, mas sem desconsiderar a abordagem do DFC.

Duas variáveis muito relevantes para o retorno do fundo são múltiplos de entrada e saída. Para o retorno do fundo, evidentemente, é melhor entrar a um múltiplo mais baixo (“pagar barato”) e sair a um múltiplo mais alto (“vender caro”). Isso está refletido na tabela de

sensibilidade abaixo, em que o *output* é a TIR do fundo no investimento, quanto maior mais tende para o espectro verde da escala de cores.

Tabela 53 – Sensibilidade de retorno do fundo (TIR) em função de EV/EBITDA de entrada e saída

TIR - Eixo x: EV/EBITDA de Entrada / Eixo y: EV/EBITDA Saída					
	14,5x	16,5x	18,5x	20,5x	22,5x
14,5x	20,9%	18,7%	16,8%	15,0%	13,4%
16,5x	23,5%	21,3%	19,3%	17,5%	15,8%
18,5x	25,9%	23,6%	21,6%	19,8%	18,1%
20,5x	28,1%	25,8%	23,7%	21,9%	20,2%
22,5x	30,1%	27,8%	25,7%	23,8%	22,1%

Fonte: Elaboração própria

Podemos notar que no pior cenário apresentado, em que se entra a um múltiplo de 22,5x e sai a um múltiplo de 14,5x, ou seja, há uma compressão de múltiplo considerável, o retorno do fundo seria de 13,5%. Evidentemente, não é um retorno muito elevado, mas ainda bate a inflação e o CDI atual. Do lado oposto da tabela, em que há uma expansão de múltiplo considerável, o retorno é de 30,1%, um retorno extremamente atrativo para o investidor.

Portanto, podemos dizer que essa análise de sensibilidade mostra que o investimento tal qual foi apresentado é risco-assimétrico, ou seja, o risco-retorno está desequilibrado para um dos lados. No caso de forma positiva, pois no cenário positivo se ganha muito, mas no cenário negativo, não se perde tanto (na realidade, ainda se ganha dinheiro, mas menos).

No entanto, a entrada a 18,5x EV/EBITDA é uma premissa e pode não ser realizável. Por exemplo, se ao apresentar tal oferta aos sócios da Terra Pet, estes julgarem que o valor é muito baixo, podem não aceitar. Poderiam, hipoteticamente, pedir que tal múltiplo fosse elevado para 20,5x. Com base nisso, podemos analisar quais seriam os retornos para o fundo olhando para a quarta coluna da tabela e decidir se devemos aceitar ou não tal contraproposta.

Dito isso, segue abaixo uma tabela que replica a análise anterior, mas com *output* em *MOIC* (multiplicação do capital) em vez de TIR (retorno ao ano)

Tabela 54 – Sensibilidade de retorno do fundo (MOIC) em função de EV/EBITDA de entrada e saída

MOIC - Eixo x: EV/EBITDA de Entrada / Eixo y: EV/EBITDA Saída					
	14,5x	16,5x	18,5x	20,5x	22,5x
14,5x	2,5x	2,3x	2,1x	2,0x	1,9x
16,5x	2,8x	2,6x	2,4x	2,2x	2,1x
18,5x	3,1x	2,8x	2,6x	2,4x	2,3x
20,5x	3,4x	3,1x	2,9x	2,7x	2,5x
22,5x	3,7x	3,4x	3,1x	2,9x	2,7x

Fonte: Elaboração própria

O resultado é bastante similar à anterior e atesta para a convexidade de retornos: um cenário otimista multiplica o capital por 3,7x em 5 anos e um pessimista por 1,9x, resultado ainda positivo.

