

ARIEL HARA

**Avaliação Econômico-Financeira de
uma Varejista de Material de Construção em Processo de Expansão**

São Paulo

2021

ARIEL HARA

**Avaliação Econômico-Financeira de
uma Varejista de Material de Construção em Processo de Expansão**

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

Orientador: Laerte Idal Sznclwar.

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.

FICHA CATALOGRÁFICA

Hara, Ariel

AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DE UMA VAREJISTA DE MATERIAL DE CONSTRUÇÃO EM PROCESSO DE EXPANSÃO / A. Hara – São Paulo, 2021.
130 p.

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

1.Setor de varejo de material de construção 2.Avaliação de empresas 3. Fluxo de caixa descontado I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente aos meus pais e familiares, pelo apoio incondicional e pelos imensos esforços realizados em prol da minha formação.

A meus amigos, com os quais dividi conquistas e desafios ao longo da graduação e que fizeram desta uma experiência única.

Aos colegas da Verde Asset, especialmente da área de ações, pela oportunidade de iniciar minha carreira em uma empresa como esta e por todos os aprendizados que permitiram que este trabalho saísse do papel.

A meu professor orientador, Professor Laerte Idal Sznelwar, por todo auxílio e direcionamento na elaboração deste trabalho.

Aos demais professores da Escola Politécnica, cujos ensinamentos foram fundamentais para meu desenvolvimento acadêmico e profissional.

RESUMO

O presente Trabalho de Formatura tem como tema central a avaliação econômico-financeira da Lojas Quero-Quero, varejista de material de construção listada na Bolsa de Valores de São Paulo (B3). Para tal, realizou-se uma revisão bibliográfica acerca de conceitos fundamentais ligados à contabilidade e à determinação do valor justo de empresas. Em seguida, foi feita uma análise do mercado de material de construção no país, abrangendo sua relevância econômica e dinâmica competitiva. O passo posterior envolveu o estudo detalhado da companhia, abrangendo seu modelo de negócios, vantagens competitivas e principais métricas operacionais e financeiras. Analisou-se, ainda, os pilares fundamentais do plano de expansão da Quero-Quero, assim como os principais riscos existentes. De posse de tais conhecimentos, foi construído um modelo financeiro baseado em premissas acerca das perspectivas futuras de crescimento da companhia. Por fim, seu valor justo foi obtido através do método do Fluxo de Caixa Descontado, e validado através de análises de sensibilidade e do método de Avaliação Relativa.

Palavras-chave: Avaliação econômico-financeira. Varejo de material de construção. Plano de expansão. Fluxo de caixa descontado.

ABSTRACT

The main theme of this Graduation Paper is the economic and financial evaluation of Lojas Quero-Quero, a building material retailer listed on the São Paulo Stock Exchange (B3). To this end, a bibliographical review of fundamental concepts related to accounting and the determination of fair value of companies was carried out. Then, an analysis of the construction material market in the country was conducted, covering its economic relevance and competitive dynamics. The next step involved a detailed study of the company, covering its business model, competitive advantages and key operational and financial metrics. The fundamental pillars of Quero-Quero's expansion plan were also analyzed, as well as the main existing risks. Armed with this knowledge, a financial model was built based on assumptions about the company's future growth prospects. Finally, its fair value was found using the Discounted Cash Flow method, and validated through sensitivity analysis and the Relative Valuation method.

Palavras-chave: Valuation. Building material retail. Expansion plan. Discounted cash flow.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Distribuição geográfica das lojas de concorrentes	50
Figura 2 - Distribuição geográfica das lojas da Quero-Quero.....	51
Figura 3 - Cidades grandes x cidades pequenas	54
Figura 4 - Mapa de lojas da Quero-Quero ao final de 2020.....	58
Figura 5 - Cidades com potencial para expansão geográfica.....	61
Figura 6 - Logística e centros de distribuição	65
Figura 7 - Lojas por formato	66
Figura 8 - Showroom virtual	69
Figura 9 - Loja infinita	69

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Balanço patrimonial	18
Tabela 2 - Demonstração de resultado do exercício	19
Tabela 3 - Demonstração dos fluxos de caixa.....	21
Tabela 4 - Linhas de produtos comercializadas no varejo.....	37
Tabela 5 - Localização das lojas da empresa	51
Tabela 6 - População e densidade populacional mediana	52
Tabela 7 - Cidades com potencial para expansão geográfica	62
Tabela 8 - Cidades com potencial para expansão geográfica	63
Tabela 9 - Penetração por estado.....	63
Tabela 10 - Área média estimada por tipo de loja	67
Tabela 11 - Projeção de dados macroeconômicos	87
Tabela 12 – Estimativa de área média por formato de loja	88
Tabela 13 – Curva de maturação da base de lojas	91
Tabela 14 – Estimativa de grau de maturação da base de lojas	92
Tabela 15 – Projeção de área de vendas ajustada por maturação	92
Tabela 16 - DRE Projetada	119
Tabela 17 - Cálculo de K_e	121
Tabela 18 - Cálculo de K_e em R\$	121
Tabela 19 - Cálculo do crescimento nominal	122
Tabela 20 – Fluxo de caixa descontado para o acionista.....	123
Tabela 21 - Análise de sensibilidade: taxa de desconto e crescimento na perpetuidade ...	124
Tabela 22 – Análise de sensibilidade: total de lojas e margem bruta de varejo em 2030 ...	124
Tabela 23 – Companhia comparáveis e múltiplos de P/E	125

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Vendas líquidas varejistas de materiais de construção (R\$ bilhão)	31
Gráfico 2 - Contribuição da cadeia para o PIB brasileiro (%)	31
Gráfico 3 - Participação no PIB da cadeia (%)	32
Gráfico 4 - Quebra de receita bruta (líquida de devoluções)	35
Gráfico 5 - Receita bruta de varejo (líquida de devoluções)	36
Gráfico 6 - Receita Bruta de Serviços Financeiros (líquida de devoluções)	38
Gráfico 7 - Produtos financeiros como % da carteira de crédito total	39
Gráfico 8 - Evolução da carteira de crédito	41
Gráfico 9 - Atraso sobre carteira acima de 90 dias	42
Gráfico 10 - Receita bruta de cartão de crédito	43
Gráfico 11 - Cartões emitidos desde a criação da bandeira	44
Gráfico 12 - Volume de pagamentos total	45
Gráfico 13 - Quebra de TPV por segmento de varejo	45
Gráfico 14 - Vendas por formato de pagamento (%)	46
Gráfico 15 - Espaço de vendas	47
Gráfico 16 - Total de lojas	47
Gráfico 17 - Crescimento acumulado de receita nominal no varejo de materiais de construção	53
Gráfico 18 - Abertura de lojas por ano	59
Gráfico 19 - Estimativa de abertura de novas lojas	60
Gráfico 20 - Preços da Quero-Quero comparados com a média do <i>e-commerce</i>	74
Gráfico 21 - Classificação de preços da Quero-Quero comparados com preços de <i>e-</i> <i>commerces</i>	75
Gráfico 22 - Média de frete como percentual do preço total	76
Gráfico 23 - Preços da Quero-Quero com desconto comparados com a média do <i>e-</i> <i>commerce</i>	77
Gráfico 24 - Prazo médio de entrega	78
Gráfico 25 – Membros do Time de Gestão e respectivos anos trabalhando na empresa	82
Gráfico 26 – Projeção de abertura de lojas por ano	88
Gráfico 27 – Projeção de evolução da base de lojas	89
Gráfico 28 – Projeção de área de vendas e número de lojas	90
Gráfico 29 – Histórico de venda média por m ²	93
Gráfico 30 - Projeção da venda média ajustada por maturação	94
Gráfico 31 – Projeção de receita bruta de varejo	95
Gráfico 32 – Projeção da carteira de crédito total	96

Gráfico 33 – Métricas de FIDC e Parcerias.....	98
Gráfico 34 – Projeção de receita bruta de serviços financeiros.....	99
Gráfico 35 – Projeção de receita bruta de cartão de crédito.....	100
Gráfico 36 - Projeção de receita bruta por linha de negócio.....	101
Gráfico 37 - Projeção de receita líquida	102
Gráfico 38 - Projeção de margem bruta de varejo (%)	103
Gráfico 39 - Projeção de margem bruta de serviços financeiros (%).....	104
Gráfico 40 - Projeção de margem bruta de cartão de crédito (%)	105
Gráfico 41 - Projeção de margem bruta consolidada (%).....	106
Gráfico 42 - Projeção de lucro bruto	106
Gráfico 43 - Projeção de despesas gerais e administrativas	108
Gráfico 44 - Projeção de despesas comerciais	109
Gráfico 45 - Projeção de outras despesas operacionais	110
Gráfico 46 - Projeção de LAJIDA	111
Gráfico 47 - Estimativa de investimentos por tipo	111
Gráfico 48 – Projeção de capex.....	112
Gráfico 49 – Projeção de depreciação e amortização	113
Gráfico 50 – Projeção de dívida líquida	114
Gráfico 51 – Projeção de resultado financeiro	115
Gráfico 52 – Premissas para projeção de capital de giro	116
Gráfico 53 – Projeção de capital de giro	117
Gráfico 54 - Projeção de lucro líquido	118

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 MOTIVAÇÃO E RELAÇÃO COM ESTÁGIO SUPERVISIONADO	13
1.2 ESCOLHA DA EMPRESA	14
1.3 OBJETIVOS DO ESTUDO.....	14
1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	15
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	16
2.1 CONTABILIDADE	16
2.1.1 Balanço patrimonial	17
2.1.2 Demonstração do resultado do exercício	18
2.1.3 DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA	20
2.2 DETERMINAÇÃO DE VALOR JUSTO.....	21
2.2.1 Fluxo de caixa descontado	22
2.2.2 Avaliação relativa.....	28
3 O SETOR	30
4 A EMPRESA	33
4.1 HISTÓRICO E VISÃO GERAL.....	33
4.2 LINHAS DE NEGÓCIO	35
4.2.1 Varejo	35
4.2.2 Serviços financeiros.....	37
4.2.3 Cartão de crédito	42
4.3 DISTRIBUIÇÃO DE LOJAS, MODELO DE NEGÓCIOS E CONCORRÊNCIA.....	46
4.4 FORMATO DE LOJA	53
5 PLANO DE CRESCIMENTO E PRINCIPAIS RISCOS	57
5.1 PILARES DO PLANO DE EXPANSÃO	57
5.1.1 Abertura de novas lojas	57
5.1.2 Lojas Mais Construção.....	65
5.1.3 Digital	68

5.2 PRINCIPAIS RISCOS	71
5.2.1 Risco de aumento da penetração do <i>e-commerce</i>	71
5.2.2 Risco de formação de pessoas	79
5.2.3 Risco de aumento de concorrência	83
6 AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA	86
6.1 PROJEÇÃO DE MÉTRICAS OPERACIONAIS E FINANCEIRAS	86
6.1.1 Projeções de dados macroeconômicos	86
6.1.2 Projeções de abertura de lojas e área de vendas	87
6.1.3 Projeções de receita	90
6.1.4 Projeções de margem bruta	102
6.1.5 Projeções de despesas	107
6.1.6 Projeções de capex, depreciação e amortização	111
6.1.7 Projeções de dívida líquida e resultado financeiro	113
6.1.8 Projeções de capital de giro	115
6.1.9 Projeções de lucro líquido e DRE projetada	117
6.2 DETERMINAÇÃO DE VALOR JUSTO	120
6.2.1 Cálculo da taxa de desconto	120
6.2.2 Fluxo de caixa descontado para o acionista	122
6.2.3 Análise de sensibilidade	123
6.2.4 Avaliação relativa	125
7 CONCLUSÃO	127
REFERÊNCIAS	127

1 INTRODUÇÃO

1.1 MOTIVAÇÃO E RELAÇÃO COM ESTÁGIO SUPERVISIONADO

O autor deste trabalho de formatura realiza um estágio na Verde Asset Management – fator essencial para a escolha do tema do estudo e que possibilitou a realização de muitas das análises apresentadas a seguir. Fundada em 2015, a Verde é hoje uma das maiores gestoras de recursos independentes do país, com mais de R\$50 bilhões sob gestão. A empresa possui atualmente fundos multimercado, de previdência e de ações, com investimentos tanto no mercado brasileiro quanto no exterior. O autor faz parte da área de Ações Brasil, responsável pela análise de empresas listadas na bolsa brasileira e pela gestão dos fundos de ações da casa.

Como parte do estágio iniciado em janeiro de 2020, o autor obteve grande exposição a conceitos de contabilidade, finanças corporativas e análise de negócios, complementando a bagagem teórica adquirida durante a graduação em Engenharia de Produção. Ademais, foi possível colocar em prática muitos destes aprendizados, através de atividades como:

- Análises qualitativas e quantitativas das mudanças nos cenários ambiental, macroeconômico, tecnológico e governamental a fim de determinar impactos de curto e longo prazo em setores da economia;
- Avaliação econômico-financeira e determinação do preço justo de empresas (*valuation*) utilizando metodologias como fluxo de caixa descontado e análise por múltiplos de empresas comparáveis;
- Acompanhamento de empresas listadas na bolsa através do estudo de demonstrações financeiras, participação em reuniões com gestores e *stakeholders* relevantes e monitoramento de indicadores operacionais;
- Análise de empresas em processo de listagem na bolsa (IPO), com objetivo de elaborar teses que possam embasar a decisões de investimento.

À vista da natureza do trabalho realizado na Verde e das habilidades desenvolvidas, houve grande motivação de realizar um estudo de avaliação-econômico-financeira (*valuation*), aplicando metodologias qualitativas e quantitativas a fim de determinar o valor econômico de uma das empresas listadas na Bolsa de Valores.

Cabe comentar, ainda que, o desenvolvimento do estudo ocorreu de forma significativamente integrada ao estágio realizado na Verde. Análises realizadas para o estágio contribuíram para o desenvolvimento deste trabalho, e este trabalho foi utilizado como base para estudos posteriores no ambiente do estágio. Além disso, muitas das considerações expostas ao longo do estudo são fruto de discussões tidas com membros da área de ações da Verde, o que permitiu a elaboração de um trabalho mais completo e que incorpora conceitos utilizados de fato por profissionais de mercado.

1.2 ESCOLHA DA EMPRESA

A empresa escolhida para realização do trabalho foi a Lojas Quero-Quero, uma varejista de material de construção concentrada nos estados do Sul do país. A empresa realizou sua abertura de capital (*IPO*) em agosto de 2020, tornando-se passível de investimento por parte de fundos de ações. Dado que o autor possuiu a oportunidade de estudar diversas empresas ao longo do estágio, a decisão pela Lojas Quero-Quero foi tomada pelos seguintes fatores:

- Amplo contato com gestores e membros da empresa, incluindo interações com seu Diretor Executivo (*CEO*, na sigla em inglês), Diretor Financeiro e diversos membros do time de gestão;
- Grande disponibilidade de informações operacionais e financeiras, que permitiram um estudo aprofundado do histórico da companhia;
- Relevância para o seu setor, uma vez que a Lojas Quero-Quero é líder nos estados em que atua;
- Existência de um plano de expansão robusto, com potencial de crescimento expressivo nos próximos anos.

1.3 OBJETIVOS DO ESTUDO

Como principal objetivo deste estudo, está a realização de uma avaliação econômico-financeira da Quero-Quero através das metodologias de fluxo de caixa descontado e análise por múltiplos comparáveis. A meta é determinar o valor justo da empresa e, conseqüentemente, avaliar a atratividade de um possível investimento na ação.

Pretende-se ainda proporcionar ao leitor uma boa compreensão acerca do modelo de negócios da empresa em questão e do seu potencial de crescimento. Em especial, será realizada uma análise detalhada do plano de expansão da companhia e dos riscos envolvidos.

Por fim, sendo um trabalho de formatura do curso de Engenharia de Produção, o presente estudo é uma oportunidade de empregar diversos conhecimentos adquiridos ao longo da graduação e aplicá-los a um problema real surgido no contexto de estágio do autor – a decisão de investir ou não em ações da Lojas Quero-Quero.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

O presente trabalho será dividido nas seguintes seções:

- **Introdução:** Apresentação do tema do estudo, além de suas motivações, estrutura e principais objetivos.
- **Fundamentação teórica:** Descrição das principais metodologias empregadas no estudo, cuja compreensão é fundamental para um bom entendimento do trabalho. Serão apresentados conceitos relacionados a contabilidade, finanças corporativas e *valuation*.
- **Setor:** Análise do setor de varejo de construção civil, com discussão sobre suas particularidades e relevância econômica para o país.
- **Empresa:** Estudo detalhado sobre a Quero-Quero, com análise de seu histórico, modelo de negócios, formato de loja e diferenciação em relação a concorrência.
- **Plano de crescimento e principais riscos:** Descrição e análise crítica do plano de expansão da empresa, assim como dos principais riscos envolvidos.
- **Avaliação econômico-financeira:** Análise e projeção das principais demonstrações financeiras da empresa, com aplicação do método de fluxo de caixa descontado e de análise por múltiplos comparáveis.
- **Conclusão:** Discussão acerca dos principais resultados do trabalho e sobre a atratividade de um possível investimento na empresa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Como etapa inicial do trabalho, julgou-se pertinente a realização de uma revisão bibliográfica acerca dos principais conceitos e métodos quantitativos utilizados para analisar econômica e financeiramente a empresa Lojas Quero-Quero, assim como para obtenção de seu valor justo. Dado que existe uma vasta bibliografia em relação aos temas em questão, optou-se por priorizar as fontes e referências mais frequentemente utilizadas em disciplinas e trabalhos ao longo da graduação.

2.1 CONTABILIDADE

Segundo Marion (2009), a contabilidade pode ser definida como “uma ciência social, pois estuda o comportamento das riquezas que se integram no patrimônio”. Consiste em um sistema de informação que surgiu a partir da necessidade, por parte de detentores de patrimônio, de aferir e administrar seu capital.

O objetivo central da contabilidade é o de possibilitar que seus usuários sejam capazes de analisar econômica e financeiramente uma entidade, assim como avaliar suas perspectivas futuras. Neste aspecto, é importante ressaltar que a Contabilidade não se limita a uma empresa e seus administradores, se fazendo relevante para inúmeros segmentos da sociedade. Dentre eles, Marion destaca a pertinência para investidores, fornecedores de bens e serviços de crédito, bancos, governo e órgãos reguladores. De maneira geral, os usuários da contabilidade podem ser entendidos como quaisquer pessoas – físicas ou jurídicas – que possuam o objetivo de conhecer dados e informações acerca de uma entidade.

A ferramenta central para transmissão dos fatos registrados pela contabilidade é o uso de relatórios contábeis, que consistem em exposições resumidas e ordenadas de dados referentes a um determinado período. Abaixo, serão descritos os atributos e objetivos dos principais relatórios contábeis, sendo eles o Balanço Patrimonial, a Demonstração de Resultado do Exercício e a Demonstração de Fluxo de Caixa.

2.1.1 Balanço patrimonial

O Balanço Patrimonial possui o objetivo de refletir a posição financeira de uma empresa ao término de um período. É, de acordo com Marion, a principal demonstração contábil, permitindo a análise de todos os bens, direitos e obrigações detidos pela empresa em determinado momento. Esta demonstração é composta por duas colunas, com a da direita referindo-se ao Ativo e a da esquerda ao Passivo e ao Patrimônio Líquido.

O Ativo compreende todos os bens e direitos da empresa, expressos em moeda. Caixa, Imóveis e Contas a Receber são exemplos de ativos detidos por uma companhia. Os ativos são categorizados como Circulantes, caso sejam realizáveis em até um ano, e Não Circulantes, caso sejam realizáveis em período superior a um ano.

O Passivo, por sua vez, refere-se basicamente às obrigações, dívidas e financiamentos da empresa. São exemplos de passivos: Contas a Pagar, Financiamentos a Pagar e Impostos a Pagar - obrigações que a empresa detém com terceiros, e que serão reclamadas no vencimento. Os passivos também são divididos entre Circulantes e Não Circulantes, seguindo o mesmo critério utilizado na categorização dos ativos.

Já o Patrimônio Líquido consiste no capital investido pelos sócios na empresa. Segundo Marion, pode ser entendido como um Passivo Não Exigível, dado que não há necessidade de devolução dos recursos enquanto a empresa estiver em processo de continuidade. É importante destacar que o Patrimônio Líquido é composto não apenas pelo capital investido diretamente na empresa por parte dos acionistas, mas também pelos rendimentos advindos dos recursos aplicados.

A relação entre as três principais categorias do Balanço Patrimonial é determinada pela Equação Fundamental do Patrimônio, exposta a seguir:

$$\text{ATIVO} = \text{PASSIVO} + \text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}$$

Fonte: Marion (2009).

Da equação acima, decorre que o Patrimônio Líquido é a diferença entre os Ativos e os Passivos detidos por uma empresa. Em outras palavras, segundo Marion

(2009), “a verdadeira riqueza da empresa são os bens mais direitos, menos as obrigações exigíveis”.

A estrutura básica do Balanço Patrimonial é apresentada abaixo:

Tabela 1 - Balanço patrimonial

Balanço Patrimonial	
Ativo	Passivo
Circulante Disponibilidades Contas a Receber de Clientes Estoques Despesas antecipadas	Não Circulante Empréstimos e financiamentos Fornecedores Impostos e valores a recolher Provisões
Não circulante Aplicações financeiras Impostos a recuperar Créditos diversos	Não Circulante Empréstimos e financiamentos Provisões para contingências
Permanente Investimentos Imobilizado Intangível	Patrimônio Líquido Capital social Reservas de capital Reservas de lucros Ajustes de avaliação patrimonial (-) Ações em tesouraria

Fonte: Marion (2009), adaptado pelo autor.

2.1.2 Demonstração do resultado do exercício

A Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) apresenta, para um determinado período, o resultado decorrente do capital investido pelos proprietários na empresa. Segundo Iudícibus (2010), este relatório possui ainda as seguintes finalidades:

- Interessa aos investidores de ações e debêntures da companhia;
- Permite, aos próprios administradores e gerentes, que apurem a eficiência das operações, e que tomem decisões de forma a maximizar sua rentabilidade;
- Permite que bancos e instituições concessionárias de crédito apurem a rentabilidade da empresa, para atender aos financiamentos solicitados pela mesma.

De acordo com Marion, ao final de cada período, todas as despesas e receitas são transferidas para a Demonstração de Resultado do Exercício, e, no próximo período são apuradas despesas e receitas começando do zero. Não se acumulam, portanto, despesas e receitas de um período para o outro.

É importante destacar que esta demonstração é construída conforme o Regime de Competência – ou seja, com a apropriação das receitas quando efetivamente “ganhas” ou “auferidas”, e não necessariamente recebidas em dinheiro. O mesmo raciocínio se aplica aos custos, que são apropriados juntamente com as receitas a que se referem. (ASSAF NETO, 2016).

Abaixo, apresenta-se a estrutura básica da Demonstração de Resultado do Exercício:

Tabela 2 - Demonstração de resultado do exercício

Demonstração de Resultado do Exercício
RECEITA BRUTA
(-) Deduções
RECEITA LÍQUIDA
(-) Custo das Vendas ou dos Serviços
LUCRO BRUTO (OU PREJUÍZO)
(-) Despesas Operacionais
de Vendas
Administrativas
Financeiras (deduzida a Receita)
Outras Despesas ou Receitas Operacionais
LUCRO OPERACIONAL (OU PREJUÍZO)
Receitas não Operacionais
(-) Despesas não Operacionais
(±) Ganhos/Perdas
LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA (OU PREJUÍZO)
(-) Provisão para o Imposto de Renda
LUCRO DEPOIS DO IMPOSTO DE RENDA (OU PREJUÍZO)
(-) Participações de Debêntures
(-) Participações de Empregados e/ou Administração
(-) Contribuições e Doações
LUCRO LÍQUIDO (OU PREJUÍZO)
LUCRO LÍQUIDO POR AÇÃO DO CAPITAL SOCIAL

Fonte: Marion (2009), adaptado pelo autor.

Além das contas presentes da demonstração acima, é importante fazer menção ao Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA, ou EBITDA

na sigla em inglês). Este indicador é frequentemente utilizado na avaliação econômica e financeira de uma empresa, uma vez que, segundo Marion, demonstra sua capacidade de geração de caixa para realizar investimentos, pagar Imposto de Renda, e remunerar o capital de terceiros e dos acionistas.

2.1.3 DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA

Segundo Assaf Neto (2016), a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) centra sua atenção nas origens e aplicações de caixa – em outras palavras, revela onde os recursos de caixa foram obtidos e onde foram investidos, ao longo de determinado período. É uma demonstração fundamental para a análise da saúde financeira de uma companhia, dado que permite avaliar sua capacidade real de pagamento.

Classificam-se as movimentações financeiras desta demonstração em três grupos principais de atividades, sendo elas:

- Atividades Operacionais: compreende as movimentações relacionadas a função social da empresa. Como exemplo, pode-se citar vendas à vista de mercadorias e serviços, pagamentos a fornecedores, pagamento de impostos, além de outras movimentações nas contas do ativo e passivo circulante;
- Atividades de Financiamento: refere-se tanto a captação de recursos de terceiros, através de empréstimos e emissão de dívidas, quanto a captação advinda de recursos dos proprietários da empresa. A distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio, assim como a amortização de empréstimos, são movimentações que reduzem o valor total desta conta;
- Atividades de Investimento: envolve a compra e venda de ativos imobilizados e de participações em outras empresas.

A estrutura básica da Demonstração dos Fluxos de Caixa é exposta na figura a seguir:

Tabela 3 - Demonstração dos fluxos de caixa

Demonstração dos Fluxos de Caixa
Atividades operacionais
Lucro líquido
Ajustes ao lucro
Depreciação
Lucro na venda de imobilizado (provisões)
Despesas financeiras de longo prazo
Resultado de equivalência patrimonial
Variação das contas a receber
Investimentos de curto prazo
Variação da PCLD
Variação dos estoques
Variação das despesas antecipadas
Variação de outros ativos circulantes
Variação de salários a pagar
Variação de fornecedores
Variação de despesas a pagar
Variação da provisão para IR e CS
Variação de outros passivos circulantes
Caixa líquido gerado (consumido) pelas atividades operacionais
Atividades de investimentos
Investimentos no realizável a longo prazo
Outros investimentos de longo prazo
Investimentos de imobilizado
Investimentos no diferido
Investimentos em participações societárias
Outros investimentos do Ativo Não Circulante
Caixa líquido gerado (consumido) pelas atividades de investimentos
Atividades de financiamentos
Aumento de capital
Captação de longo prazo
Pagamento de empréstimos
Pagamento de dividendos e outros s/ o capital próprio
Caixa líquido gerado (consumido) pelas atividades de financiamento
Variação líquida do caixa
Caixa mais equivalentes de caixas iniciais
Caixa mais equivalentes de caixas finais

Fonte: Marion (2009), adaptado pelo autor.

2.2 DETERMINAÇÃO DE VALOR JUSTO

Damodaran (2012) afirma que todo ativo possui um valor, que pode ser determinado através de metodologias de avaliação financeira (*Valuation*, no termo em inglês). O método utilizado varia conforme o tipo de ativo, assim como nível de dificuldade para a determinação de seu valor justo e as informações necessárias para tal.

É importante ressaltar que, apesar de ser fundamentada em métodos quantitativos, a avaliação de um ativo não pode ser definida como uma ciência exata (ASSAF NETO, 2016). Existem incertezas inerentes ao resultado final de uma avaliação, uma vez que esta é baseada em premissas e projeções acerca do futuro da economia e do ativo em questão. O resultado é impactado, ainda, pelo surgimento de novas informações relativas ao ativo e seu mercado, de forma que o valor justo não é necessariamente permanente e pode variar com o tempo.

Segundo Damoraran, existem três métodos principais de *Valuation*:

- Avaliação por Fluxo Caixa Descontado: define-se o valor de um ativo como o valor presente dos fluxos de caixa esperados para o futuro;
- Avaliação Relativa: define-se o valor de um ativo através da precificação de ativos comparáveis em relação a uma variável em comum. Receita, Lucro Líquido e Patrimônio Líquido são exemplos de variáveis utilizadas neste método;
- Avaliação por Reivindicações Contingentes: define-se o valor de um ativo com o uso de modelos de precificação de opções.

Os métodos de Fluxo de Caixa Descontado e Avaliação Relativa são os mais amplamente utilizados por acadêmicos e profissionais de mercado, e se adequam melhor à avaliação de uma empresa como a Lojas Quero-Quero. Desta forma, serão estes os métodos empregados na realização do presente estudo.

2.2.1 Fluxo de caixa descontado

Segundo Assaf Neto, o método do Fluxo de Caixa Descontado é o que representa maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico de uma empresa. É baseado na premissa de que o valor justo de um ativo pode ser determinado através do valor presente de todos os benefícios econômicos esperados de caixa, descontados por uma taxa de juros ou remunera o custo de oportunidade dos investidores. O método resulta em uma medida do valor intrínseco do ativo analisado.

A seguir, apresenta-se a formulação matemática do método do Fluxo de Caixa Descontado:

$$\text{Valor} = \sum_{j=1}^n \frac{FC_j}{(1 + K)^j}$$

Fonte: Assaf Neto (2016).

Onde:

- Valor = valor econômico do ativo;
- n = vida útil do ativo;
- FC_j = fluxo de caixa no período j ;
- K = taxa de desconto, que reflete os riscos inerentes aos fluxos de caixa em questão.

Damodaran esclarece que existem dois caminhos principais para a avaliação de uma empresa:

1. Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista (DCF_E, do inglês *Discounted Cash Flow to Equity*). Neste método, determina-se apenas o valor da empresa pertencente aos acionistas (*Equity Value*, no termo em inglês);
2. Fluxo de Caixa Descontado para a Firma (DCF_F, do inglês *Discounted Cash Flow to Firm*). Determina-se o valor da empresa como um todo (*Firm Value* ou *Enterprise Value*, nos termos em inglês), o que inclui tanto o valor pertencente aos acionistas quanto aos credores da companhia.

Ambos os métodos são baseados na fórmula geral do Fluxo de Caixa Descontado, e se aplicados de forma consistente, devem resultar em valores suficientemente próximos. As diferenças dizem respeito i) aos fluxos de caixa que devem ser descontados e ii) à taxa de desconto que deve ser aplicada.

2.2.1.1 Fluxo de caixa descontado para o acionista (DCF_E)

No Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista (DCF_E, na sigla em inglês), o *Equity Value* é obtido pelo valor presente dos fluxos de caixa pertencentes aos acionistas – isto é, os fluxos de caixa residuais após pagamento de todas as despesas, reinvestimentos e impostos, assim como de juros e principal referentes às dívidas

contraídas (DAMODARAN, 2012). Os fluxos de caixa em questão são descontados pelo Custo do Capital Próprio (do inglês *Cost of Equity*).

Este método, segundo Damoradan, é o mais eficiente para avaliar companhias que estão em crescimento e ainda não possuem uma estrutura de capital ideal. É, portanto, o método que será utilizado no presente trabalho, dado que a Quero-Quero está em fase de crescimento acelerado e ainda distante de seu endividamento ideal.

Matematicamente, o DCFE é definido através da seguinte formulação:

$$Equity\ Value = \sum_{t=1}^n \frac{CF\ to\ equity_t}{(1 + K_e)^t}$$

Fonte: Damodaran (2012).

Onde:

- n = vida útil do ativo;
- $CF\ to\ equity_t$ = fluxo de caixa dos acionistas no ano t ;
- K_e = Custo do Capital Próprio.

Existe ampla literatura acerca das metodologias existentes para cálculo do Custo de Capital Próprio (K_e) de uma empresa. No presente trabalho, optou-se pelo uso do CAPM (do inglês *Capital Asset Pricing Model*), uma vez que segundo Damodaran, este é o método padrão utilizado pela maior parte dos profissionais de mercado. Para Copeland (2006), o CAPM postula que o Custo de Capital Próprio de uma empresa equivale ao retorno de ativos livres de riscos, somado ao risco sistemático da empresa multiplicado pelo prêmio de risco do mercado. Em termos matemáticos:

$$K_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

Fonte: Copeland (2006).

Onde:

- r_f = taxa livre de risco;
- β = risco sistêmico da empresa;
- $E(r_m)$ = prêmio de risco do mercado.

Ainda segundo Copeland (2006), a taxa livre de risco (r_f) utilizada para cálculo do K_e é definida teoricamente como o retorno de um ativo que não possua risco de inadimplência e que seja completamente descorrelacionado de qualquer outro ativo da economia. Na prática, costuma-se utilizar os retornos de títulos emitidos pelo governo do Estados Unidos da América, uma vez que o governo americano é visto como possuindo o melhor risco de crédito do mundo.

É necessário que a taxa de desconto seja consistente com os fluxos de caixa projetados – é preciso, especialmente, que sejam calculados na mesma moeda. No caso do presente em trabalho, em que o K_e será calculado em moeda americana, é necessário realizar a conversão para a moeda local (R\$). Segundo Damodaran (2012), a conversão consiste em multiplicar o K_e em dólar pelo diferencial de inflação de longo prazo entre os Estados Unidos e o país no qual a empresa está sediada.

O β (beta), por sua vez, indica o incremento necessário no retorno do ativo de forma a remunerar adequadamente seu risco sistemático (ASSAF NETO, 2016). O beta pode ser medido pela covariância entre o retorno da empresa e do mercado, dividida pela variância do retorno da carteira de mercado:

$$\beta = \frac{Covariância_{Ri,Rm}}{Variância_{Rm}}$$

Fonte: Copeland (2006).

Onde:

- r_i = retorno da empresa;
- r_m = retorno da carteira de mercado.

Por fim, o $E(r_m)$ – prêmio de risco do mercado – é definido como o retorno esperado ao investir na carteira de mercado, que teoricamente inclui todos os ativos de risco do mercado. Para fins práticos, o prêmio de risco é geralmente estimado através de uma análise histórica do retorno incremental obtido por ações em relação ao retorno de ativos livres de risco. (DAMODARAN, 2012). É importante ressaltar que o prêmio de risco calculado varia conforme o período considerado na análise histórica e o ativo livre de risco selecionado.

Damodaran afirma, ainda, que a estimativa do prêmio de risco obtida através de dados históricos é geralmente ineficiente em países emergentes – como o Brasil – em que o mercado de ações representa uma proporção pequena em relação a

economia como um todo. Nestes casos, o prêmio de risco é definido como a soma do prêmio de risco de um país maduro com o prêmio de risco específico ao país em questão:

$$r_m \text{ país emergente} = r_m \text{ país maduro} + \text{prêmio de risco país}$$

Fonte: Damodaran (2012).

O prêmio de risco país é comumente obtido através do retorno do CDS (*Credit Default Swap*) do país em questão. O CDS é um derivativo que funciona como um seguro, protegendo o detentor do ativo em caso de inadimplência por parte do governo de um determinado país. Quanto maior o risco de um país deixar de pagar suas obrigações com credores, maior será o CDS – é, portanto, uma métrica efetiva do risco específico ao país.

2.2.1.2 Fluxo de caixa descontado para a firma (DCFF)

No método do Fluxo de Caixa Descontado para a Firma (DCFF, na sigla em inglês), são considerados todos os fluxos de caixa pertencentes tanto aos acionistas quanto aos credores da empresa, com o objetivo de determinar o valor da companhia como um todo. Assim sendo, diferentemente do Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista, no DCFF os fluxos de caixa são anteriores aos pagamentos de principal e juros das dívidas contraídas. A formulação matemática deste método é apresentada a seguir:

$$\text{Enterprise Value} = \sum_{t=1}^n \frac{CF \text{ to firm}_t}{(1 + WACC)^t}$$

Fonte: Damodaran (2012).

Onde:

- n = vida útil do ativo;
- $CF \text{ to firm}_t$ = fluxo de caixa para a firma no ano t ;

- WACC= Custo Médio Ponderado de Capital (do inglês *Weighted Average Cost of Capital*).

Conforme a fórmula acima exposta, a taxa de desconto utilizada na obtenção do valor da firma é conhecida como Custo Médio Ponderado de Capital (WACC). Segundo Copeland, o WACC representa o retorno incremental exigido tanto por acionistas quanto por credores ao investir em determinada empresa. Seu valor é obtido através da seguinte fórmula:

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

Fonte: Copeland (2006).

Onde:

- D = valor de mercado das dívidas da empresa;
- E = *Equity Value*, valor de mercado do capital pertencente aos acionistas da empresa;
- K_d = custo da dívida, medido através do retorno esperado, a valor de mercado, em títulos de dívida emitidos pela empresa;
- V = valor da firma, equivalente a soma do *Equity Value* com o valor de mercado das dívidas da empresa (ou seja, $V = D + E$);
- T = taxa marginal de imposto de renda;
- K_e = custo de capital próprio, cuja definição foi descrita acima.

Cabe ressaltar que, por definição, o resultado obtido através do DCFF refere-se ao *Enterprise Value*, pertencente tanto aos credores quanto aos acionistas da empresa. Para chegar no valor exclusivo aos acionistas, objetivo final deste estudo, basta subtrair o valor de mercado das dívidas da empresa. Isto porque, como descrito acima, o *Enterprise Value* de uma companhia é composto pela soma de seu *Equity Value* com o valor de mercado de suas dívidas.

2.2.2 Avaliação relativa

Segundo Assaf Neto, o método da Avaliação Relativa, também conhecido como método de Múltiplos de Mercado, consiste na determinação do valor de uma empresa ao comparar seu desempenho com o de companhias semelhantes. A comparação é realizada através de um múltiplo de mercado, obtido pela razão entre o valor de mercado da companhia e uma determinada métrica financeira (tal como Lucro Líquido ou Patrimônio Líquido).

A premissa básica deste método, segundo Damodaran, é que o mercado deve precificar de forma semelhante as duas empresas comparadas. Há ainda o pressuposto de que, na média, o mercado realiza a precificação de empresas de forma correta.

A Avaliação Relativa é frequentemente utilizada por uma série de razões, podendo destacar: i) pode ser realizada de forma mais simples, e com o uso de menos premissas explícitas, do que o método do Fluxo de Caixa Descontado, ii) é um método cuja compreensão é mais acessível e intuitiva ao público em geral e iii) expressa de forma mais clara o estado atual do mercado, dado que não mede o valor intrínseco da empresa, mas sim seu valor relativo com base em preços atuais de mercado. (DAMODARAN, 2012). Este método, ainda, é uma forma de conferir e validar os resultados obtidos pelo método do Fluxo de Caixa Descontado.

Para aplicar este método de forma consistente, é essencial garantir que as empresas consideradas sejam comparáveis – o que significa, para Damodaran, que possuam fluxos de caixa, potencial de crescimento e nível de risco semelhantes. Isso representa, sem dúvidas, uma dificuldade na aplicação da Avaliação Relativa, dado que nem sempre é possível encontrar empresas com alto grau de semelhança.

Ainda segundo Damodaran, a forma mais comum e intuitiva de realizar a Avaliação Relativa é através de um múltiplo de lucro. Isto significa pensar no valor do ativo como um múltiplo dos lucros gerados pelo mesmo, e comumente realiza-se através do múltiplo *P/E* (do inglês *Price To Earnings*, ou Preço sobre Lucro Líquido):

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Equity Value}}{\text{Lucro Líquido}}$$

Fonte: Damodaran (2012).

Outra classe de múltiplos frequentemente utilizada é a de múltiplos de receita. O benefício da avaliação através de múltiplos de receita é que, diferentemente do lucro líquido, esta métrica financeira é menos afetada por decisões de contabilidade específicas a cada empresa, assim como por normas contábeis que diferem entre países distintos. Além disso, é útil para avaliação de empresas pouco maduras que ainda não possuem operações rentáveis, e, portanto, não podem ser avaliadas por múltiplos de lucro. O múltiplo de receita mais amplamente utilizado é o *EV/Sales* (do inglês *Enterprise Value to Sales*, ou Valor da Firma sobre Receita Líquida):

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{Enterprise\ Value}{Receita\ Líquida}$$

Fonte: Damodaran (2012).

3 O SETOR

De forma a melhor compreender o contexto em que se insere a Lojas Quero-Quero e avaliar criticamente suas perspectivas futuras, se faz necessária uma análise ampla do seu setor de atuação. Isso envolve o entendimento da dinâmica de competição, de crescimento e das principais tendências que se fazem presentes nos mercados em que a companhia atua.

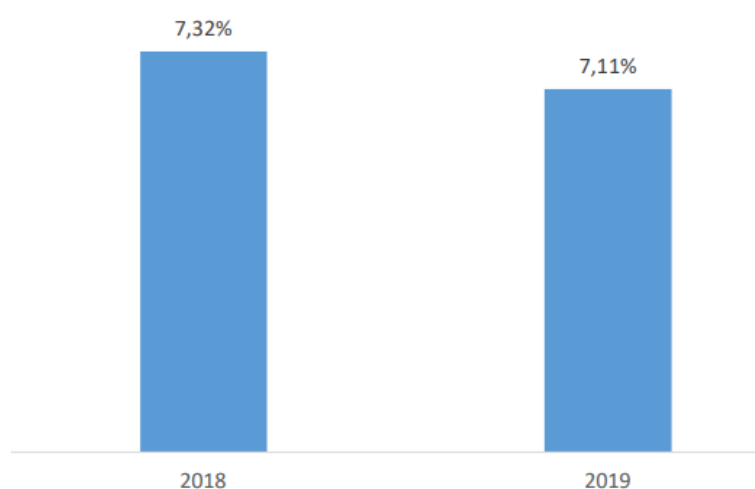
Tomando como ponto de partida a composição de vendas da empresa em 2020, nota-se que a linha de material de construção foi responsável por 73% dos tickets vendidos. Esta é, portanto, a linha de produtos com maior relevância para a companhia, com o restante das vendas sendo decorrente das linhas de móveis e eletrodomésticos. Assim sendo, esta etapa do estudo se concentrará na compreensão e dimensionamento do mercado de material de construção no Brasil.