Tabela 55 – Sensibilidade de retorno (R\$m) em função de EV/EBITDA de entrada e saída

R\$m Abs - Eixo x: EV/EBITDA de Entrada / Eixo y: EV/EBITDA Saída					
	14,5x	16,5x	18,5x	20,5x	22,5x
14,5x	154,2	132,8	114,7	99,3	85,9
16,5x	182,4	158,6	138,5	121,4	106,5
18,5x	210,5	184,4	162,3	143,4	127,1
20,5x	238,7	210,2	186,1	165,5	147,7
22,5x	266,8	236,0	209,9	187,6	168,3

Fonte: Elaboração própria

Essa análise não traz nenhum *insight* novo, mas nos permite quantificar em R\$m quais os retornos esperados pelo fundo nos diferentes cenários.

O mesmo ocorre quando replicamos a análise em termos de VPL, apresentado abaixo:

Tabela 56 – Sensibilidade de retorno do fundo (VPL) em função de EV/EBITDA de entrada e saída

VPL - Eixo x: EV/EBITDA de Entrada / Eixo y: EV/EBITDA Saída					
	14,5x	16,5x	18,5x	20,5x	22,5x
14,5x	44,7	33,4	23,8	15,7	8,6
16,5x	59,5	46,9	36,3	27,2	19,4
18,5x	74,3	60,5	48,8	38,8	30,2
20,5x	89,0	74,0	61,3	50,4	41,0
22,5x	103,8	87,5	73,8	62,0	51,8

Fonte: Elaboração própria

Apesar de não trazer nada muito revelador, ele indica o retorno financeiro a valor presente esperado, considerando o custo de capital. Como podemos ver, no cenário mais pessimista, esse retorno é baixo, de apenas R\$8,6m, comparado com os R\$85,9m de retorno absoluto nesse mesmo período, sem descontar pelo custo de capital.

As análises anteriores mostram que o retorno para o fundo em tal investimento tende a ser bastante positivo. Mas todas elas partem da premissa de que as projeções financeiras realizadas se concretizam. Portanto, agora vamos também sensibilizar métricas mais operacionais da Terra Pet, de forma a entender como o retorno do fundo se daria em diferentes cenários de entrega operacional.

A seguir está apresentada uma tabela de sensibilidade com *output* de TIR, com base na Receita Operacional Líquida na Saída (2026) e a Margem EBITDA nesse mesmo momento. Optou-se por utilizar tais variáveis pois elas são um *driver* importante de valor. Como já foi citado anteriormente, na indústria de *Private Equity* e M&As, é bastante comum avaliar as empresas a múltiplos de EV/EBITDA. Portanto, o EBITDA da empresa é uma variável chave para a precificação. O EBITDA pode ser decomposto entre Receita Líquida e Margem EBITDA, e é exatamente isso que estamos fazendo aqui.

Tabela 57 – Sensibilidade de retorno do fundo (TIR) em função de ROL e margem EBITDA na saída

TIR - Eixo x: Receita Líquida na Saída (R\$m) / Eixo y: Margem EBITDA Saída (%)					
	122,1	142,1	162,1	182,1	202,1
10,0%	9,0%	11,5%	13,8%	16,0%	18,0%
12,5%	12,8%	15,5%	18,0%	20,3%	22,4%
15,0%	16,1%	19,0%	21,6%	24,0%	26,3%
17,5%	19,0%	22,1%	24,8%	27,4%	29,8%
20,0%	21,7%	24,9%	27,8%	30,4%	32,9%

Fonte: Elaboração própria

Como podemos notar, conforme nos deslocamos para a esquerda (menor receita) e para cima (menor margem), os retornos para o fundo são decrescentes. No pior cenário projetado o retorno seria de 9,0%, bem abaixo de o retorno esperado para um investimento de *Private Equity*, mas ainda acima de CDI e em linha com inflação. Por outro lado, no melhor cenário, o retorno seria um extremamente atrativo 32,9%.

Aqui, de forma indireta já estamos sensibilizando outras variáveis relevantes. Por exemplo, se em vez de 6 lojas em 2022 e 2023 fossem abertas apenas 1 por ano, a ROL projetada para 2026 cairia de R\$162,1m para R\$123,3m, o que é bastante próximo aos R\$122,1m simulados à esquerda da tabela - de casos pessimistas. Notamos que, nesse caso, se a margem

EBITDA em 2026 de fato for de 15%, a TIR para o fundo no investimento seria de 16,1%, o que é um retorno bastante atrativo considerando SELIC Meta atual de 7,25%. Por outro lado, caso além das 6 lojas a companhia abrir mais 2 lojas em 2024 e 2 em 2025, a receita seria de R\$201,3m em 2026, bastante próximo ao extremo direito da tabela, com retornos entre 18,0% e 32,9%, a depender da margem EBITDA em 2026.

Com relação à margem, foram utilizadas algumas premissas que também vale estressas. Estimamos 2pp de ganho em margem bruta devido ao ganho de escala em compras e 3pp em SG&A devido à diluição de custos fixos, totalizando 5pp em margem EBITDA. Caso nenhum dessas alavancas se concretizassem, iríamos para um cenário de margem de 10% em 2026, que está representada na linha superior da tabela. Por outro lado, se alguma dessas alavancar tiver sido subestimada ou se a companhia conseguir aumentar sua eficiência operacional de outras maneiras, poderíamos ter em 2026 margens superiores a 15%, representadas nas linhas inferiores da tabela.

Agora, replicamos a mesma análise com *MOIC*, *VPL* e R\$m absolutos como resultante:

Tabela 58 – Sensibilidade de retorno do fundo (*MOIC*) em função de *ROL* e margem *EBITDA* na saída

MOIC - Eixo x: Receita Líquida na Saída (R\$m) / Eixo y: Margem EBITDA Saída (%)					
	122,1	142,1	162,1	182,1	202,1
10,0%	1,5x	1,7x	1,9x	2,1x	2,3x
12,5%	1,8x	2,0x	2,3x	2,5x	2,7x
15,0%	2,1x	2,4x	2,6x	2,9x	3,2x
17,5%	2,4x	2,7x	3,0x	3,3x	3,6x
20,0%	2,6x	3,0x	3,4x	3,7x	4,1x

Fonte: Elaboração própria

Tabela 59 – Sensibilidade de retorno do fundo (R\$m) em função de *ROL* e margem *EBITDA* na saída

R\$m - Eixo x: Receita Líquida na Saída (R\$m) / Eixo y: Margem EBITDA Saída (%)					
	122,1	142,1	162,1	182,1	202,1
10,0%	52,7	70,9	89,0	107,2	125,4
12,5%	80,3	103,0	125,7	148,4	171,1
15,0%	107,9	135,1	162,3	189,5	216,7
17,5%	135,5	167,2	199,0	230,7	262,4
20,0%	163,1	199,4	235,6	271,9	308,1

Fonte: Elaboração própria

Tabela 60 – Sensibilidade de retorno do fundo (*VPL*) em função de *ROL* e margem *EBITDA* na saída

VPL - Eixo x: Receita Líquida na Saída (R\$m) / Eixo y: Margem EBITDA Saída (%)					
	122,1	142,1	162,1	182,1	202,1
10,0%	(8,7)	0,8	10,3	19,9	29,4
12,5%	5,8	17,7	29,6	41,5	53,4
15,0%	20,2	34,5	48,8	63,1	77,4
17,5%	34,7	51,4	68,0	84,7	101,3
20,0%	49,2	68,2	87,3	106,3	125,3

Fonte: Elaboração própria

Aqui vemos o primeiro resultado de fato negativo. No cenário de pior entrega operacional em termos de receita e margem, teríamos um VPL negativo de R\$8,7m, considerando o custo de capital de 11,2%. Portanto, se análises mais aprofundadas nos levassem a acreditar que tal cenário seja o mais provável de se concretizar, tal investimento não seria recomendado.

No entanto, evidentemente o cenário que acreditamos ter a maior probabilidade de ocorrência é o do caso base, apresentado exatamente no centro da tabela. Cenários limítrofes para qualquer um dos extremos da tabela deveria ter uma probabilidade de ocorrência muito menores.