Segundo dados da Pesquisa Anual do Comércio do IBGE, o mercado de varejo de material de construção totalizou R\$141,5 bilhões em vendas líquidas no ano de 2019. Como evidenciado pelo gráfico abaixo, o setor passou por um período de queda em termos nominais entre os anos de 2015 e 2017, tendo sido fortemente impactado pela recessão da economia brasileira no período. Desde então, o mercado tem mostrado crescimento consistente, na esteira da melhoria das condições econômicas e no aumento da renda disponível para as famílias. Em especial, destaca-se a retomada do mercado imobiliário a partir de 2018, setor que historicamente possui forte correlação com a dinâmica de vendas de material de construção (Formulário de Referência, Lojas Quero-Quero 2020).

Gráfico 1 - Vendas líquidas varejistas de materiais de construção (R\$ bilhão)

Fonte: Pesquisa Anual do Comércio – IBGE, elaborado pelo autor

A cadeia da construção no Brasil é altamente relevante do ponto de vista econômico e de geração de empregos. Segundo dados da ABRAMAT (Associação Brasileira da Indústria de Materiais de Construção), esta cadeia contribuiu em 7,11% para o PIB do país em 2019. Apesar da leve queda de representatividade em relação ao ano de 2018, o setor permanece como um dos mais relevantes no crescimento econômico do país.

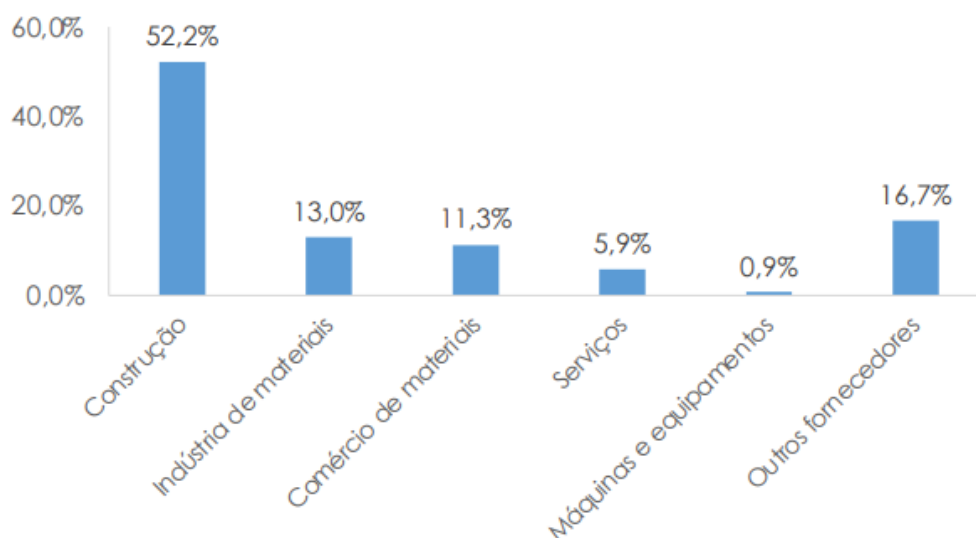
Gráfico 2 - Contribuição da cadeia para o PIB brasileiro (%)

Fonte: ABRAMAT (2019).

O comércio de materiais, foco da atuação da Quero-Quero, foi responsável em 2019 por 11,3% do PIB da cadeia da construção. O segmento mais relevante, como

esperado, era o da própria construção, seguido pela indústria de materiais e pelo segmento de outros fornecedores.

Gráfico 3 - Participação no PIB da cadeia (%)



Fonte: ABRAMAT (2019).

Ainda segundo a ABRAMAT, a indústria de materiais empregava 671,2 mil pessoas ao final de 2020 - número que se compara aos 669,5 mil empregos existentes no setor ao final de 2019. Segundo dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios do IBGE (PNAD-IBGE), ao final de 2020 a população empregada no país totalizava cerca de 56,9 milhões de habitantes – a indústria de materiais era responsável, portanto, por cerca de 1,2% da população total empregada no país.

Em termos de concorrência e competição, o mercado de varejo de materiais de construção se mostra altamente fragmentado. Estimativas da Lojas Quero-Quero com base na receita das empresas do setor apontam que, ao final de 2020, as 14 maiores empresas concentravam apenas 20,5% do faturamento do mercado. Isso se explica, principalmente, pela existência de milhares de pequenos varejistas que atuam em cidades menores, nas quais a maior parte das grandes companhias não possuem presença. (Lojas Quero-Quero, Formulário de referência 2020). Este tema será aprofundado nas seções posteriores, com foco especial nas distinções entre o modelo de negócios da Quero-Quero e de seus principais competidores.

4 A EMPRESA

Esta seção tem como objetivo fornecer uma visão completa acerca da Lojas Quero-Quero. Isto inclui o estudo aprofundado de seu histórico de crescimento, de suas principais linhas de negócio, assim como da dinâmica de competição nas regiões em que a empresa atua. A análise qualitativa do modelo de negócios da companhia é fundamental para o bom entendimento das oportunidades e riscos existentes, permitindo que se realizem projeções mais embasadas acerca do seu potencial de crescimento futuro.

Resumidamente, a Quero-Quero é atualmente uma empresa focada na comercialização de material de construção, eletrodomésticos e móveis em pequenas e médias cidades no interior da região Sul do país. A companhia, que possuía 395 lojas ao final de 2020, possui presença elevada no Rio Grande do Sul – estado que foi fundada e onde está localizada sua sede administrativa. Além da comercialização de produtos em suas lojas físicas, a Quero-Quero apresenta uma oferta complementar de Serviços Financeiros e Cartão de Crédito, com objetivo de se diferenciar da concorrência local e aumentar a fidelização de seus clientes. Ao final de 2020, a companhia era a líder do seu segmento em termos de números de lojas, e a segunda maior empresas em termos de área total de vendas.

4.1 HISTÓRICO E VISÃO GERAL

A Lojas Quero-Quero foi fundada em 1967, na cidade de Santo Cristo (RS), como uma loja com foco na venda de produtos agrícolas e veterinários. O nome da companhia foi inspirado no pássaro Quero-Quero, tradicional no interior do Rio Grande do Sul. Ao longo das décadas seguintes, a empresa iniciou um processo de expansão para cidades vizinhas, com inauguração de dezenas de filiais no seu estado de atuação. Paralelamente, iniciou-se a venda de produtos de material de construção, que veio a ser o foco principal da companhia.

Nos anos 90, a companhia se consolidou como uma das grandes redes do estado, já possuindo mais de 50 lojas e inaugurando operações no estado de Santa Catarina. Neste período, foram introduzidos eletrodomésticos e móveis no portfólio, com o objetivo de oferecer uma solução integrada para seus clientes nos momentos de construção e reforma do imóvel. Ainda nessa época, a companhia tomou a decisão

de expandir suas linhas de negócio, passando a oferecer serviços financeiros e cartão de crédito aos seus clientes, visando aumentar as linhas de receita e criar um diferencial em relação aos competidores locais. O cartão de crédito, emitido com bandeira própria sob o nome de VerdeCard, surgiu inicialmente como opção de financiamento para compras nas lojas da empresa, e em seguida passou a ser aceito também em estabelecimentos de parceiros.

A Quero-Quero passou por mudanças relevantes em 2008, com a aquisição do controle da companhia por parte da Advent – gestora global de *Private Equity*, focada em aquisições internacionais de empresas com grande potencial de crescimento. A gestora adquiriu 88% das ações da empresa por um total de R\$270 milhões. Sob nova gestão, a empresa passou por um processo de reestruturação interna, com a profissionalização da alta administração e a adoção de melhores práticas de governança corporativa, tal como a introdução de conselheiros independentes no Conselho de Administração.

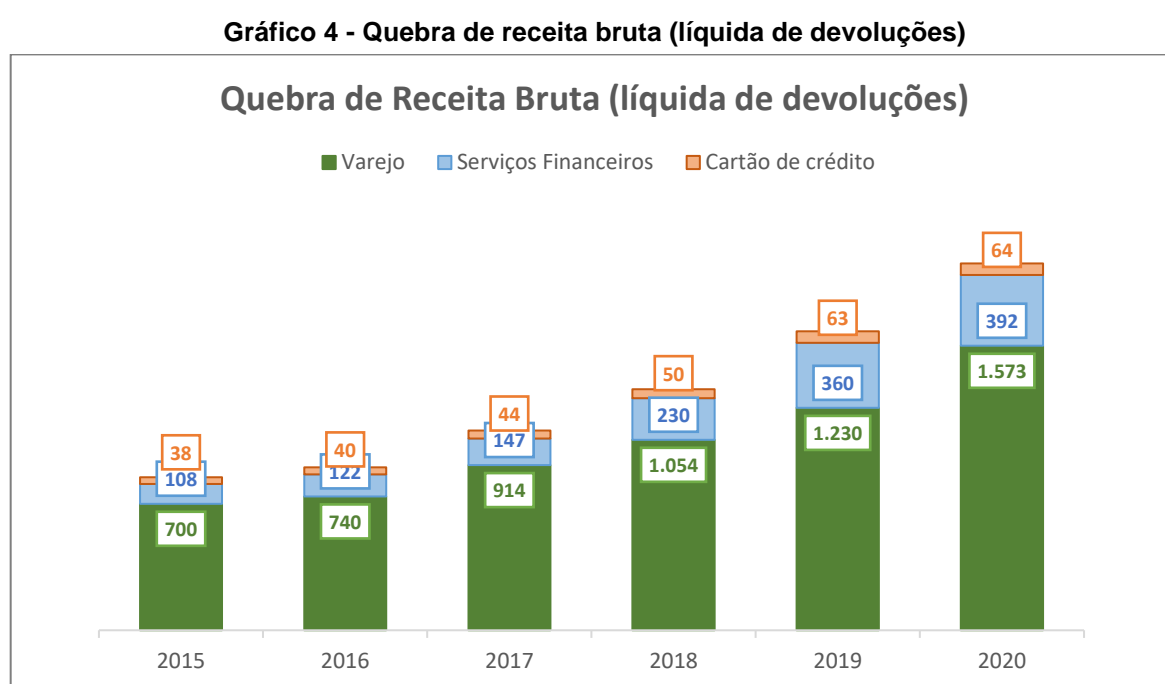
A década de 2010 foi de grande expansão para a empresa, com o início das operações no Estado do Paraná e a inauguração de sua 200ª loja. Em 2017, foi desenvolvido um novo formato de lojas denominado “Mais Construção” - explorado em detalhes mais adiante – com o objetivo de fornecer maior sortimento de produtos e agilidade nas entregas nas regiões de atuação. O formato tem se mostrado altamente rentável e já existem mais de 100 lojas neste modelo atualmente. (Formulário de Referência, Lojas Quero-Quero 2021).

Em agosto de 2020, a Quero-Quero realizou sua oferta pública inicial de ações (IPO), passando a ser listada no segmento do Novo Mercado da B3 (Bolsa de Valores) sob o *ticker* LJQQ3. A empresa foi avaliada em R\$2,3 bilhões de reais e realizou uma captação primária (quando ocorre emissão de novas ações) no total de R\$270 milhões, recursos que serão utilizados para a implementação do seu plano de expansão. A Advent, antiga controladora, vendeu toda sua participação na empresa, levantando R\$1.96 bilhões de reais. Atualmente, 95% das ações da empresa são negociadas na Bolsa de Valores.

4.2 LINHAS DE NEGÓCIO

A Quero-Quero possui três linhas de negócios principais, sendo elas: Varejo, Serviços Financeiros e Cartão de Crédito. As características fundamentais de cada um destes segmentos serão analisadas a seguir, assim como suas respectivas dinâmicas de crescimento e representatividade para a companhia.

Abaixo, apresenta-se a evolução da Receita Bruta da companhia, para cada uma das três linhas de negócio, ao longo dos últimos 5 anos.



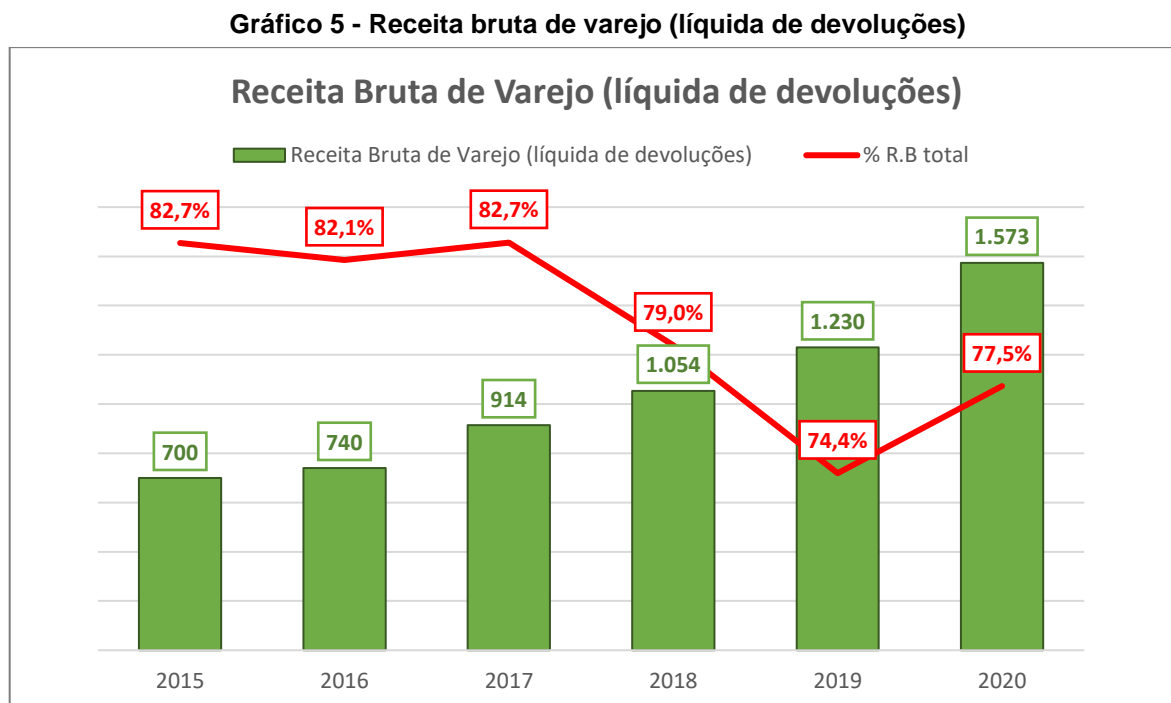
Fonte: elaborado pelo autor.

4.2.1 Varejo

A principal atividade da companhia é a comercialização de produtos de material de construção, eletrodomésticos e móveis. As vendas ocorrem principalmente através da rede de lojas físicas, sendo complementada pela operação de *e-commerce* inaugurada em 2019.

Como demonstrado pelo gráfico abaixo, o varejo é a linha de negócio com maior representatividade em termos de contribuição para receita, sendo responsável por 77,5% da receita bruta total em 2020. De fato, a venda de produtos é a base para as demais atividades da companhia. É o varejo que possibilita a oferta do cartão de

crédito para financiamento das compras na loja, e que permite a comercialização de seguros para proteção de produtos adquiridos, por exemplo.



Fonte: Dados públicos da companhia, elaborado pelo autor.

Dentre as linhas de produtos do Varejo, a de material de construção é a mais relevante para a companhia, sendo responsável por cerca de 75% dos tickets vendidos em 2020. A companhia entende que este segmento é o foco principal e deve ser a maior fonte de crescimento nos próximos anos, com as vendas de eletrodomésticos e móveis representando ofertas complementares.

A representatividade desta categoria na receita bruta de varejo da empresa é relativamente menor, tendo sido de cerca de 60% de 2020, uma vez que produtos de material de construção apresentam ticket médio inferior em relação aos demais segmentos. Ainda assim, esta é a categoria que apresenta maior contribuição para a receita bruta de varejo.

No ramo de material de construção, são incluídos os seguintes subsegmentos de produtos: revestimentos; acabamentos; material bruto; material básico; equipamentos; floresta e jardim; tintas. (Formulário de Referência Lojas Quero-Quero, 2021).

A categoria seguinte em termos de relevância é a de eletrodomésticos, tendo representado cerca de 20% dos *tickets* vendidos em 2020. Nesta linha, são incluídos

equipamentos de linha branca (refrigeradores, fogões, máquinas de lavar roupa, etc.); linha marrom (e.g. televisores, aparelhos de som, etc.); eletroportáteis; utilidades domésticas; tecnologia automotiva e telefonia. A empresa é especialmente conhecida pela venda de linha branca, sendo o principal destaque dentre os produtos de eletrodomésticos.

Neste caso, a representatividade para receita bruta é superior ao percentual de *tickets* vendidos, uma vez que o *ticket médio* dos itens da categoria é mais alto. Em 2020, eletrodomésticos representaram cerca de 30% da receita bruta de varejo da empresa.

Por fim, a categoria de móveis é a que possui menor relevância para o varejo, sendo responsável por cerca de 5% dos *tickets* em 2020. A linha de móveis envolve equipamentos para a cozinha, sala, quarto; escritório, área de serviço e de lazer. Esta categoria possui *ticket médio* superior a tanto móveis quanto material de construção, de forma que foi responsável por cerca de 10% da receita bruta de varejo em 2020.

A tabela abaixo resume as principais informações acerca de cada uma das linhas de produtos comercializadas no varejo. Os dados de *ticket médio* foram fornecidos pela companhia, sendo uma estimativa com base nas vendas de 2020.

Tabela 4 - Linhas de produtos comercializadas no varejo

Linha de produtos	Percentual dos <i>tickets</i> vendidos	Percentual da receita bruta de varejo	<i>Estimativa de ticket médio</i> (R\$ por produto)
Eletrodomésticos	20%	30%	500,00
Material de construção	75%	60%	600,00
Móveis	5%	10%	700,00

Fonte: Dados da companhia referentes ao ano de 2020. Elaborado pelo autor.

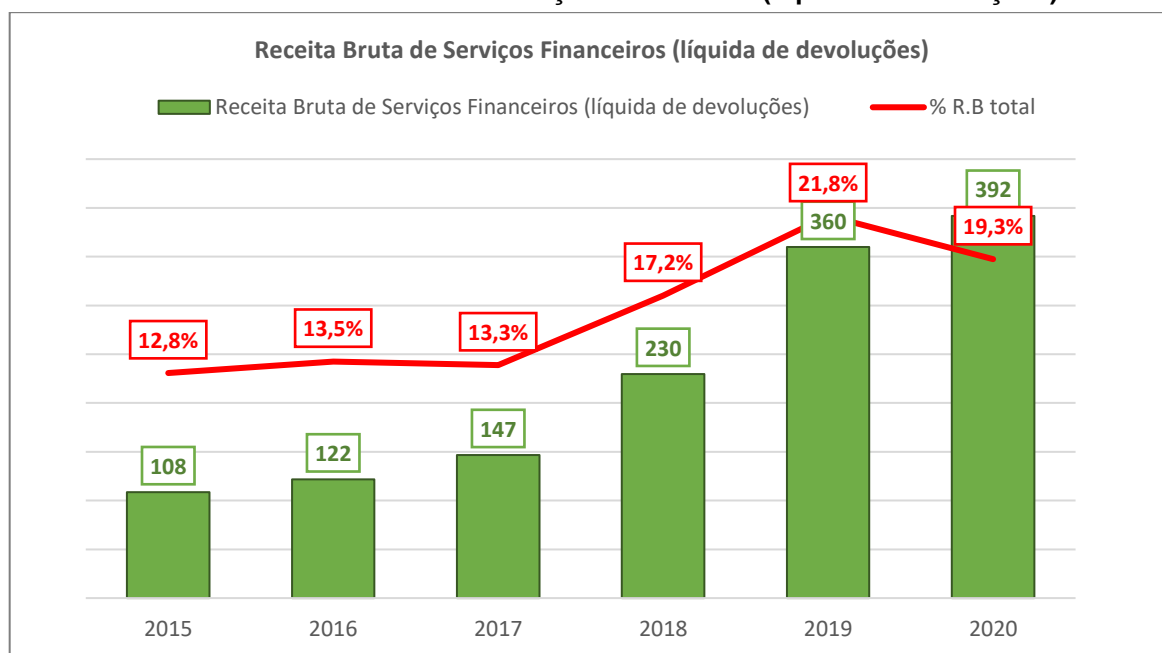
4.2.2 Serviços financeiros

Complementando a operação de varejo, a Quero-Quero possui uma oferta de serviços financeiros e seguros aos seus clientes. A companhia enxerga esta linha de negócios como uma de suas maiores vantagens competitivas em relação aos competidores locais, que não possuem estrutura para conceder crédito ao cliente de forma efetiva. Além disso, considerando que a empresa atua em regiões com baixo nível de bancarização, em que a população frequentemente não possui acesso aos produtos dos grandes bancos do país, a oferta de serviços financeiros torna-se ainda

mais relevante no sentido de atrair e fidelizar clientes. Por fim, dado que os produtos vendidos pela companhia possuem um ticket médio elevado, a oferta de crédito é importante ao permitir compras por parte de clientes que não possuem o capital necessário para pagamento à vista.

A relevância desta linha de negócios vem crescendo significativamente como percentual da receita bruta total da companhia, subindo de 12,8% em 2015 para 19,3% ao final de 2020.

Gráfico 6 - Receita Bruta de Serviços Financeiros (líquida de devoluções)



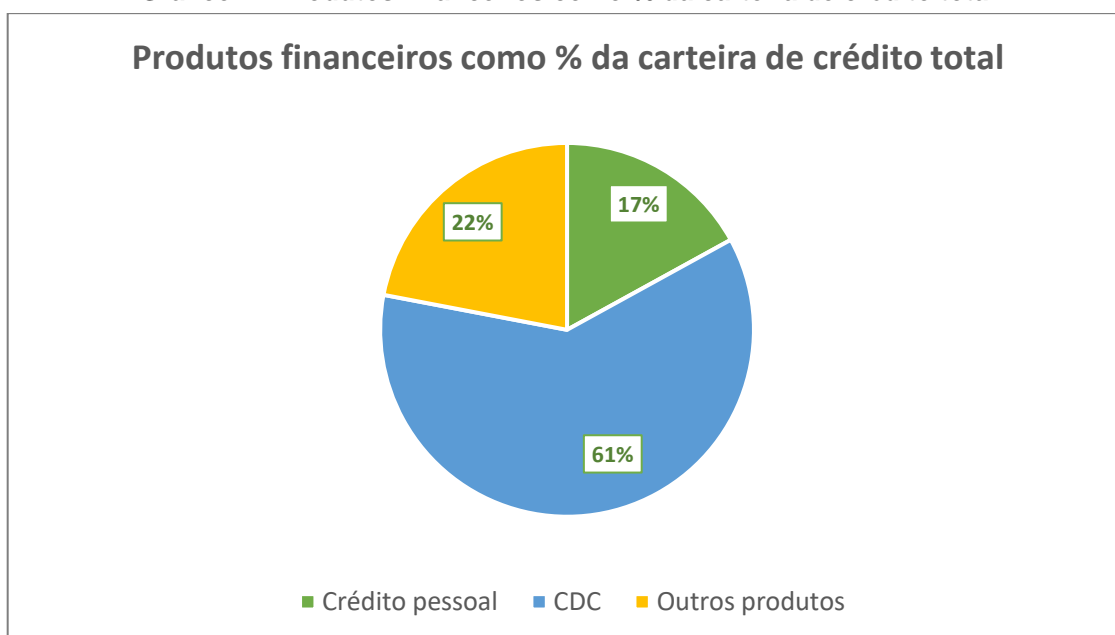
Fonte: Dados públicos da companhia, elaborado pelo autor.

Abaixo, os principais serviços financeiros oferecidos e sua representatividade em relação a carteira de crédito total:

- Crédito Direto ao Consumidor (CDC) – modalidade de financiamento diretamente atrelada a compra de produtos nas lojas da Quero-Quero. É o serviço mais relevante no portfólio, representando 61% da carteira de crédito ao final de 2020.
- Empréstimo pessoal – financiamento concedido ao cliente sem correlação com a compra de produtos da empresa. Neste caso, o cliente possui liberdade de utilizar o dinheiro emprestado como desejar. Representava 17% da carteira de crédito ao final de 2020.

- Outros produtos e serviços – categoria que engloba uma série de serviços que individualmente possuem menor representatividade em relação a carteira de crédito total. Dentre os serviços mais relevantes nesta categoria, estão o crédito rotativo (concedido ao cliente que não paga a fatura do cartão de crédito até o vencimento) e o parcelamento de fatura. Juntos, os produtos e serviços desta categoria representavam 22% da carteira de crédito ao final de 2020.

Gráfico 7 - Produtos financeiros como % da carteira de crédito total



Fonte: Dados públicos da companhia, elaborado pelo autor.

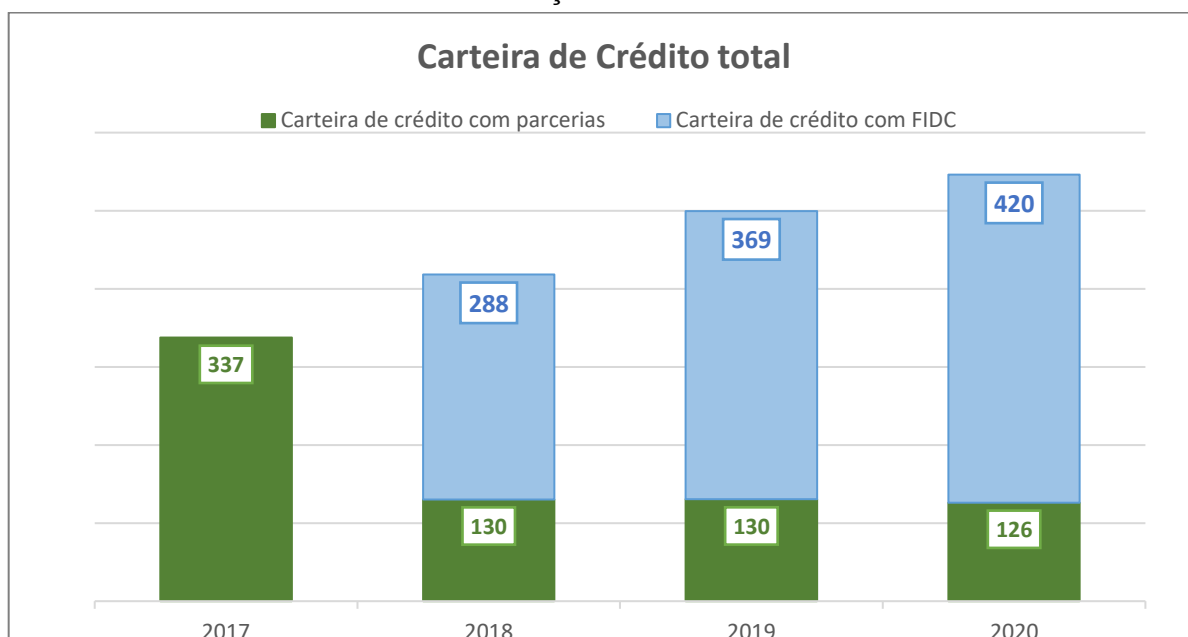
Dado que a Quero-Quero não é autorizada pelo Banco Central para atuar como instituição financeira, a empresa não possui permissão de conceder crédito aos seus clientes de maneira independente. Ainda assim, a empresa desenvolveu dois sistemas de atuação que permitiram a entrada no mercado de serviços financeiros respeitando as normas definidas pelo Banco Central:

1. Parceria com instituições financeiras, em modelo de *profit sharing* (partilha de lucros). Nesta modalidade, a Quero-Quero é responsável pela distribuição e venda dos serviços financeiros aos seus clientes, enquanto as instituições parceiras fornecem o capital necessário para o financiamento das operações. O lucro operacional proveniente da oferta dos serviços é repartido entre a Quero-Quero e instituições parceiras na proporção de 80%-20% - ou seja, a empresa retém 80% do resultado, com o restante sendo destinado aos

parceiros como remuneração ao capital investido. A Quero-Quero atua neste modelo há mais de duas décadas, e atualmente, possui parcerias com duas instituições: Via Certa Financiadora S.A e Senff S.A Crédito, Financiamento e Investimentos.

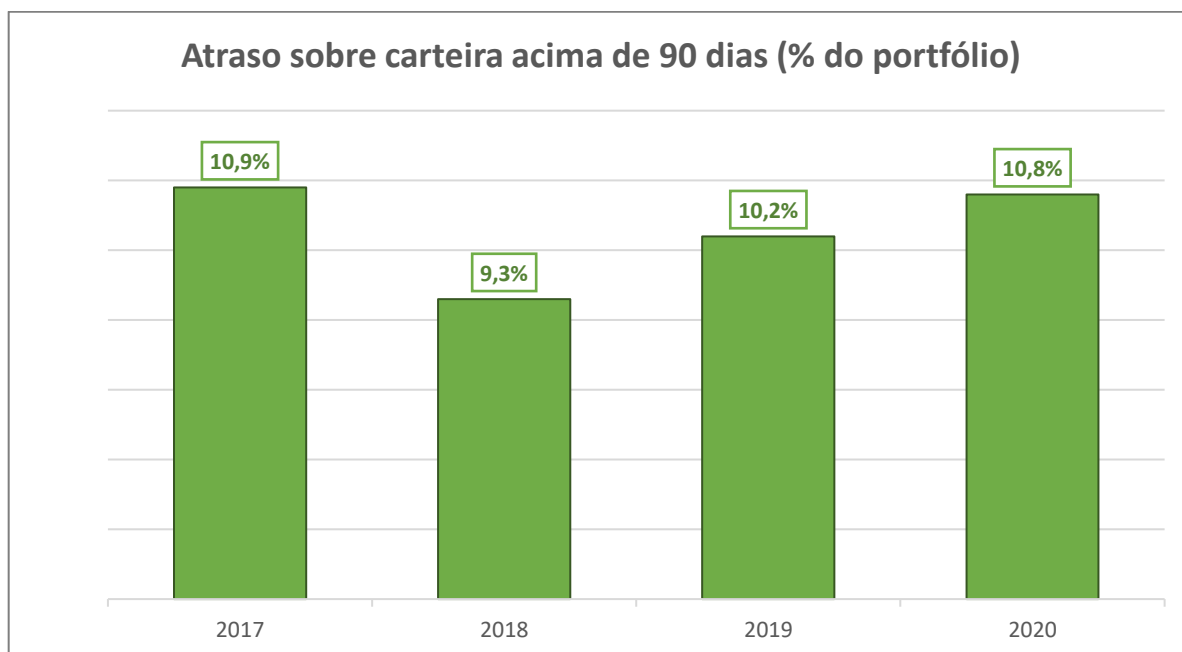
2. Estruturação de um FIDC (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios), que investe seus recursos na aquisição de direitos creditórios originados pela empresa. O FIDC VerdeCard foi criado em 2018, de forma a permitir a expansão da carteira de crédito, representando uma fonte adicional de financiamento para as operações. O fundo possui duas classes de cotas - uma classe de cotas Seniores, de titularidade de investidores terceiros e cujos recursos são captados no mercado, e uma classe de cotas Subordinadas, de titularidade da Quero-Quero. Já foram realizadas quatro séries de captações desde a estruturação do veículo, e ao final de 2020, o fundo possuía um patrimônio líquido de R\$538 milhões. Deste total de recursos, 44% eram referentes às cotas Subordinadas pertencentes a Quero-Quero, com o restante pertencendo a investidores externos.

O gráfico abaixo traz a evolução da carteira de crédito, com a divisão entre as parcelas financiadas pelo FIDC e pelas instituições parceiras. Até 2017, a única fonte de financiamento eram as parcerias, e, portanto, eram responsáveis por todos os recursos investidos na operação de crédito. De 2018 em diante, com a criação do FIDC, este se tornou a fonte de financiamento mais relevante e tem concentrado todo o crescimento marginal da carteira nos últimos anos, com os recursos investidos pelas parceiras se mantendo praticamente constante desde então. Isso ocorre, principalmente, porque o modelo de financiamento via FIDC é mais rentável para a Quero-Quero e possui maior capacidade de escalar, conforme será analisado adiante no relatório.

Gráfico 8 - Evolução da carteira de crédito

Fonte: Dados públicos da companhia, elaborado pelo autor.

A cobrança nas operações de crédito é realizada pelos próprios gerentes das lojas, que realizam visitas periódicas aos 20 maiores devedores de cada município. Considerando a dinâmica comunitária das cidades em que a Quero-Quero atua, os gerentes costumam possuir relações próximas e até familiares com seus clientes. Isso acaba se convertendo em um diferencial nas atividades de cobrança e se refletindo em índices de inadimplência historicamente controlados – conforme o gráfico abaixo, o percentual de empréstimos em atraso por mais de 90 dias em relação ao portfólio total tem se mantido entre cerca de 9% e 11% nos últimos anos.

Gráfico 9 - Atraso sobre carteira acima de 90 dias

Fonte: Dados públicos da companhia, elaborado pelo autor.

Por fim, além da concessão de crédito, a Quero-Quero oferece ainda um portfólio de seguros aos seus clientes. Dentre os produtos disponíveis, estão seguros de garantia estendida para produtos adquiridos na loja, seguros residências e de proteção financeira. A empresa possui uma corretora de seguros própria – a Sentinela dos Pampas Administradora e Corretora de Seguros – que atua como distribuidora de seguradoras parceiras, recebendo uma comissão pela comercialização dos produtos. Atualmente, a corretora distribui produtos das seguradoras Assurant, Generali, Metlife e Zurich.

4.2.3 Cartão de crédito

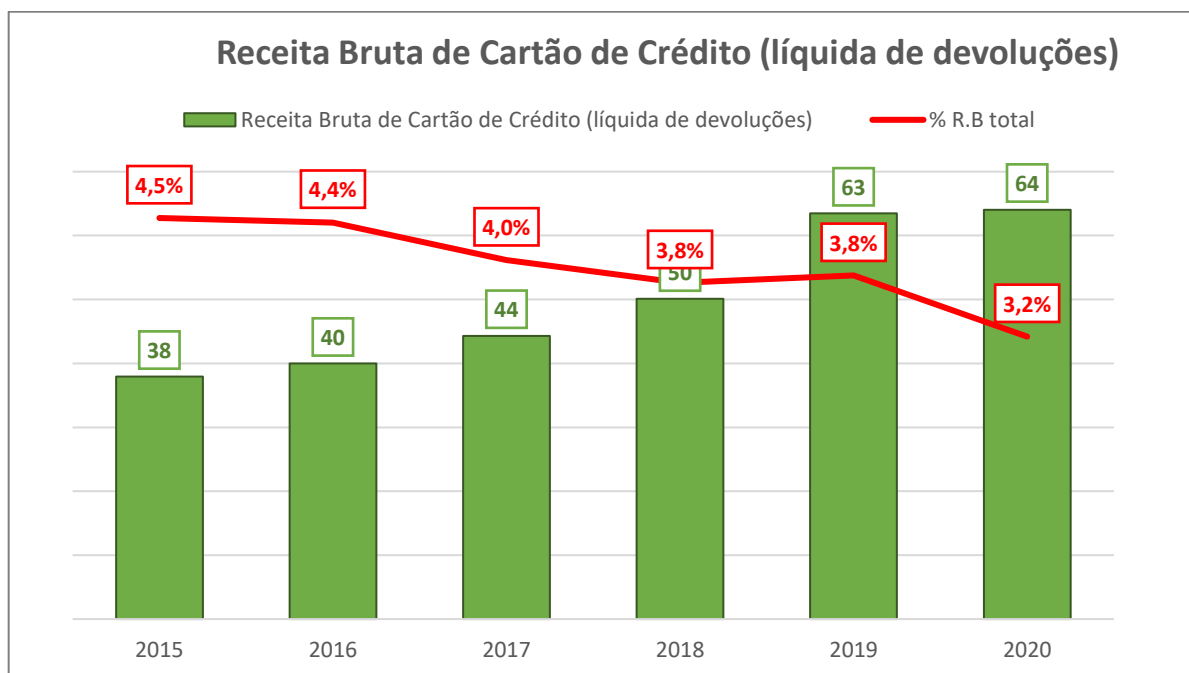
Como terceira linha de negócio, está a oferta de cartões de crédito com bandeira própria – a bandeira VerdeCard - aos clientes da companhia. Além de ser o veículo que permite o acesso aos serviços financeiros oferecidos nas lojas da Quero-Quero, o cartão é aceito em mais de 150 mil estabelecimentos terceiros credenciados pela empresa.

O cartão de crédito gera receita para a empresa através de três formas de remuneração:

- Taxa de anuidade: valor pago anualmente pelos clientes detentores do cartão;
- Taxa de intercâmbio: percentual das transações pago pelos lojistas credenciados à VerdeCard, que atua como emissora do cartão;
- Tarifa de bandeira: percentual das transações pago pelos lojistas credenciados à VerdeCard, neste caso por atuar como instituidora do arranjo de pagamento (bandeira do cartão).

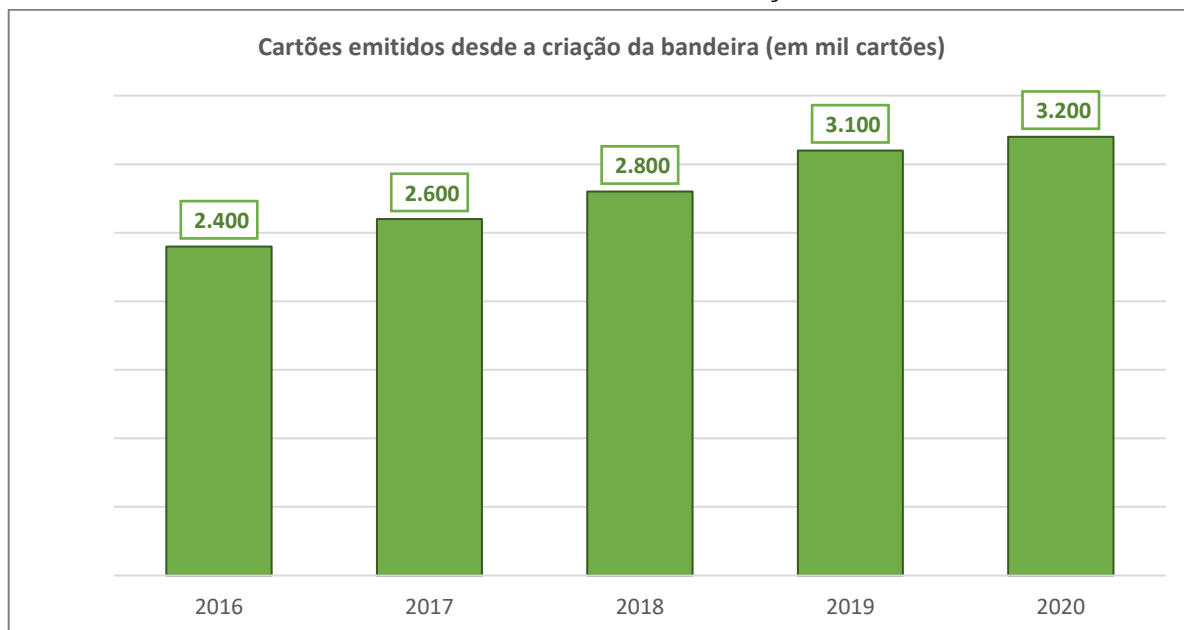
Apesar da baixa representatividade em termos de receita para a companhia – foi responsável por 3,2% da Receita Bruta em 2020 – o segmento de cartões de crédito é visto como uma forte vantagem competitiva, que possibilita estreitar o relacionamento com os clientes e aumentar sua fidelização com a marca da Quero-Quero.

Gráfico 10 - Receita bruta de cartão de crédito



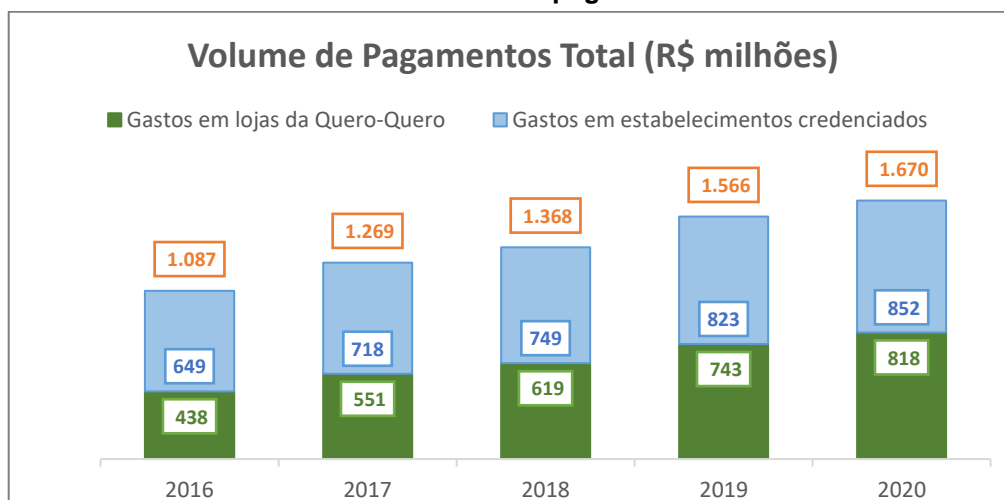
Fonte: Dados públicos da companhia, elaborado pelo autor.

Até o final de 2020, a empresa havia emitido mais de 3,2 milhões de cartões desde a criação da bandeira, com forte crescimento entre os anos de 2016 e 2019 – vide gráfico abaixo. O crescimento no número de cartões desacelerou em 2020, em decorrência da pandemia do Coronavírus, momento em que a companhia optou por reduzir novas emissões em virtude do cenário de maior incerteza.