Em adição às análises anteriores, vamos também realizar uma em relação ao *Equity Value* atual da empresa com base na metodologia do DCF.

Duas variáveis bastante sensíveis em qualquer modelo de DCF são o custo de capital (WACC ou k_e) e a taxa de crescimento na perpetuidade (g). Em nosso modelo, os valores utilizados foram 11,3% para o k_e e 3,0% para o g . Vamos agora sensibilizar essas variáveis da mesma forma que fizemos nas tabelas anteriores. Os resultados estão apresentados abaixo:

Tabela 61 – *Equity Value da Terra Pet (R\$m) em função do custo de capital e cresc. na perpetuidade*

Equity Value (R\$m) - Eixo x: k_e / Eixo y: g					
	9,3%	10,3%	11,3%	12,3%	13,3%
1%	157,1	136,6	120,2	106,9	95,8
2%	174,1	149,3	129,9	114,5	101,9
3%	196,6	165,4	142,0	123,7	109,0
4%	227,4	186,7	157,3	135,1	117,8
5%	272,4	215,9	177,4	149,6	128,6

Fonte: Elaboração própria

Nota-se como de fato tais variáveis são bastante sensíveis no modelo. Um incremento de 4pp no custo de capital da Companhia gera uma variação de aproximadamente 39% em seu valor, o que é bastante relevante.

Por conta disso, é sempre recomendável utilizar mais de um método de avaliação de empresas como forma de “*sanity check*”, além de estressar as diversas variáveis para entender seus impactos no resultado final, conforme foi feito.

9 CONCLUSÕES

9.1 Principais Conclusões

Ao longo do presente trabalho, exploramos as características do mercado pet brasileiro, que atualmente apresenta grande crescimento, resiliência e alta fragmentação. Por conta disso, de um ponto de vista de investimentos, é um setor ainda bastante atrativo.

O ativo em questão, a Terra Pet, está bem estabelecido em posição de liderança em um mercado com grande potencial de consumo e ainda pouco competitivo. A não presença de Petz e Cobasi na região são um fator relevante. Caso a Companhia seja capaz de expandir ainda mais sua presença na região, pode ser capaz de “fechar” o mercado, tornando sua presença regional tão densa que para os grandes *players* acaba sendo mais interessante abrir lojas em outras praças. Se isso de fato ocorrer, sem dúvida esse ativo seria extremamente atrativo.

Porém, se isso não ocorrer e eventualmente Petz e Cobasi venham a abrir lojas no estado do Maranhão, a competitividade da regional vai se acirrar. No entanto, mesmo que isso aconteça, a Terra Pet já possui uma presença física muito forte e é extremamente reconhecida na região por oferecer um mix completo e experiência de loja diferenciada. Portanto, poderia concorrer de igual com as duas grandes, apesar de que certamente sofreria alguma pressão de margem, mas que as análises de sensibilidade nesse sentido já demonstraram que não inviabilizaria o investimento.

A avaliação financeira da companhia foi realizada pelos métodos do Fluxo de Caixa Descontado e de Avaliação Relativa, por múltiplos de empresas comparáveis listadas. O resultado apresentado por cada uma das análises foi próximo, com desvio de 12% no valor do *Equity Value*, o que indica consistência na construção.

A transação desenhada colocaria o fundo de investimentos em posição minoritária relevante, próxima a 50% de participação, portanto certamente com direitos de governança de forma a influenciar a Companhia para o melhor caminho possível. Além disso, a avaliação de entrada está colocada de tal forma que a transação deve ser atrativa para os acionistas controladores, mas não alta a ponto de dificultar um bom retorno financeiro para o fundo. Por fim, a parcela de *cash-out* do investimento deveria ajudar a convencer os sócios atuais a realizarem uma transação, uma vez que caixa líquido para eles na pessoa física é sempre atrativo e é uma forma de garantir uma boa qualidade de si e para sua família para os próximos anos, independentemente dos resultados operacionais da Companhia.

Por fim, as análises de sensibilidades foram utilizadas para ponderar cenários diferentes do apresentado nas projeções do Caso Base. Os resultados obtidos em tais análises apontam

para cenários de retornos interessantes, mesmo que algumas variáveis se concretizem de forma pior que o contemplado no cenário esperado inicialmente.

9.2 Próximos Passos da Análise de Investimento

Aqui, trataremos de alguns pontos que podem ser vistos como próximos passos no projeto e nas análises.

9.2.1 Análises Adicionais

9.2.1.1 Múltiplos Históricos

Para melhorar ainda mais a tomada de decisão, podemos buscar realizar análises adicionais e refinamentos nas análises já realizadas. Por exemplo, nos baseamos bastante nos múltiplos de 2021 e 2022 em EV/EBITDA e P/E das comparáveis do setor pet estrangeiras e varejistas brasileiras.

Poderíamos realizar uma outra análise, levantando o histórico de evolução de cada um desses múltiplos para cada uma das empresas, para entender o momento de precificação em relação ao mercado. Mercados são cíclicos, então é recorrente haver momentos de preços mais elevados ou mais deprimidos de forma generalizada. Identificar um mercado em baixa pode ser ótimo momento para entrada em ativos de qualidade a preços justos. Por outro lado, mercados em alta podem apresentar maiores riscos, devido às precificações esticadas que serão exigidas pelos empresários nesses momentos.

9.2.1.2 Análise do Resultado por Loja

Além disso, se a transação evoluir, o recebimento de mais informações permitirá aprofundar nas análises específicas da companhia. Uma delas seria a análise financeira por loja, de forma a observar o resultado de cada uma delas individualmente e não apenas do resultado consolidado. Com base nessas informações, pode-se projetar de maneira mais precisa a DRE das novas lojas, incluindo premissas de despesas fixas e variáveis com base na metragem das lojas e SSS projetado, além de permitir a validação do tempo de maturação das lojas.

9.2.2 Evolução da Transação

9.2.2.1 Apresentação da Proposta Não Vinculante e Negociação dos Termos Principais

Após essas etapas, o próximo passo seria de fato apresentar a proposta aos sócios. Aqui, certamente haverá algum tipo de negociação, seja em relação ao tamanho de cheque, participação de fundo, principais direitos de governança, entre outros.

No entanto, como é uma etapa de oferta não-vinculante, em geral os termos principais são definidos e temas secundários ficam para uma etapa mais avançada na negociação. Isso porque o fundo ainda não teve a oportunidade de realizar uma diligência completa a companhia, ou seja, auditar os números e contratos da companhia, em termos financeiros, contábeis e jurídicos. Isso seria realizado na sequência, após acordados os grandes termos. Em geral, o fundo exigirá exclusividade com a Companhia por um período entre 60 e 120 dias para realizar as análises necessárias antes de engajar os assessores (financeiro-contábeis, jurídicos e, eventualmente, operacionais).

9.2.2.2 Diligência

Ultrapassada a etapa anterior, o fundo poderá entrar em diligência da Companhia, de forma a ganhar conforto com os números apresentados e identificar eventuais passivos e contingências da Companhia que, em uma primeira análise, podem não ter sido identificados.

Aqui, o fundo contrata uma empresa de auditoria para validar os números apresentados, do ponto de vista financeiro contábil, um escritório de advocacia, para garantir a lisura jurídica dos contratos e ajudar a garantir que a companhia não possui outros passivos ocultos e, eventualmente, uma consultoria estratégica para ajudar a validar a tese de investimento, com análises de mercado e do posicionamento competitivo do ativo em questão.

Essa etapa é extremamente relevante e definitiva para o fundo decidir se prossegue ou não com o investimento.

9.2.2.3 Apresentação da Proposta Final e Negociação dos Termos Definitivos

Após a realização da diligência completa, o fundo já está em posição para colocar na mesa a proposta final, em cima da qual serão negociados os últimos termos da transação.