Gráfico 11 - Cartões emitidos desde a criação da bandeira

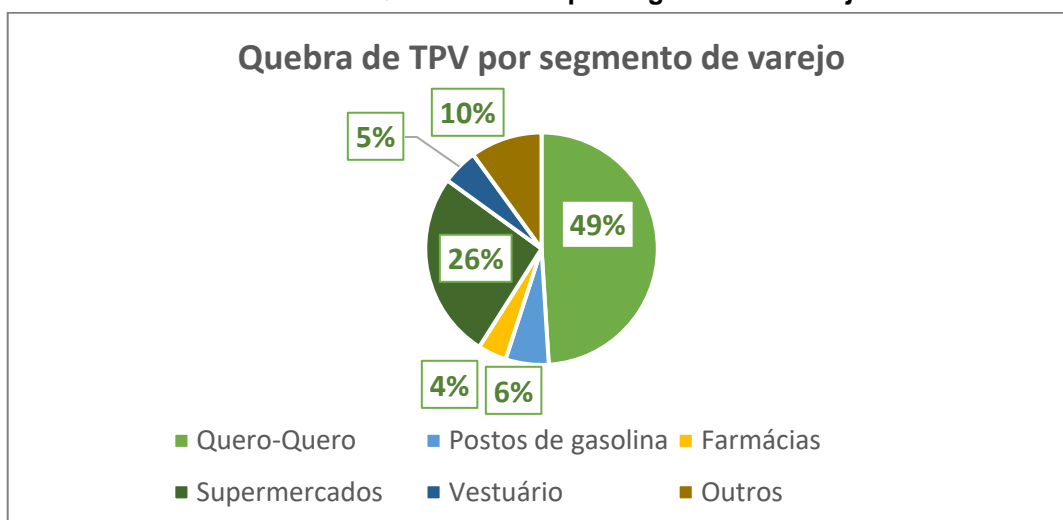
Fonte: Dados públicos da companhia, elaborado pelo autor.

O Volume Total Transacionado (TPV – *Total Payment Volume* – na sigla em inglês) em cartões da bandeira VerdeCard atingiu R\$1,67 bilhão em 2020, apresentando uma taxa de crescimento anual composta (CAGR – *Compound Annual Growth Rate* – na sigla em inglês) de 9% ao ano de 2016 a 2020. Chama atenção o fato de que a maior parte dos gastos nos cartões de crédito são feitos fora das lojas da Quero-Quero, em estabelecimentos credenciados. Conforme o gráfico abaixo, 51% do total de pagamentos em 2020 – R\$852 milhões – foram realizados em lojas de terceiros.

Gráfico 12 - Volume de pagamentos total

Fonte: Dados públicos da companhia (2020), elaborado pelo autor.

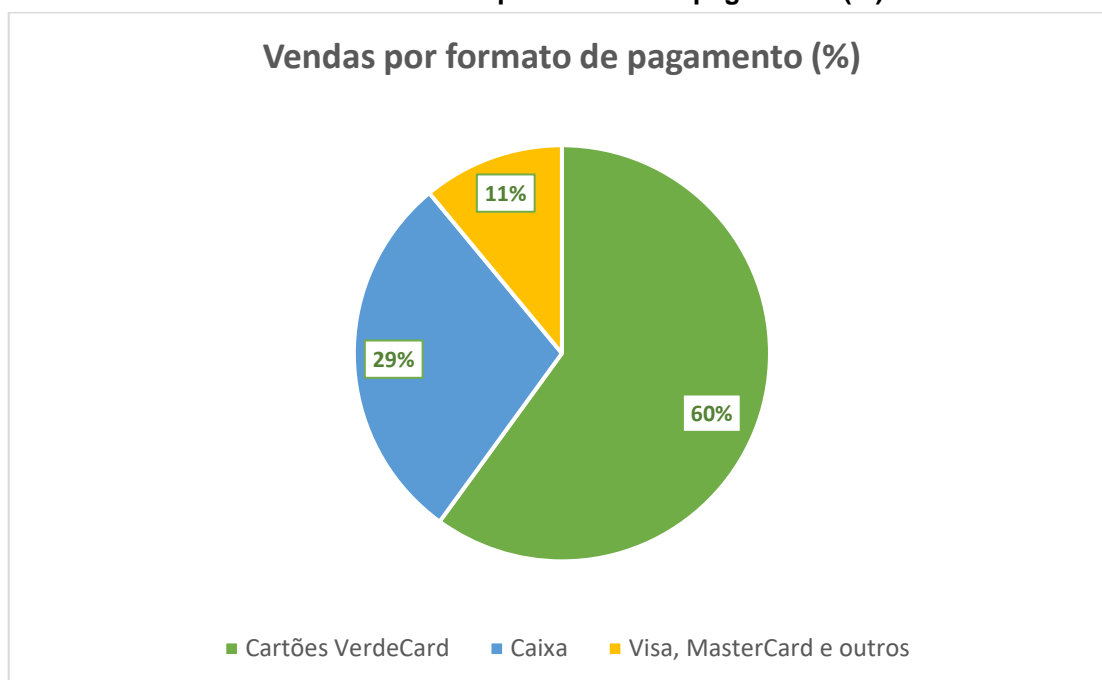
O gráfico abaixo traz a quebra do Volume de Pagamentos Total em 2020 por segmento de varejo – ou seja, detalha em que tipo de estabelecimentos foram realizados os gastos nos cartões de crédito da bandeira. Nota-se a alta relevância de pagamentos em estabelecimentos como supermercados, postos de gasolina e farmácias, que geralmente representam gastos básicos das famílias. Isto reforça a tese de que o cliente atendido pela Quero-Quero é frequentemente desbancarizado, não tendo acesso aos produtos financeiros dos grandes bancos, e, portanto, utiliza o cartão VerdeCard como seu cartão principal – não apenas para compras nas lojas da empresa, mas sim para os mais diversos gastos realizados por sua família.

Gráfico 13 - Quebra de TPV por segmento de varejo

Fonte: Dados públicos da companhia (2020), elaborado pelo autor.

A alta penetração do cartão também fica evidente ao analisar a relevância de cada método de pagamento nas vendas ocorridas em lojas da companhia. Em 2020, cerca de 60% das compras ocorreram com uso do cartão VerdeCard. O segundo método mais relevante foi o pagamento em caixa, com cartões de outras bandeiras (como Visa e MasterCard) sendo utilizados apenas 11% das vendas. De fato, o cliente da Quero-Quero aparenta não possuir acesso a estes meios de pagamento, tornando a oferta do cartão de crédito uma vantagem competitiva relevante nos mercados em que a empresa atua.

Gráfico 14 - Vendas por formato de pagamento (%)



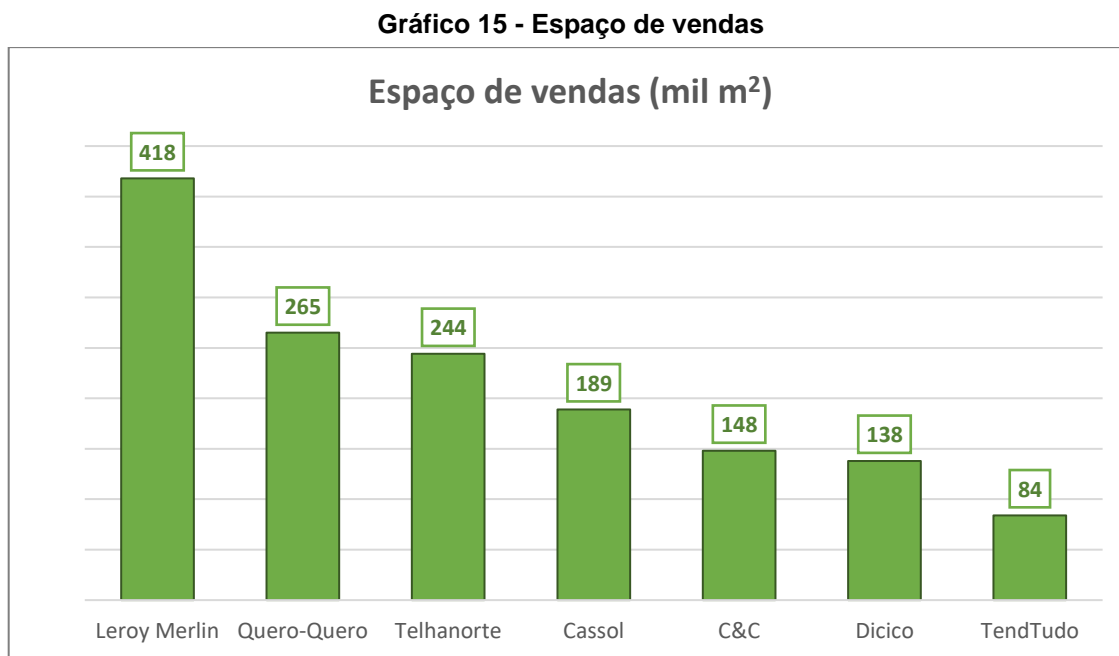
Fonte: Dados públicos da companhia (2020), elaborado pelo autor.

4.3 DISTRIBUIÇÃO DE LOJAS, MODELO DE NEGÓCIOS E CONCORRÊNCIA

Além da Quero-Quero, as maiores varejistas do setor atualmente Leroy Merlin, Telhanorte, C&C, Cassol, Dicico e TendTudo (EUROMONITOR, 2020). Este será, portanto, o grupo de análise considerado a fim de avaliar as diferenças do modelo de negócios da Quero-Quero em relação ao de seus concorrentes.

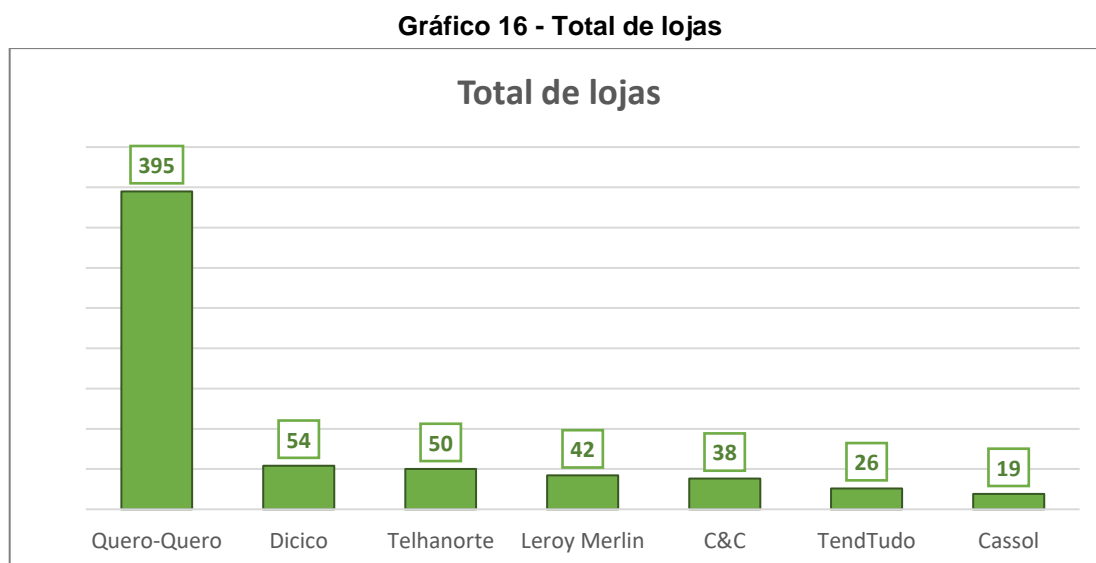
Segundo levantamento realizado com base em informações públicas disponibilizadas por estas companhias, ao final de 2020 a Quero-Quero era a segunda

maior empresa do segmento em termos de área de vendas, conforme demonstrado no gráfico abaixo.



Fonte: Dados públicos da companhia, elaborado pelo autor.

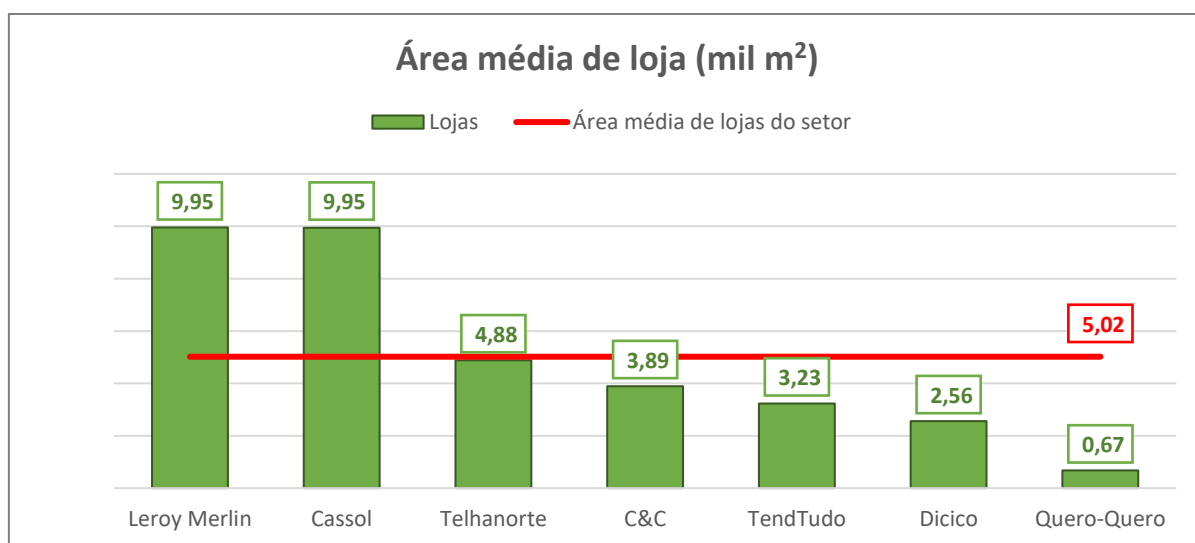
Já em relação ao número de lojas, a Lojas Quero-Quero se posiciona como líder absoluta no setor. Como evidenciado pelo gráfico a seguir, a companhia apresenta uma quantidade de lojas substancialmente superior a todos os seus concorrentes – ao final de 2020, a empresa possuía 395 lojas em operação.



Fonte: Dados públicos da companhia, elaborado pelo autor.

Isso se explica, fundamentalmente, pela diferença entre o modelo de negócio da Quero-Quero e das demais companhias do grupo de análise. Com exceção da Quero-Quero, as maiores empresas do setor possuem lojas no formato de *mega-store*: estabelecimentos com área de vendas na casa dos milhares de metros quadrados, localizados em capitais e grandes cidades do país.

A Quero-Quero, por sua vez, possui como foco cidades pequenas com população inferior a 100 mil habitantes. A empresa opera com um modelo adaptado à cultura de cidades menores, pautado no vínculo próximo entre o vendedor e seus clientes, com um *mix* de produtos menor e voltado às necessidades locais. Seu formato de loja, desenvolvido de forma a adequar-se às particularidades destes municípios, possui área de vendas bastante inferior à média dos grandes varejistas. O gráfico abaixo evidencia esta dinâmica: enquanto a área média de loja entre os varejistas do setor é de 5,02 mil m², a área média das lojas da Quero-Quero é de apenas 670 m².



Fonte: Dados públicos da companhia, elaborado pelo autor.

Para analisar de maneira mais profunda a dinâmica de competição entre a Quero-Quero e os grandes *players* do setor, realizou-se um estudo de forma a mapear a distribuição geográfica de suas lojas pelo país. De maneira resumida, o estudo foi conduzido em três etapas principais:

1. Levantamento de todas as lojas das empresas pertencentes ao grupo de análise, com base em informações disponíveis nos seus respectivos sites. As

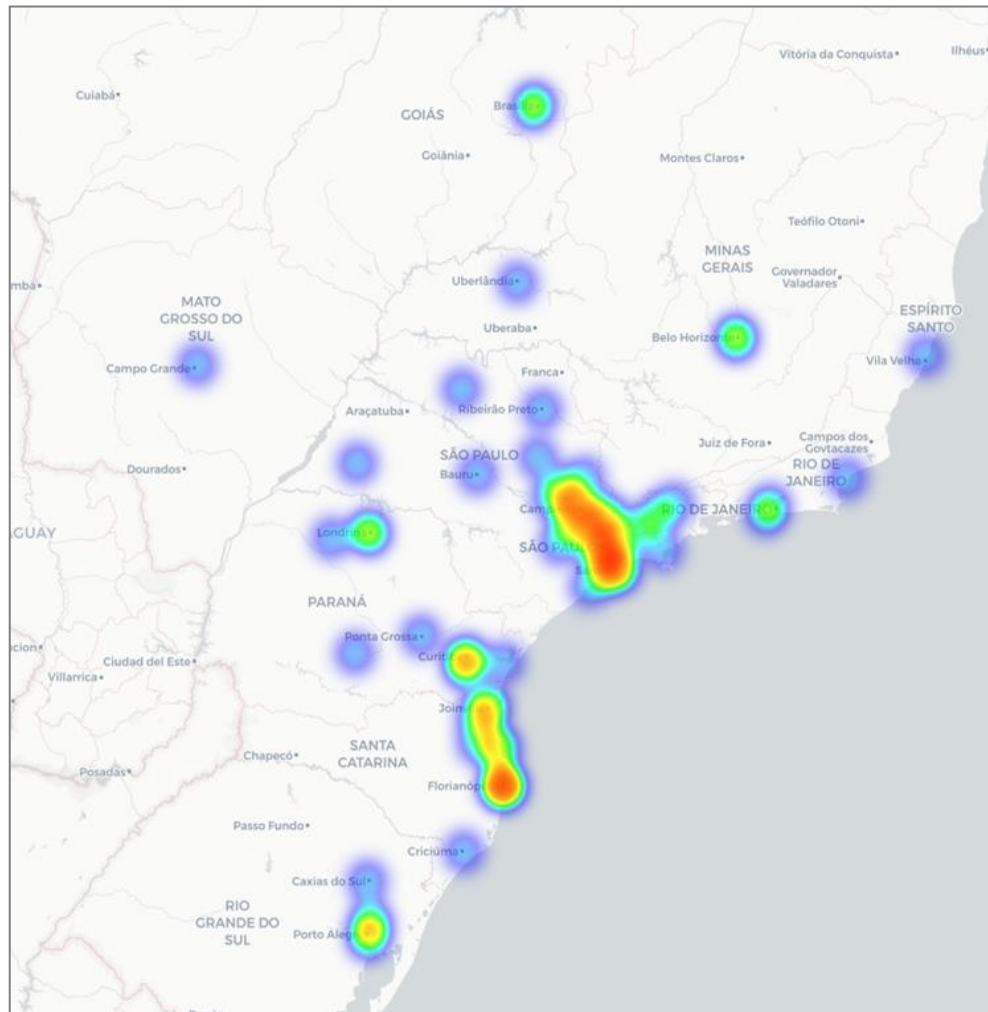
informações foram coletadas com o uso de programação em *Python* – mais especificamente, com o auxílio da biblioteca *Beautiful Soup*.

2. Conversão dos endereços coletados em coordenadas geográficas, visando obter dados de latitude e longitude para cada uma das lojas. Isto foi possível com o uso da biblioteca *Geopy* – também na linguagem *Python* – junto de informações disponibilizadas pelo serviço de mapas do Google.
3. Uso biblioteca *Folium* para elaboração de mapas de calor com a dispersão das lojas pelo país, com base em suas respectivas coordenadas geográficas.

O mapa de calor abaixo apresenta a distribuição geográfica das lojas dos grandes varejistas de material de construção, com exceção da Quero-Quero. De forma geral, nota-se uma forte concentração de estabelecimentos nas capitais e grandes metrópoles do país. A Região Metropolitana de São Paulo, em especial, possui elevada presença dessas empresas, sendo o foco de atuação para boa parte dos líderes do setor.

Chama atenção, ainda, a baixíssima concentração de lojas nas regiões de interior e de menor densidade populacional. Com exceção do estado de São Paulo, praticamente inexistem estabelecimentos fora das captais e grandes centros metropolitanos.