Aqui, serão produzidos os contratos finais e, após pacificados todos os pontos, a assinatura dos mesmos firma o início da sociedade entre sócios fundadores e fundo de investimento.

9.2.2.4 Fechamento da Transação

Para qualquer transação em empresas desse porte, com avaliações na casa das centenas de milhões de reais, é necessário passar por aprovação dos órgãos reguladores, como o CADE.

Esse procedimento costuma levar alguns poucos meses, mas em grandes transações de impacto nacional, pode levar anos.

No caso da transação apresentada, uma vez que é um investimento de fundo de investimento e não há risco de maior concentração de ativos e formação de monopólios/cartéis, esse procedimento deveria ser célere e sem grandes preocupações.

9.2.3 Estrutura da Transação

9.2.3.1 Transação em *Tranches* (Parcelas)

Como vimos na seção de modelagem, o aporte de R\$50m na entrada do fundo colocaria a Terra Pet em uma posição de caixa bastante confortável. A Companhia tem o plano de abrir 3 lojas em 2022 (consumindo em torno de R\$8m em Capex) e mais 3 em 2023 (com consumo similar). Portanto, os R\$50m são mais que suficientes para cobrir esse valor e sobrar caixa.

Na realidade, a posição de caixa na entrada do fundo seria tão grande para o porte da companhia que seria até contraprodutiva, uma vez que o caixa no balanço da Companhia estaria sendo remunerado a CDI ou até abaixo disso, enquanto a operação da Companhia e seu custo de capital exigiriam retornos maiores. O fundo de investimento inclusive busca retornos até maiores que isso, na casa dos 20%. Portanto, tal soma de capital desde a entrada do fundo poderia não estar sendo utilizada da melhor forma.

Uma forma para mitigar esse efeito poderia ser reduzir um pouco o cheque da transação, por exemplo, para R\$75m (R\$50m de cash-out e R\$25m de cash-in). No entanto, é do interesse de todos que a companhia tenha capital abundante para realizar projetos e fazer uma expansão agressiva, então pode ser interessante manter o cheque como está.

Outra forma de mitigar esse efeito de ineficiência de caixa seria uma estrutura de transação em *tranches* (parcelas), na qual o mesmo montante de capital é injetado na companhia, mas em um prazo mais longo. Por exemplo, em vez de aportar os R\$50m de *cash-in* já na entrada do fundo, isso poderia ser feito em 3 parcelas anuais de R\$30m, R\$15m e R\$15m, respectivamente – corrigidos a algum índice de correção, evidentemente, para não penalizar os sócios atuais. Dessa forma, ao longo dos dois primeiros anos a Companhia terá capital mais que suficiente para suas necessidades no momento, mas sem carregar uma posição de caixa tão elevada e, ao final do terceiro ano, terá recebido o mesmo montante que teria em uma única parcela de R\$50m. Essa é uma estrutura bastante comum utilizada pelos fundos para

aumentar seus retornos sem prejudicar em nada a operação da Companhia, então costuma ser relativamente simples acordar isso com os sócios vendedores.

No exemplo acima, a utilização de tal cronograma de pagamento elevaria a TIR do fundo de 21,6% para 23,7%, um incremento de 2,1pp que, no cenário atual e futuro de juros (entre 5-10%), é bastante relevante.

9.2.3.2 Transação com Ajuste de Participação

Outro ponto que pode ser considerado seria a realização de uma transação com ajuste de participação, com base no resultado operacional da companhia ao longo dos anos. Por exemplo, se a companhia entregar um EBITDA menor que o esperado na saída, o fundo “ganha” um pouco de participação dos demais sócios, ao passo que se a companhia entregar um EBITDA maior que o esperado, o fundo “cede” um pouco de participação aos sócios.

O racional aqui seria de proteger o fundo em casos negativos, ao custo de ceder um pouco de retorno nos casos de retornos excepcionais. Isso pode fazer sentido por diversos motivos. Em primeiro lugar, em casos de excelentes retornos, não faz muita diferença para o fundo ter uma TIR de 33% ou de 30%, mas em casos ruins faz bastante diferença ter uma TIR de 13% em vez de 10%.

Além disso, essa estrutura alinha interesses: se o sócio fundador acredita na operação e entende que ela futuramente terá muito mais valor do que tem hoje, faz sentido acordar isso para ter um ganho ainda maior se diluindo menos, caso a Companhia obtenha ótimos resultados operacionais. Esse tipo de incentivo é excelente para manter a gestão incentivada e performando ao máximo.

9.2.3.3 Mapeamento Adicional de Uso de Recursos

Um próximo passo adicional seria um mapeamento mais exaustivo de uso de recursos.

Isso poderia passar por aquisições estratégicas na praça em que a Terra Pet atua ou praças adjacentes ou até mesmo um mapeamento para expansão mais agressiva em abertura de lojas, seja em adensamento (na mesma praça) ou espalhamento geográfico – praças adjacentes, para explorar novos mercados, mas sem perder eficiência logística.

Sabemos que o mercado nordestino possui um enorme potencial de consumo, sendo a região de 2ª maior população do país. Os maiores centros urbanos, como é o caso de São Luis, apresentam grande potencial de consumo e podem ser uma avenida de crescimento importante para a Terra Pet.

10 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRIL. **As varejistas Cobasi e Petz brigam pelo mercado de animais de estimação.** Disponível em <<https://veja.abril.com.br/economia/as-varejistas-cobasi-e-petz-brigam-pelo-mercado-de-animais-de-estimacao/>>. Acesso em 20/07/21.

ABVCAP. **Informações da Indústria de Private Equity.** Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/>. Acesso em 15/07/21.

BRAZILJOURNAL. **Petlove atrai Softbank: Assinatura é um negócio bom pra cachorro.** Disponível em: <<https://braziljournal.com/petlove-atrai-softbank-assinatura-e-um-negocio-bom-para-cachorro/>>. Acesso em 28/08/21.

BRAZILJOURNAL. **Exclusivo: ZeeDog faz rodada de R\$100 milhões com Treecorp.** Disponível em <<https://braziljournal.com/exclusivo-zeedog-faz-rodada-de-r-100-milhoes-com-treecorp/>> Acesso em 17/09/21.

BRAZILJOURNAL. **Exclusivo: Kinea investe R\$300 milhões na Cobasi.** Disponível em <<https://braziljournal.com/kinea-investe-r-300-milhoes-na-cobasi/>> Acesso em 17/09/21.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Financial management: theory and practice.** 12. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2013. 1071 p.

CAPITAL IQ. **S&P Capital IQ Global Market Intelligence.** Disponível em: <www.capitaliq.com>. Acesso em 29/09/21.

CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L. L.; FURTADO, C. V. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro.** Fundação Getúlio Vargas. São Paulo: Saraiva, 2006. 105 p.

CHEWY. **Informações institucionais, setoriais e dados históricos.** Disponível em: <<https://investor.chewy.com/overview/default.aspx>>. Acesso em 26/05/21.

COMAC. **Comac antecipa tendências do mercado pet para 2021.** Disponível em <https://www.sindan.org.br/release/comac-antecipa-tendencias-do-mercado-pet-para-2021/>. Acesso em 20/10/21.

COTE, Catherine. **3 Key Types of Private Equity Strategies**. Harvard Business School, 2021. Disponível em: <<https://online.hbs.edu/blog/post/types-of-private-equity>>. Acesso em 24/08/21.

DAMODARAN, A. **Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset**. Second Edition, p. 1008, 2002.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

INFOMONEY. **ZeeDog: Como três amigos de infância construíram a marca pet mais famosa do país, com faturamento de R\$100 milhões**. Disponível em <<https://www.infomoney.com.br/negocios/zee-dog-como-tres-amigos-de-infancia-construiram-a-marca-pet-mais-famosa-do-pais-com-faturamento-de-r-100-mi/>>. Acesso em 10/09/21

IBGE. **Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)**. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/>. Acesso em 26/05/21.