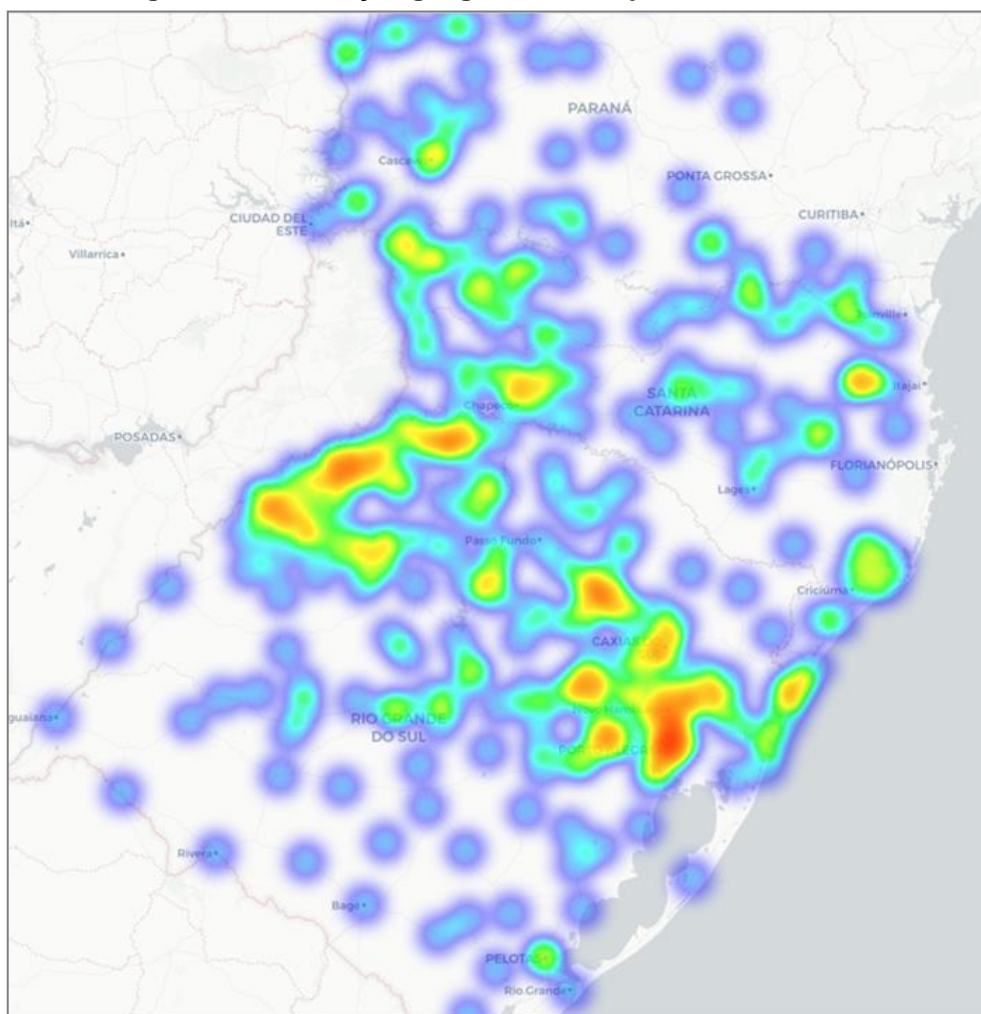
Figura 1 - Distribuição geográfica das lojas de concorrentes



Fonte: Dados públicos da companhia, elaborado pelo autor.

Já no que diz respeito a dispersão das lojas da Quero-Quero, conforme o mapa abaixo, nota-se um contraste significativo em relação ao posicionamento das demais grandes redes. Como dito anteriormente, a empresa possui lojas apenas na região Sul – no Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul – com alta presença em regiões interioranas e municípios com baixa população.

Figura 2 - Distribuição geográfica das lojas da Quero-Quero



Fonte: Dados públicos da companhia, elaborado pelo autor.

Analisando o tamanho da população nos municípios em que a Quero-Quero atua, nota-se que cerca de 80% das lojas são localizadas em cidades com menos de 100 mil habitantes, com a maior parte estando em cidades com população inferior a 25 mil. A tabela abaixo foi elaborada com base na localização das lojas da empresa e nos dados de população por município do IBGE.

Tabela 5 - Localização das lojas da empresa

Faixa de população (mil habitantes)	Percentual em relação ao total de lojas
0-5	1,1%
5-25	43,6%
25-50	17,7%
5-100	16,8%
100-200	5,8%
200-300	8,9%
Acima de 300	6,0%

Fonte: Dados públicos da companhia, elaborado pelo autor.

Isso se diferencia fortemente da distribuição geográfica dos seus concorrentes. Conforme a tabela abaixo, a população e a densidade populacional mediana dos municípios em que a Quero-Quero atua é consideravelmente inferior em relação as demais empresas.

Tabela 6 - População e densidade populacional mediana

Empresa	População mediana	Densidade populacional mediana (habitantes/km²)
Balaroti	508.826	1.922,4
C&C	1.092.413	3.834,5
Cassol	508.826	1.376,8
Leroy Merlin	1.213.792	2.837,5
Lojas Quero-Quero	29.994	52,7
Sodimac	424.882	1.677,0
Telhanorte	1.392.121	7.398,3

Fonte: Dados públicos da companhia, elaborado pelo autor.

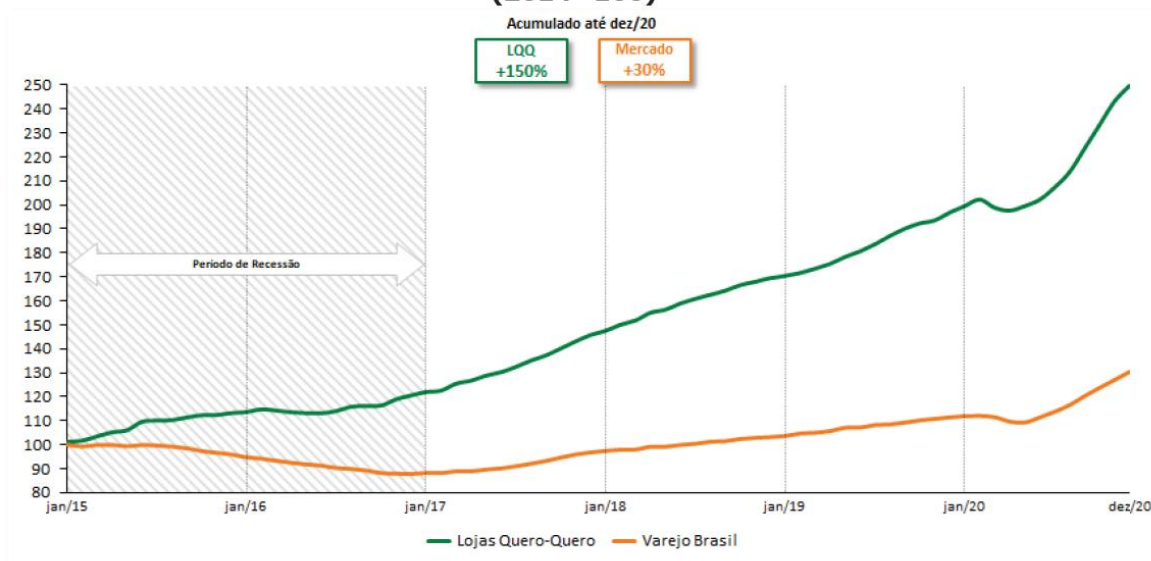
Como demonstrado pelas análises acima expostas, a Quero-Quero é o único *player* de larga escala nas regiões em que opera. De fato, a empresa possui concorrência de algum dos grandes varejistas em apenas 4 cidades – Porto Alegre, Caxias do Sul, Canoas e São Leopoldo. Nas outras 333 cidades em que atuam, não há presença de nenhum destes *players*.

A empresa compete, portanto, com lojistas locais pouco estruturados e que foram prejudicados com o maior rigor fiscal nos últimos anos. (Itaú BBA, 2020). Isso permite que se diferenciem através de maior sortimento de produtos e de uma operação altamente profissionalizada se comparada com a concorrência local, além do oferecimento de serviços financeiros e de crédito.

Como consequência, a empresa foi capaz de obter grande ganho de *market share* nos últimos anos, com crescimento acima do mercado de varejo de material de construção civil desde o final de 2014. O gráfico abaixo evidencia esta dinâmica – a Quero-Quero obteve um crescimento de 150% na sua receita nominal de 2015 ao final de 2020, enquanto o varejo de materiais de construção no Brasil cresceu apenas 30%. Ainda assim, a empresa acredita que detém apenas 7% do mercado nas regiões em que atua, com amplo espaço de crescimento em relação ao lojista local. (BTG Pactual, 2020)

Gráfico 17 - Crescimento acumulado de receita nominal no varejo de materiais de construção

**Crescimento acumulado de receita nominal no varejo de materiais de construção
(2014=100)**



Fonte: Dados públicos da companhia; Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE.

4.4 FORMATO DE LOJA

Após analisar a distribuição geográfica das lojas da empresa, que se concentram em municípios com menos de 25 mil habitantes em regiões interioranas, julgou-se pertinente estudar o formato de lojas utilizado pelas empresas. Isto é, entender quais são as características principais de uma loja da Quero-Quero, e como estas características se relacionam com o contexto de atuação da empresa.

A figura abaixo resume, na visão da companhia, os principais fatores que distinguem a dinâmica de vendas em lojas de cidades pequenas.

Figura 3 - Cidades grandes x cidades pequenas



Fonte: Lojas Quero-Quero, apresentação institucional do 1º trimestre de 2021.

Dada a relevância deste tópico, cabe entrar em detalhes acerca de cada um dos diferenciais acima expostos:

- **Racional de compra:** este é, possivelmente, o principal diferencial de uma loja em cidade pequena e é reforçado pela empresa como pilar central de seu formato de loja. Em cidades grandes, o racional de compra por parte do cliente é, em geral, puramente transacional: realiza-se a compra na loja que apresenta as melhores condições para a transação (como preço, qualidade do produto e prazo de entrega). Já em cidades pequenas, a compra é fortemente pautada na relação entre vendedor e consumidor. Os vendedores costumam ser parte da comunidade local, possuindo relações próximas com seus clientes, e isso exerce grande influência nas decisões de compra;
- **Relação empresa-cliente:** este tópico possui alta relação com o anterior. Diferentemente das cidades grandes, em que o cliente é anônimo para a empresa e sua relação se limita a transação realizada, em cidades pequenas existe uma relação de reconhecimento entre ambas as partes. Como dito acima, os vendedores da empresa são próximos de seus clientes, possuindo relações de amizade e até familiares, e o objetivo da empresa é que suas lojas sejam de fato parte das comunidades locais;

- Precisão de mix de produtos: dado que a loja da Quero-Quero possui uma metragem significativamente inferior em relação a de seus concorrentes, é necessário que a empresa seja muito assertiva quanto ao mix de produtos ofertados. O mix inferior de vendas permite que haja menor investimento em capital de giro, o que possibilita que as lojas tenham uma operação de fato rentável. A precisão no mix de produtos é considerada um dos principais diferenciais da Quero-Quero, sendo resultado de um *know-how* desenvolvido ao longo de décadas de operação, e representa um entrave relevante para a entrada de um novo *player* na região;
- Cobrança a nível de loja + centralizado: como citado na seção acerca da oferta de Serviços Financeiros da empresa, a Quero-Quero possui um sistema de cobrança a nível da loja que permite que mantenham um nível de inadimplência historicamente controlado. Aqui também, a relação vendedor-cliente é o grande diferencial – vendedores visitam periodicamente os vinte maiores devedores de cada região e acompanham com proximidade sua situação financeira. Além disso, a empresa possui um sistema de cobrança centralizado, que monitora e fornece apoio às operações locais de cobrança;
- Comunicação e eventos locais: a dinâmica de comunicação nas regiões em que a empresa atua difere significativamente da existente nas grandes metrópoles. O principal veículo de marketing utilizado pela Quero-Quero é, surpreendentemente, o rádio – a empresa possui programas próprios nas rádios locais, realizando promoções e divulgações que, segundo a companhia, são bastante eficientes em aumentar o fluxo de visitação das lojas. A empresa cita, ainda, que organizam festas e eventos periódicos nas cidades em que atuam, o que gera grande engajamento dos moradores da região.

Esta análise evidencia, portanto, que a empresa possui um modelo de lojas de fato criado e moldado para a realidade das cidades no interior. A combinação de um formato de lojas com área média reduzida, com menor exigência de investimento em estoque e capital de giro, junto de um modelo de negócios que une a comercialização de produtos e a oferta de serviços financeiros, tem como consequência operações com alta rentabilidade a nível da loja. De fato, segundo a empresa, as lojas abertas possuem um *payback* de 28 meses – isto é todos os investimentos em custos, ativos e capital de giro para abertura e operação das lojas se pagaram, em média, em menos

de três anos. O modelo possui alta capacidade de geração de caixa e permite, portanto, que abram novas lojas sem a necessidade de aumentar seu endividamento líquido.

5 PLANO DE CRESCIMENTO E PRINCIPAIS RISCOS

Esta seção será destinada para descrição e análise crítica do plano de crescimento e expansão proposto pela Quero-Quero no momento de sua oferta pública inicial de ações (IPO), realizada em agosto de 2020. Na oferta, a companhia captou um total de R\$270 milhões via emissão de novas ações – recursos que serão destinados para a execução do plano de expansão detalhado a seguir.

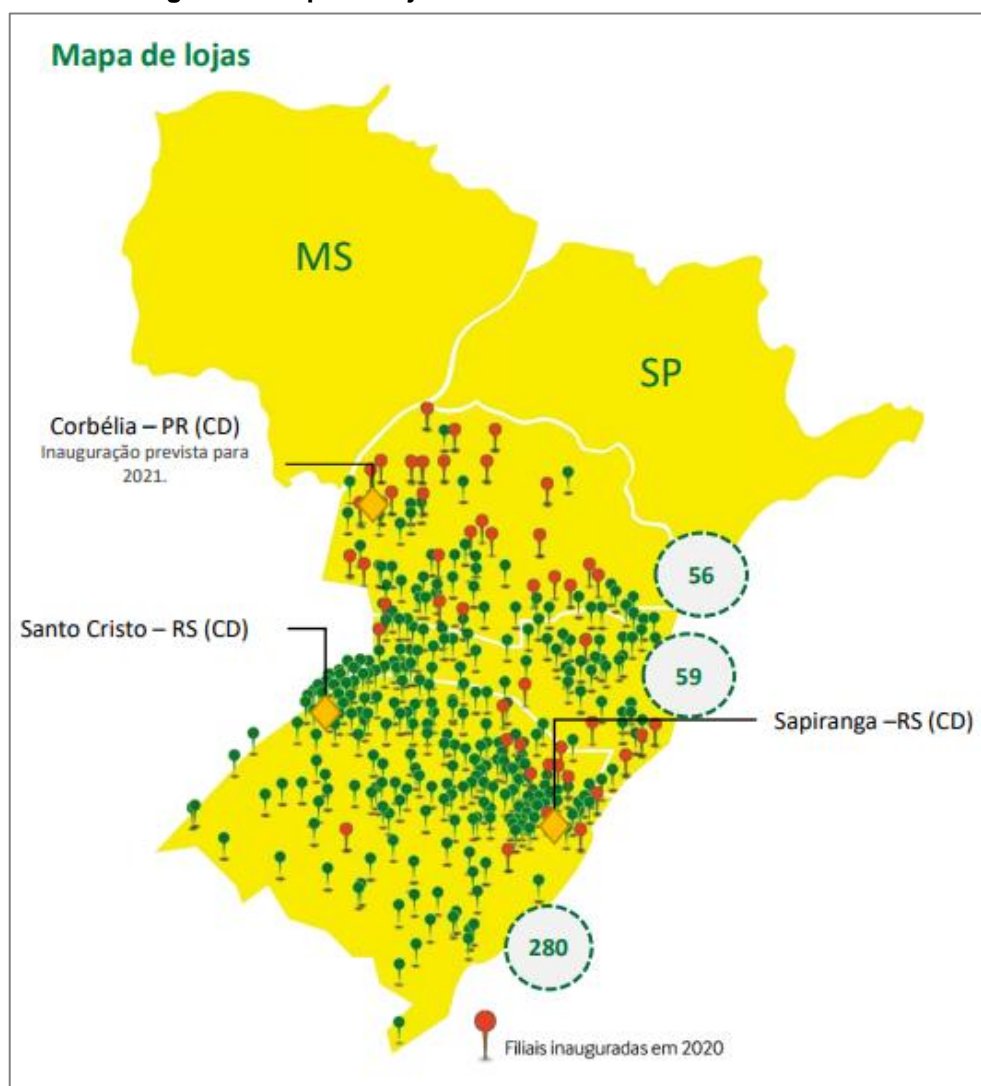
5.1 PILARES DO PLANO DE EXPANSÃO

O plano de expansão da companhia é pautado em três pilares principais, sendo eles: abertura de novas lojas, projeto de lojas “Mais Construção” e projeto “Figital”. Suas características fundamentais serão descritas a seguir, assim como a possível contribuição para o crescimento da empresa caso sejam executados de forma bem-sucedida.

5.1.1 Abertura de novas lojas

A avenida principal de crescimento da Quero-Quero, foco do plano de expansão, é a abertura de novas lojas. Ao final de 2020, a empresa possuía 395 lojas distribuídas por 3 estados – Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul. A grande maioria das lojas são situadas no Rio Grande do Sul (280 lojas), estado sede da companhia e principal foco nas primeiras décadas de crescimento. Santa Catarina e Paraná são próximos atualmente em termos de relevância e número de lojas, com 59 lojas sendo localizadas no primeiro e 56 no segundo.

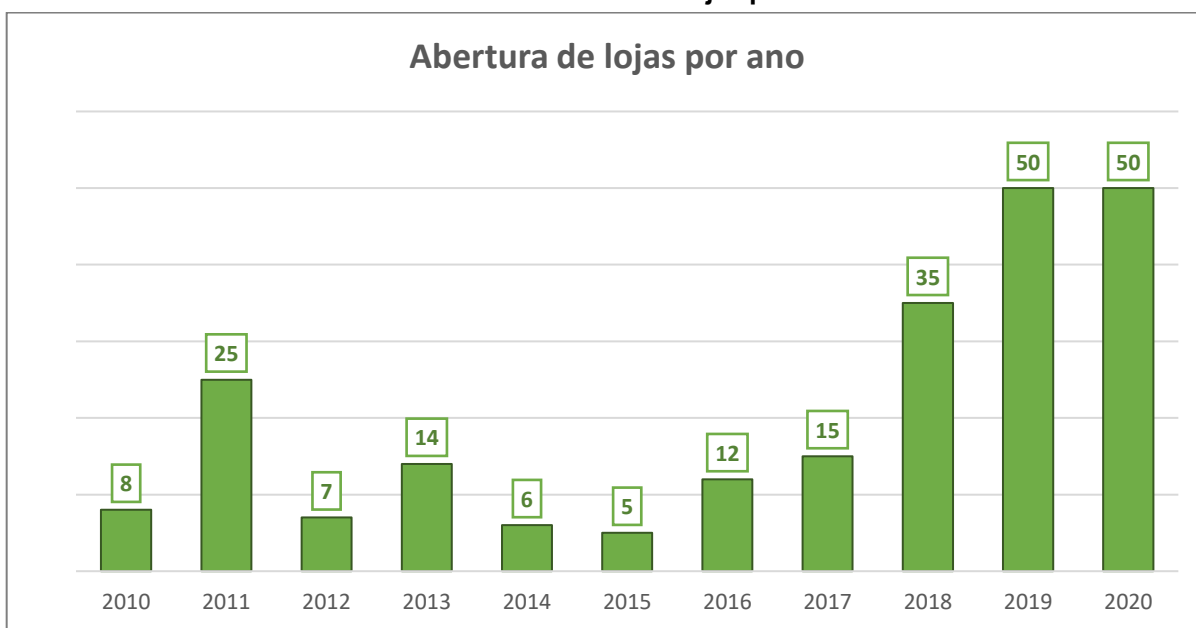
Figura 4 - Mapa de lojas da Quero-Quero ao final de 2020



Fonte: Lojas Quero-Quero, apresentação de resultados do 4º trimestre de 2020.

O gráfico abaixo traz o número de lojas abertas por ano, ao longo da última década. Os anos entre 2014 e 2017 tiveram baixo ritmo de crescimento em termos de novas inaugurações, muito por conta da grave recessão econômica pelo qual o país passou, que inspirou atitudes de maior cautela e redução dos investimentos por parte da companhia. De 2018 em diante, considerando a melhoria nas perspectivas de progresso econômico, a empresa acelerou o ritmo de aberturas de lojas, conforme gráfico abaixo. No ano de 2020, mesmo em meio as dificuldades geradas pela pandemia do Coronavírus que levaram ao fechamento das operações durante parte do primeiro semestre, a empresa foi capaz de executar com sucesso o crescimento definido no plano de expansão, entregando as 50 lojas previstas inicialmente.