INSPER, SPECTRA and ABVCAP. **Report. Performance of the private equity and venture capital industry in brazil**. Insper, Spectra and ABVCAP Analysis, 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Rio de Janeiro. **Principais indicadores da economia e indústria**. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/mapa_site/mapa_site.php#indicadores>. Acesso em 20/09/2021.

ISTO É. **Bom para cachorro**. Disponível em <<https://www.istoedinheiro.com.br/bom-para-cachorro-2/>> Acesso em 20/07/21.

IPET. **Instituto Pet Brasil**. Disponível em: <<http://institutopetbrasil.com/>>. Acesso em 28/09/21.

KAPLAN, S. N.; SCHOAR, A. **Private Equity performance: returns, persistence, and capital flows.** The Journal of Finance, Singapore, v. 60, n. 4, ago. 2005.

KPMG. **Consolidação de dados da indústria de *private equity* e *venture capital* no Brasil 2011-2019.** São Paulo, 2021. Disponível em: <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2020/10/consolidacao-dados-private-equity-venture-capital-2020.pdf>>. Acesso em: 20/07/2021.

GOMPERS, Paul; KAPLAN, Steven N.; MUKHARLYAMOV, Vladimir. **What do private equity firms say they do?.** Journal of Financial Economics, v. 121, n. 3, p. 449-476, 2016.

MARION, José Carlos. **Contabilidade básica.** Saraiva Educação SA, 1985.

MARKS, Howard. **You can't eat IRR.** Oaktree Capital, 2006. Disponível em: <<https://www.oaktreecapital.com/docs/default-source/memos/2006-07-12-you-cant-eat-irr.pdf>> Acesso em 09/08/21.

PETCO. **Informações institucionais, setoriais e dados históricos.** Disponível em: <<https://ir.petco.com/>>. Acesso em 26/05/21.

PETS AT HOME. **Informações institucionais, setoriais e dados históricos.** Disponível em: <<https://investor.chewy.com/overview/default.aspx>>. Acesso em 26/05/21.

PETZ. **Informações institucionais, setoriais e dados históricos.** Disponível em: <<https://ri.petz.com.br/>>. Acesso em 19/08/21.

PIETRARROIA, C. M. **Mercado de medicina diagnóstica: modelo de análise e algoritmo de avaliação para um fundo de private equity.** Trabalho de Formatura. Escola Politécnica. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

RIBEIRO, L. L.; CARVALHO, A. G. **Private equity and venture capital in an emerging economy: evidence from Brazil.** Venture Capital: Na International Journal of Entrepreneurial Finance, Abingdon, v. 10, n. 2, p. 111-126, Apr. 2008.

RIBEIRO, L.L. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

ROSENBAUM, J.; PEARL, J. **Investment Banking: Valuation, leveraged buyouts and merger & acquisitions**. 2ª edição, Nova Jersey: Wiley, 2013. 419 p.

UOL. **Petz compra plataforma ZeeDog**. Disponível em <<https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2021/08/03/petz-compra-plataforma-zee-dog.htm>>. Acesso em 10/08/21.

VALOR. **Gestora Tarpon vira sócia da Petlove**. Disponível em <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/02/27/gestora-tarpon-vira-socia-da-petlove.ghtml>>. Acesso em 24/07/21.

VALOR ECONÔMICO. **Após reorganização societária, Cobasi remodela negócio on-line**. Disponível em <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/06/24/apos-reorganizacao-societaria-cobasi-remodela-negocio-on-line.ghtml>>. Acesso em 28/06/21.

11 APÊNDICE

Em complemento ao presente trabalho, foi enviada também a planilha com os dados financeiros históricos completos e a modelagem financeira para avaliação dos membros da banca.

A – MODELO FINANCEIRO TERRA PET VERSÃO FINAL