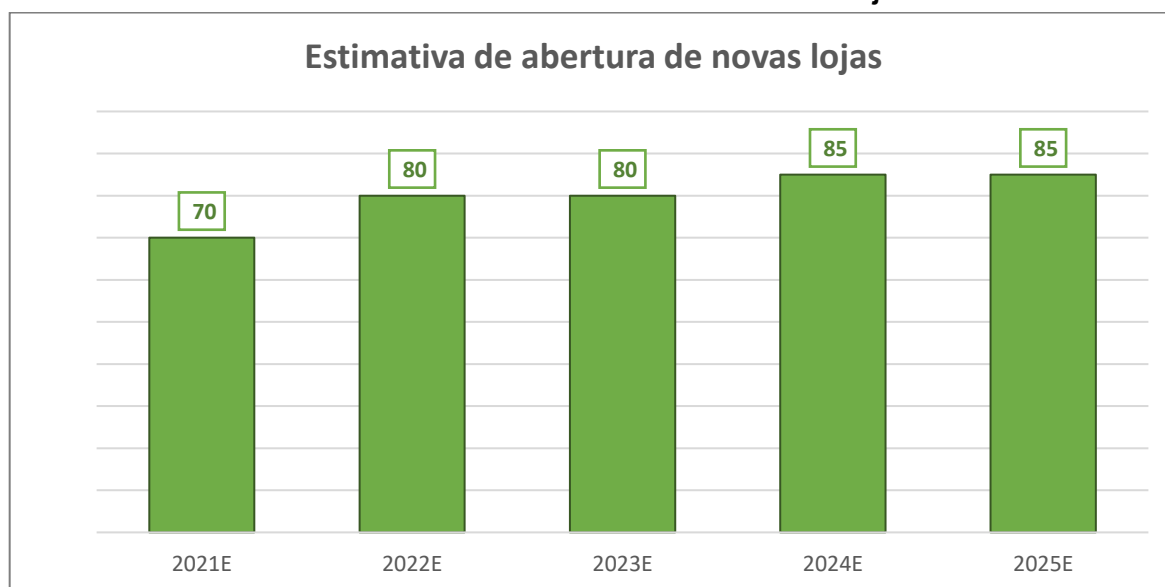
Gráfico 18 - Abertura de lojas por ano



Fonte: Dados públicos da companhia (2020), elaborado pelo autor.

O maior impulsionador de crescimento nos últimos anos tem sido o aumento da presença no estado do Paraná. A empresa abriu a primeira loja no Estado em 2011, e hoje já possui 59 lojas na região. A entrada bem-sucedida neste estado é tida pela empresa como exemplo de um plano de expansão bem executado, e é entendido como um fator que valida a entrada futura em novas regiões.

A empresa possui um projeto de crescimento robusto na sua base de lojas, prevendo a abertura de cerca de 400 lojas nos próximos 5 anos, o que faria com dobrassem o número de estabelecimento em relação ao que possuem atualmente. Abaixo, uma estimativa do ritmo de abertura de lojas por ano entre 2021 e 2025, com base em informações divulgadas pela companhia. O patamar de abertura de lojas por ano subiria para 70 já em 2021, atingindo 85 lojas novas em 2024.

Gráfico 19 - Estimativa de abertura de novas lojas

Fonte: Estimativas do autor com base em dados da companhia.

A fim de avaliar a viabilidade deste crescimento expressivo em número de lojas, realizou-se uma entrevista com o diretor de expansão da Quero-Quero, Daniel Artur. Daniel está na empresa há 41 anos, tendo trabalhado nela desde seus 15 anos, e tornou-se responsável pela área de expansão a partir de 2010.

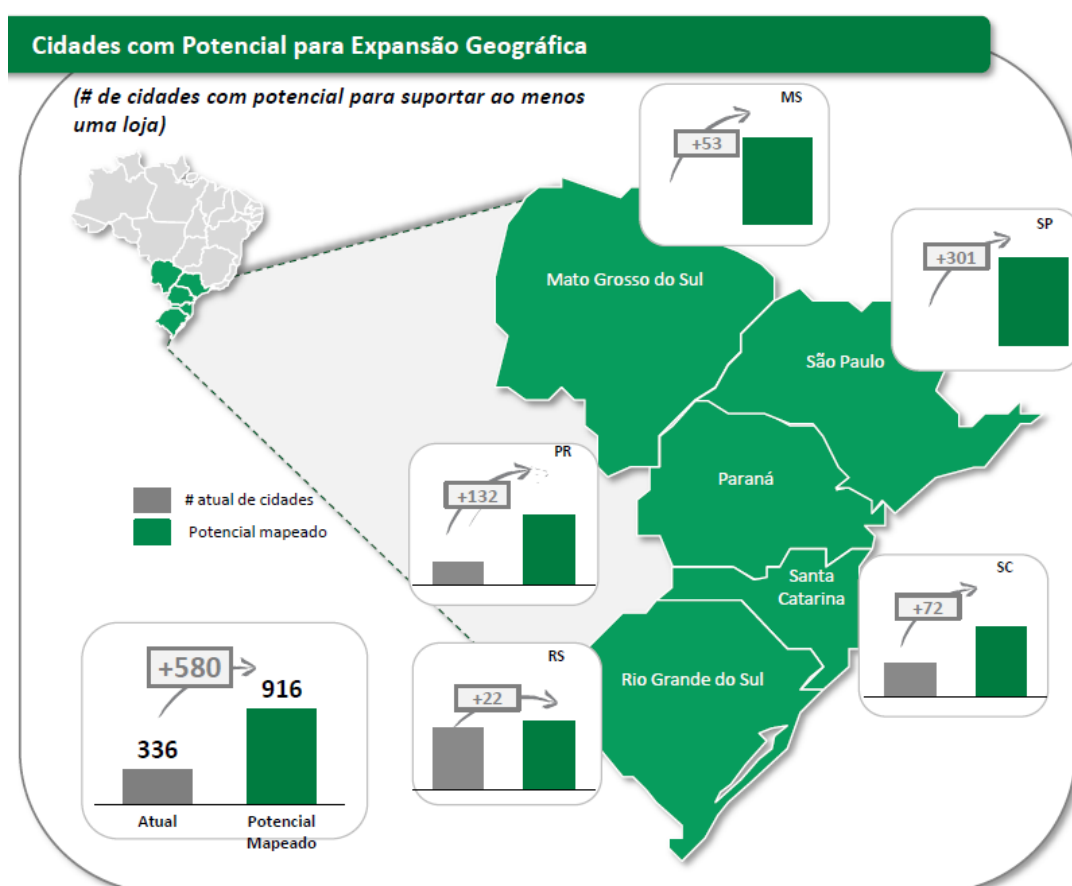
Segundo Daniel, a empresa iniciou recentemente um movimento de aumento de penetração nas cidades em que já possuem presença – no passado, se limitavam a no máximo duas lojas por cidade, enquanto hoje existem cidades maiores com até 5 lojas da companhia. Isso tem ocorrido principalmente em cidades grandes, como Passo Fundo (RS), nas quais existem “bairros com vida própria”, nas palavras do diretor, cujos moradores não desejam se locomover ao centro do município para realizar suas compras. A iniciativa vem se mostrando bem-sucedida nos olhos da companhia.

Ainda assim, o crescimento em número de lojas passa necessariamente pela entrada em municípios nos quais a companhia não atua hoje, incluindo cidades nos estados de Mato Grosso do Sul e São Paulo. O passo inicial na definição do projeto de expansão foi justamente mapear a quantidade de cidades nas quais não há presença hoje, e que poderiam ser sede de uma loja da Quero-Quero. Segundo Daniel, a avaliação de uma cidade passa por fatores como i) tamanho da população, ii) grau de concorrência, iii) PIB per capita, iv) perfil dos moradores em relação a endividamento e tomada de empréstimo e v) localização e proximidade em relação a

outras lojas da empresa. A análise passa em seguida por simular o retorno esperado de uma loja em determinada cidade, com base em premissas de margens, despesas e percentual de vendas por tipo de produto, utilizando-se de dados coletados em lojas de cidades comparáveis.

Seguindo o processo de mapeamento de cidades acima descrito, concluiu-se que existem 916 cidades com potencial para suportar ao menos uma loja da Quero-Quero. Como exposto na figura abaixo (elaborada pela companhia), haveria ainda grande potencial de expansão na região Sul do país, em estados onde a companhia já se encontra hoje - especialmente no estado de Paraná. No entanto, o estado visto como mais promissor é São Paulo, dado que ainda não há nenhuma loja na região e entende-se que existiriam 301 cidades com potencial para expansão geográfica.

Figura 5 - Cidades com potencial para expansão geográfica



Fonte: Lojas Quero-Quero, apresentação institucional do 1º trimestre de 2021.

Tendo em vista a relevância da análise descrita acima para a projeção do crescimento futuro da empresa, julgou-se pertinente realizar um estudo próprio de

forma a validar as estimativas da companhia em relação ao número de cidades com potencial para expansão geográfica. O estudo foi conduzido com base nos dados de população por município do IBGE, assim como de localização geográfica das lojas da Quero-Quero e de suas maiores concorrentes - Leroy Merlin, Telhanorte, C&C, Cassol, Dicico e TendTudo. Os dados de localização foram coletados nos sites das respectivas empresas, com uso de programação em *Python*.

A tabela abaixo traz a quantidade de cidades por faixa de população e estado em que a Quero-Quero não possui loja hoje, assim como nenhum de seus concorrentes. Indica, portanto, cidades que atualmente não são atendidas por nenhuma das grandes empresas do ramo de material de construção, sendo provavelmente dominadas por varejistas menores e menos estruturados. Vale destacar que foram excluídas do levantamento cidades com menos de 5 mil habitantes, dado que a Quero-Quero dificilmente abre lojas em municípios deste porte (atualmente, apenas 1% da base de lojas fica em cidades com menos de 5 mil habitantes).

Tabela 7 - Cidades com potencial para expansão geográfica

Faixa de população	RS	SC	PR	MS	SP
5-7,5	43	25	57	9	62
7,5-25	17	75	127	42	211
25-50	2	11	27	14	89
50-100	0	5	6	4	56
100-300	0	2	5	3	37

Fonte: Dados públicos das companhias (2020) IBGE, elaborado pelo autor.

A companhia entende que o foco na expansão devem ser, inicialmente, cidades entre 15 e 50 mil habitantes, dado que se adequam melhor ao seu modelo de loja. Em seguida, à medida que vão consolidado as cidades em determinada região, passam a avaliar também cidades menores (entre 5 e 7,5 mil) e maiores (acima de 50 mil). Tendo isso em mente, com base na tabela acima, foram consideradas apenas as cidades na faixa entre 15 e 50 mil habitantes, e o resultado foi comparado com as estimativas divulgadas pela companhia.

Tabela 8 - Cidades com potencial para expansão geográfica
Cidades com Potencial para Expansão Geográfica - estimativas próprias vs companhia

Cidades com Potencial para Expansão Geográfica	RS	SC	PR	MS	SP
Estimativa da companhia	22	72	132	53	301
Estimativa próprias	19	86	154	56	300

Fonte: Dados públicos das companhias (2020) IBGE, elaborado pelo autor.

A análise da tabela acima demonstra alta proximidade entre as estimativas próprias e os números divulgados pela Quero-Quero. Certamente, os estudos realizados pela companhia são de complexidade bastante superior, como descrito acima, e levam em conta diversos fatores além da faixa de população e presença de concorrentes. Não obstante, esta comparação permite afirmar que o mapeamento de cidades da companhia é razoável e condiz com os resultados obtidos de forma independente pelo autor, ainda que de forma simplificada.

O passo seguinte foi analisar a penetração atual da Quero-Quero por estado. Este indicador foi obtido através da divisão do número de cidades em que a empresa tem presença atualmente, com o total de municípios com população superior a 5 mil.

Tabela 9 - Penetração por estado
Penetração por estado (municípios acima de 5000 habitantes)

Faixa de população	RS	SC	PR	MS	SP
Municípios acima de 5000 habitantes	266	190	297	74	503
Municípios com lojas Quero-Quero	209	63	64	0	0
Penetração	78%	33%	22%	0%	0%

Fonte: Dados públicos das companhias (2020) IBGE, elaborado pelo autor.

Diversas conclusões podem ser extraídas deste estudo. Primeiramente, evidencia-se que a empresa de fato já possui penetração bastante elevada no Rio Grande do Sul, tendo esgotado boa parte do crescimento potencial através da entrada em novas cidades. É possível, obviamente, crescer com a abertura em cidades nas quais já possuem presença. Paraná e Santa Catarina, por sua vez, aparentam elevado espaço para aumento de penetração, que hoje é substancialmente inferior ao que a empresa atingiu no Rio Grande do Sul. Em relação ao Mato Grosso do Sul, este estado aparenta estar contido no plano de expansão mais por questões geográficas, estando localizado “no meio do caminho” entre a região Sul e São Paulo, do que por

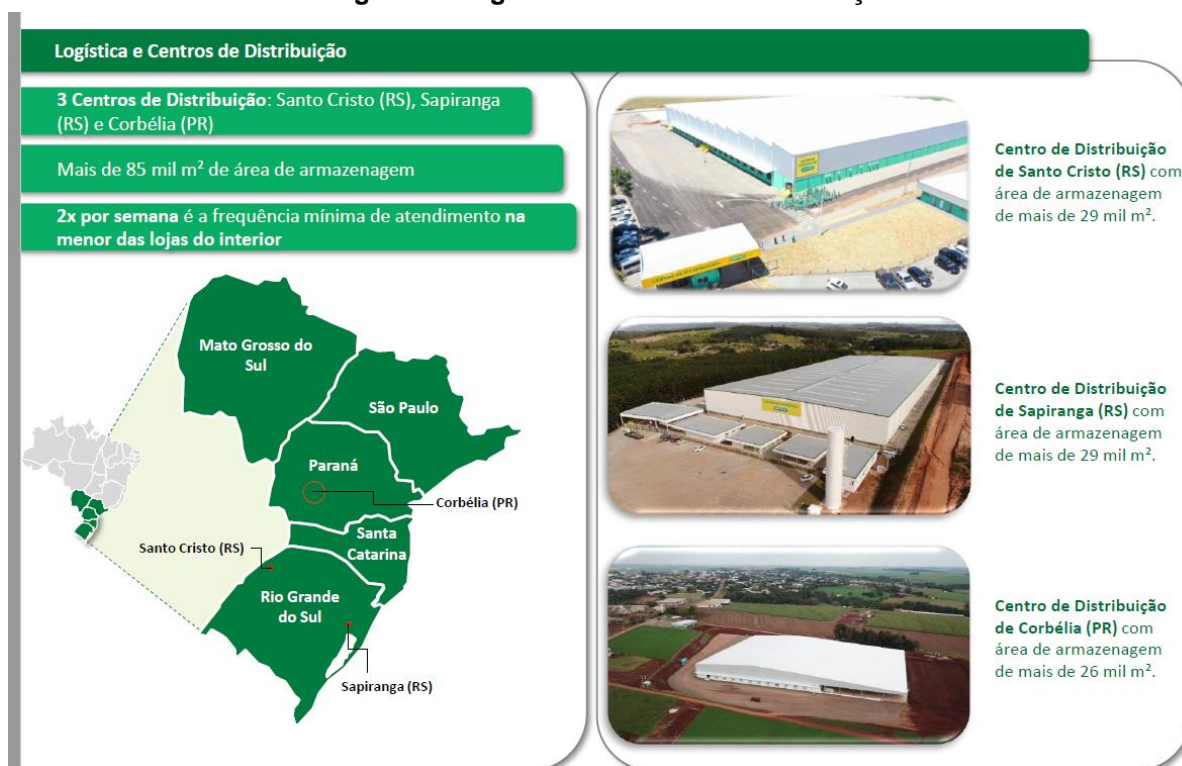
seu potencial de abertura de lojas, ainda que certamente possa contribuir para o crescimento. Por fim, como era de se esperar, São Paulo apresenta espaço para gerar um aumento expressivo na base de lojas da empresa, caso consigam executar com sucesso a entrada no estado.

Conclui-se, portanto, que os planos de expansão da companhia são viáveis no que tange à existência de cidades passíveis de lojas da empresa que atualmente não possuem concorrentes de larga escala. Existem, todavia, outros riscos inerentes ao plano de abertura de novas lojas, podendo destacar o risco de formação de pessoas para operação dos novos estabelecimentos e o de desenvolvimento da logística necessária.

O risco de formação de pessoas será analisado em detalhes posteriormente. Em relação ao risco de logística, a companhia entende que está endereçando isto de forma efetiva. A Quero-Quero possui atualmente três centros de distribuição - sendo dois deles no estado do Rio Grande do Sul e um deles no estado do Paraná. - que somam mais de 85 mil m² em área de armazenagem. Este último foi aberto em 2021, justamente para possibilitar a expansão para o norte do Estado e entrada nos estados de Mato Grosso do Sul e São Paulo. De fato, a companhia entende que será necessário abrir periodicamente novos centros de distribuição, à medida que aumentam a presença em novos estados e regiões.

Ainda em relação à logística, a empresa destaca a alta capilaridade de suas rotas de entrega e abastecimento de produtos. A empresa atende todas as suas lojas em no mínimo duas vezes por semana, o que possibilita que mantenham o estoque cheio constantemente e evitem uma possível falta de produtos, o que geraria insatisfação por parte de seus consumidores.

Figura 6 - Logística e centros de distribuição



Fonte: Lojas Quero-Quero, apresentação institucional do 1º trimestre de 2021.

5.1.2 Lojas Mais Construção

Além do crescimento através da abertura de novas lojas, o plano de expansão da Quero-Quero busca obter aumento de receita nas lojas já existentes através do ganho de *market share* em relação aos concorrentes. Com base em dados do IBGE, a companhia avalia que possui apenas 8% do mercado nas cidades em que atua e entende que existe amplo espaço para ampliação deste indicador. (Formulário de Referência Quero-Quero, 2021).

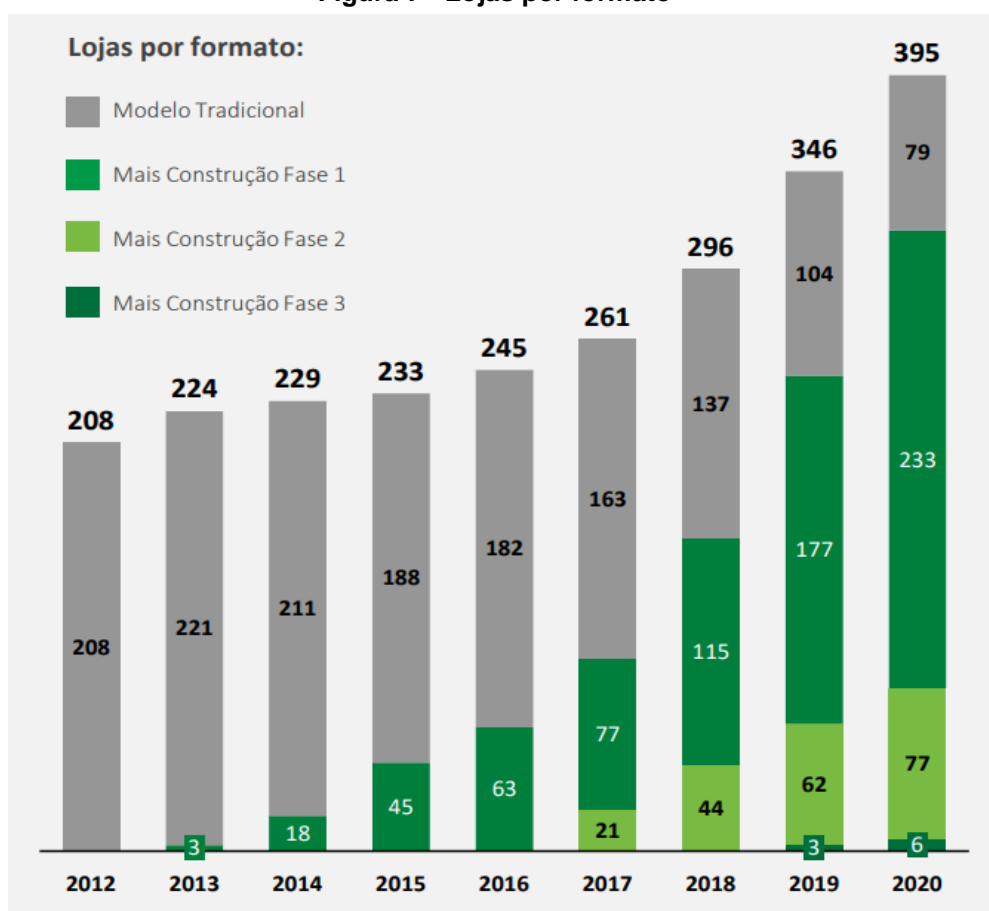
Com isso em mente, a Quero-Quero desenvolveu em 2013 o programa “Mais Construção”, que consiste na implementação das seguintes melhorias na sua base de lojas:

- Crescimento de área da loja, permitindo o aumento de variedade e mix de produtos em relação a lojas tradicionais;
- Oferta de maior flexibilidade nos meios de pagamento, incluindo condições especiais de pagamento através do cartão de crédito VerdeCard;
- Maior agilidade na compra e melhoria nos prazos de entrega.

O projeto iniciou com a transformação de parte das lojas “Tradicionais” para o novo formato “Mais Construção”. Diante do sucesso da iniciativa, a companhia desenvolveu dois formatos adicionais – “Mais Construção II” e “Mais Construção III”, que se diferenciam por possuir área de lojas e mix de produtos ainda maior. As lojas do formato “Mais Construção II” possuem foco em produtos de piso e acabamentos, enquanto as lojas “Mais Construção III” apresentam maior variedade em tintas e revestimentos, com presença de softwares que permitem simular o efeito do uso de diversos tipos de tinta em um ambiente específico.

O gráfico abaixo traz a evolução histórica da quantidade de lojas existentes em cada formato. A empresa vem gradualmente transformando as lojas do modelo “Tradicional” em lojas nos formatos superiores, e já há quatro anos deixaram de lançar estabelecimentos no formato antigo. O objetivo é que consigam transformar as 79 lojas restantes ao longo dos próximos anos, de forma que a base seja composta exclusivamente por lojas no novo formato.

Figura 7 - Lojas por formato



Fonte: Lojas Quero-Quero, apresentação de resultado do 4º trimestre de 2020.

A alta gestão da empresa entende que o projeto iniciado em 2013 tem se mostrado altamente bem-sucedido, contribuindo de forma relevante para o crescimento de vendas desde então. De fato, segundo dados públicos da empresa, as lojas convertidas para o formato “Mais Construção” apresentaram, em 2018 e 2019, um crescimento de vendas entre 15 e 20% acima das lojas no formato tradicional.

Dentre as diversas melhorias implementadas nas lojas do novo formato, entende-se que o maior impulsionador do crescimento de vendas tem sido o aumento da área média das lojas. Enquanto a área média das lojas no formato “Tradicional” está em cerca de 500 m², lojas no formato “Mais Construção” possuem área de loja entre 500 m² e 1000 m². A tabela abaixo traz estimativas quanto a área média para cada um dos formatos de loja, com base em informações disponibilizadas pela companhia.

Tabela 10 - Área média estimada por tipo de loja

Formato de loja	Área média estimada (m²)
Lojas Tradicionais	500
Lojas Mais Construção I	650
Lojas Mais Construção II	800
Lojas Mais Construção III	1000

Fonte: Dados públicos da companhia, elaboração e estimativas do autor.

Segundo Daniel Artur, diretor de expansão da companhia, estabelecimento no formato “Mais Construção III” possuem faturamento mensal de ao menos R\$800 mil, podendo atingir até R\$1.300 mil por mês nas lojas mais bem sucedidas - dado que se compara com uma venda média de cerca de R\$350 mil mensais para as lojas no formato “Tradicional”. A companhia tem observado que lojas com incremento de área conseguem manter e até expandir sua venda média por metro quadrado em relação ao patamar que possuíam antes da transformação, o que tem como consequência um crescimento expressivo de receita nas lojas do novo formato.

As transformações no formato de loja não ocorrem necessariamente de forma linear – isto é, com a loja saindo do patamar “Tradicional”, passando pelos níveis I e II, até finalmente atingir o nível III. Desde o final de 2019, todas as lojas em cidades com mais de 350 mil habitantes já são abertas no formato “Mais Construção II”, e mais recentemente a empresa tem inclusive inaugurado lojas novas já no formato “Mais Construção III”.

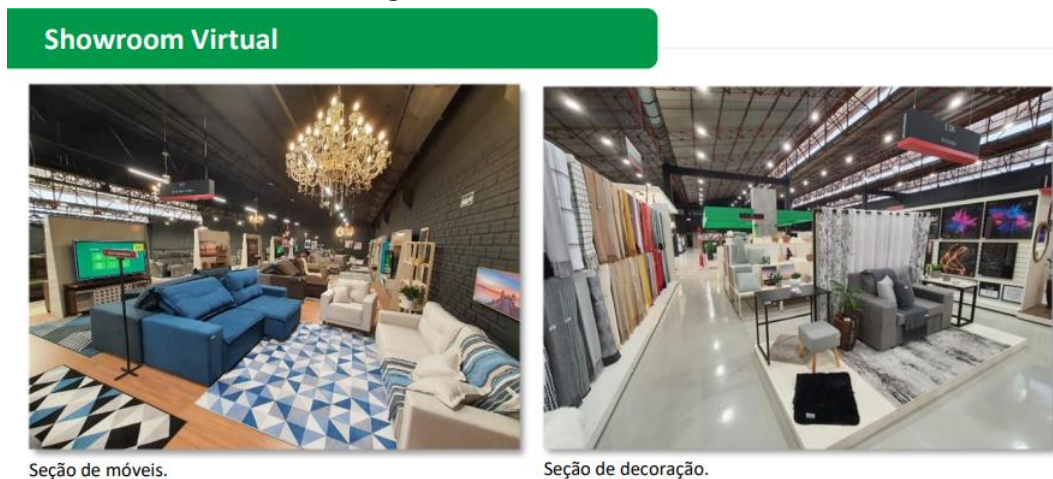
De acordo com Daniel, o objetivo de longo prazo é ter cerca de 45% da base de lojas no nível I, que possui maior aderência às cidades com até 50 mil habitantes. 35% da base deve ser composta por lojas no nível II, com foco maior nas cidades médias, e os 20% restantes serão de lojas no nível III, localizadas nas cidades de maior porte e com elevado potencial de crescimento. Além disso, dado o sucesso obtido pelo projeto Mais Construção até o momento, a companhia tem discutido a possibilidade de futuramente desenvolver um formato de loja “Mais Construção IV”, que teria área média entre 1500 m² e 2000 m² e mix de produtos ainda mais sofisticado em relação aos modelos inferiores.

5.1.3 Figital

A terceira avenida principal do plano de expansão da Quero-Quero é conhecida como Projeto Figital – nome decorrente da aglutinação entre as palavras “Físico” e “Digital”. O objetivo da iniciativa, surgida em agosto de 2020, é aumentar significativamente o mix de produtos vendidos nas lojas da empresa, unindo conceitos de vendas físicas e digitais. É, além disso, uma forma de mitigar os riscos gerados pelo aumento da penetração do *e-commerce* (venda pela Internet) nas regiões de atuação da empresa.

O projeto do Figital consiste na criação de um *showroom* com mais de 4.000 m², em um dos centros de distribuição da empresa, que poderá ser acessado de forma digital pelos clientes. Com o uso de tecnologias de realidade virtual, o objetivo é permitir que o consumidor possa “caminhar” virtualmente por todo o *showroom*, e ter acesso a um total de 22 mil produtos que estarão disponíveis para venda. Caso decida pela compra de um produto, a Quero-Quero promete a entrega ao cliente entre dois e cinco dias úteis – caso a entrega ocorra após este prazo máximo, a empresa promete dar o produto de graça para o cliente.

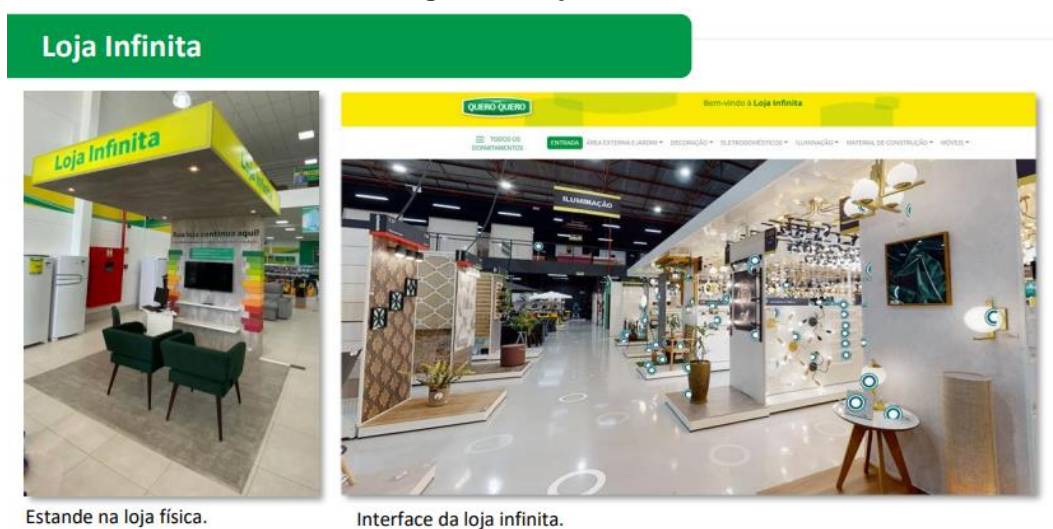
Figura 8 - Showroom virtual



Fonte: Apresentação de resultados do 3T21, Lojas Quero-Quero.

A ideia do Figital é proporcionar, ao morador de cidades do interior, a experiência de realizar compras em uma das *mega-stores* de material de construção dos grandes centros urbanos, além de uma variedade de produtos muito superior a que existe atualmente em lojas da Quero-Quero. O acesso virtual ao *showroom*, comercialmente denominado de “Loja Infinita”, será realizado nas lojas físicas da empresa – haverá uma televisão de 60 polegadas em cada loja, na qual o cliente poderá acessar a ferramenta com a ajuda dos vendedores locais. Haverá ainda a possibilidade de uso da “Loja Infinita” através da Internet e de *smartphones*, mas a preferência é que o cliente vá à loja física para fazer uso da plataforma.

Figura 9 - Loja infinita



Fonte: Apresentação de resultados do 3T21; Lojas Quero-Quero.

O objetivo é utilizar a força dos vendedores e da base de lojas físicas para alavancar a venda em formato digital. A aposta fundamental do projeto é que o cliente típico da empresa valoriza o relacionamento com o vendedor e a experiência de compra em lojas físicas, e, portanto, prefere adquirir produtos através do modelo Figital do que realizar uma compra completamente *on-line*. Caso ocorra algum problema com o bem adquirido, por exemplo, o cliente poderá simplesmente visitar o vendedor na loja e pedir a devolução, sem necessidade de enviar *e-mails* e despachar o produto pelo correio – como seria no caso de uma compra pela Internet.

A empresa realizou uma implementação piloto do projeto do Figital em 2020, com a venda adicional de 600 produtos além dos já existentes no estoque da empresa. A iniciativa foi bem aceita pelos consumidores da empresa – ao final de 2020, 13% das vendas no varejo já eram correspondentes a produtos do Figital. O plano é ter, até o final de 2021, 150 lojas testadas e com acesso completo aos 22 mil novos SKUs vendidos através da “Loja Infinita”. Caso o teste seja bem-sucedido, o acesso ao Figital será gradualmente implementado nas demais lojas da base, com o objetivo de ter todas as lojas capacitadas até o final de 2022.

Segundo comentários realizados pelo CEO Peter Furukawa em reuniões com analistas de mercado, serão necessários investimentos iniciais de cerca de R\$20 milhões para a compra do estoque que abastecerá o *showroom* do projeto Figital – investimento este que já foi aprovado pelo Conselho de Administração da empresa. A parte de logística não demandará investimentos adicionais, dado que a empresa já possui uma rede de distribuição que abastece todas as cidades em que atuam ao menos duas vezes por semana. A rede já é suficiente, portanto, para realizar as entregas dentro dos prazos definidos no regulamento do Figital (de dois a cinco dias úteis).

Ainda segundo o CEO, o principal desafio do projeto é o de aumentar de forma expressiva o mix de produtos oferecidos pela empresa: pretende-se ofertar 22 mil produtos para toda a base de lojas, patamar que é quase três vezes maior em relação aos 8 mil produtos ofertados atualmente. Isto envolve aumentar significativamente a compra de produtos por parte dos fornecedores, além de elevar a complexidade da gestão de estoques da empresa. Há ainda a necessidade de cadastrar cada um dos novos produtos nos sistemas internos de gestão da companhia, processo que deve demandar grandes esforços por parte das equipes responsáveis.

Por fim, cabe ressaltar que o projeto do Figital não estava incluído no plano de crescimento apresentado no *IPO*. É, portanto, uma opcionalidade sob a ótica do investidor, que incrementaria os retornos esperados caso o projeto seja executado com sucesso. A companhia tem adotado uma postura cautelosa, ainda que otimista, fazendo questão de deixar claro que a iniciativa possui maior risco e que a implementação será realizada de forma gradual, de forma que possam realizar melhorias incrementais no projeto e reduzir as perdas caso a execução seja malsucedida.

5.2 PRINCIPAIS RISCOS

Nesta seção, serão apresentados os principais riscos do plano de expansão da empresa, com o objetivo de compreender os possíveis impactos na sua rentabilidade e em suas perspectivas futuras de crescimento.

5.2.1 Risco de aumento da penetração do *e-commerce*

Um dos principais riscos do plano de expansão da Quero-Quero é o aumento da penetração do *e-commerce* nas regiões de atuação da empresa. A comercialização de produtos nas lojas físicas da empresa é o pilar central de seu modelo de negócios, e suas perspectivas de crescimento futuro seriam certamente prejudicadas caso parte de sua base de clientes optasse por realizar compras em *marketplaces* digitais.

Este risco torna-se ainda mais significativo tendo em vista a expansão do *e-commerce* ocorrida no ano de 2020. Impulsionadas por conta da pandemia do Covid-19 e das consequentes restrições à mobilidade, vendas através da Internet cresceram 68% em relação ao 2019 e mais de 20 milhões de consumidores realizaram, em 2020, uma compra on-line pela primeira vez (Associação Brasileira de Comércio Eletrônico, 2021). Segundo dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, a participação do comércio eletrônico no varejo brasileiro era de 3,8% e atingiu mais de 6% em 2020, evidenciando o aumento de penetração obtido por este canal de vendas ao longo do ano passado.

É razoável afirmar que a ameaça apresentada pelo *e-commerce* impacta de maneira distinta os diferentes segmentos de produtos comercializados pela Quero-Quero. A linha de material de construção possui historicamente uma penetração baixa

de vendas *on-line*, muito em função das dificuldades logísticas de transportar produtos desta categoria, dado que geralmente possuem peso e volume elevados em relação à média de produtos vendidos no varejo. Segundo a empresa de consultoria Euromonitor, na China – um dos países com maiores índices de penetração de *e-commerce* no planeta – apenas 7% das vendas de material de construção em 2018 foram realizadas através de canais digitais. No Brasil, este índice era de menos de 1%.

O segmento de eletrodomésticos, por sua vez, apresenta características mais favoráveis à venda via *e-commerce*, tanto por apresentar menores complicações logísticas quanto por possuir produtos mais padronizados, o que facilita comparações e aumenta a aceitação deste canal de vendas por parte do consumidor. O *e-commerce* cresceu de forma expressiva neste segmento em 2020, tendo representado mais de 12% nas vendas totais da categoria segundo a CNC (Confederação Nacional do Comércio de Bens, Serviços e Turismo). Além disso, ainda segundo a CNC, a receita gerada pela venda de eletrodomésticos via comércio eletrônico cresceu mais de 35% em 2020, na comparação como o ano anterior.

Fica evidente, portanto, que existe uma tendencia relevante de crescimento da venda de eletrodomésticos via canal *on-line*, o que constitui um risco para a linha de eletrodomésticos da Quero-Quero. Conforme citado anteriormente, este segmento foi responsável por 30% da receita de varejo da empresa e por 20% dos *tickets* vendidos em 2020, e constitui uma oferta complementar a venda de materiais de construção.

De forma a melhor mapear este risco, elaborou-se um estudo para mensurar a competitividade da Quero-Quero em relação às grandes plataformas de *e-commerce* do país. O objetivo principal da análise era responder ao seguinte questionamento: “Para um consumidor que reside em uma cidade no interior da região Sul, e atualmente compra eletrodomésticos em uma loja física da Quero-Quero, o *e-commerce* representa uma melhor alternativa sob a ótica de custos?”. O estudo foi baseado em uma comparação dos preços praticados pela companhia e pelas grandes empresas de *e-commerce* do país, e foi conduzido de acordo com os seguintes parâmetros:

- As plataformas de *e-commerce* incluídas no estudo foram Mercado Livre, Magazine Luiza, B2W (empresa controladora da Lojas Americanas) e Via Varejo (empresa controladora da Casas Bahia). A escolha das empresas foi

realizada com base no seu valor mercado, sendo estas as mais valiosas empresas de *e-commerce* negociadas na Bolsa de Valores brasileira;

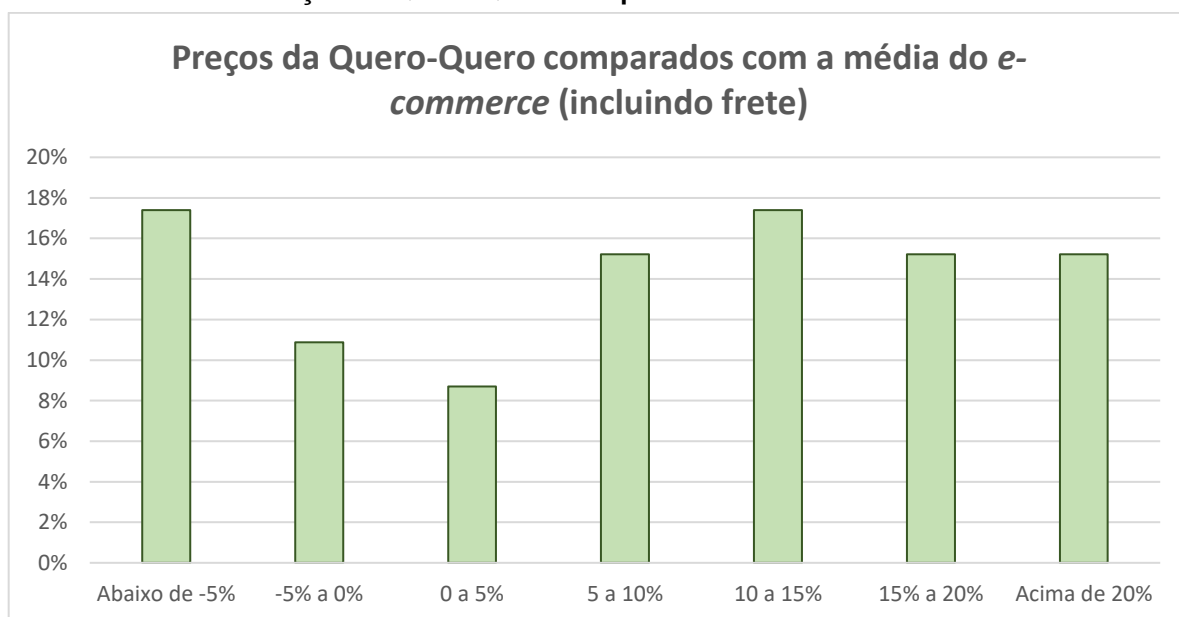
- O estudo abrange apenas produtos da categoria de eletrodomésticos, dado que este é o segmento onde o aumento da penetração de *e-commerce* constitui um risco maior para a Quero-Quero. Além disso, haveria maior dificuldade de comparar produtos das categorias de móveis e material de construção, uma vez que possuem alta variedade e raramente produtos vendidos por lojas diferentes são perfeitamente equivalentes;
- Foram considerados 45 produtos na análise, sendo estes os itens listados como “mais relevantes” na seção de eletrodomésticos do *site* da Quero-Quero (<https://www.queroquero.com.br/eletrodomesticos>);
- Com exceção do Mercado Livre, as plataformas de *e-commerce* incluídas na análise apresentam dois tipos de oferta:
 - Venda realizada pela própria empresa, em modalidade conhecida como 1P. Neste caso, a empresa atua como uma varejista de fato, controlando toda a cadeia desde a compra da mercadoria de um fornecedor até a entrega na residência do cliente;
 - Venda de produtos por vendedores terceiros, em modelo que recebe o nome de 3P. A plataforma atua apenas na intermediação da venda, conectando vendedores e clientes, e retém um percentual do valor da transação como remuneração pelo serviço prestado.
- Para os produtos vendidos nas plataformas de *e-commerce*, capturou-se tanto o preço do produto vendido via modelo 1P, quanto a melhor oferta realizada por terceiros no *marketplace* (modelo 3P). O preço considerado para o estudo foi sempre o mais barato entre a venda no 1P e no 3P. Em relação ao Mercado Livre, que não possui venda via 1P, foram considerados apenas os melhores preços do modelo 3P; (incluir no bullet de cima?)
- Somou-se aos preços dos produtos vendidos nas plataformas de *e-commerce* o valor do frete para entrega na cidade de Itaprianga (SC). A cidade, que possui 17 mil habitantes segundo o IBGE, foi escolhida aleatoriamente entre os municípios de interior em que a Quero-Quero possui loja. Não foi somado valor de frete aos preços da Quero-Quero, uma vez que o racional é comparar a

competitividade do *e-commerce* com a venda presencial nas lojas físicas da empresa.

- Os preços, assim como valores de frete e prazo de entrega, foram capturados nos sites de cada uma das respectivas empresas. Foram coletados, no total, 360 dados de preço para a realização do estudo.

O gráfico abaixo compara, para cada um dos 45 eletrodomésticos considerados, os preços praticados pela Quero-Quero com a média dos preços praticados pelos *e-commerces*. A última barra mostra, por exemplo, que em 15% dos 45 produtos analisados, os preços da Quero-Quero estão 20% acima em relação à média dos *e-commerces*. Fica claro que, mesmo somando o custo de frete nos preços da venda *on-line*, a Quero-Quero possui uma oferta mais cara na maior parte dos produtos. Em 48% dos casos, a empresa chega a praticar preços mais de 10% acima da média dos *e-commerces*.

Gráfico 20 - Preços da Quero-Quero comparados com a média do *e-commerce*

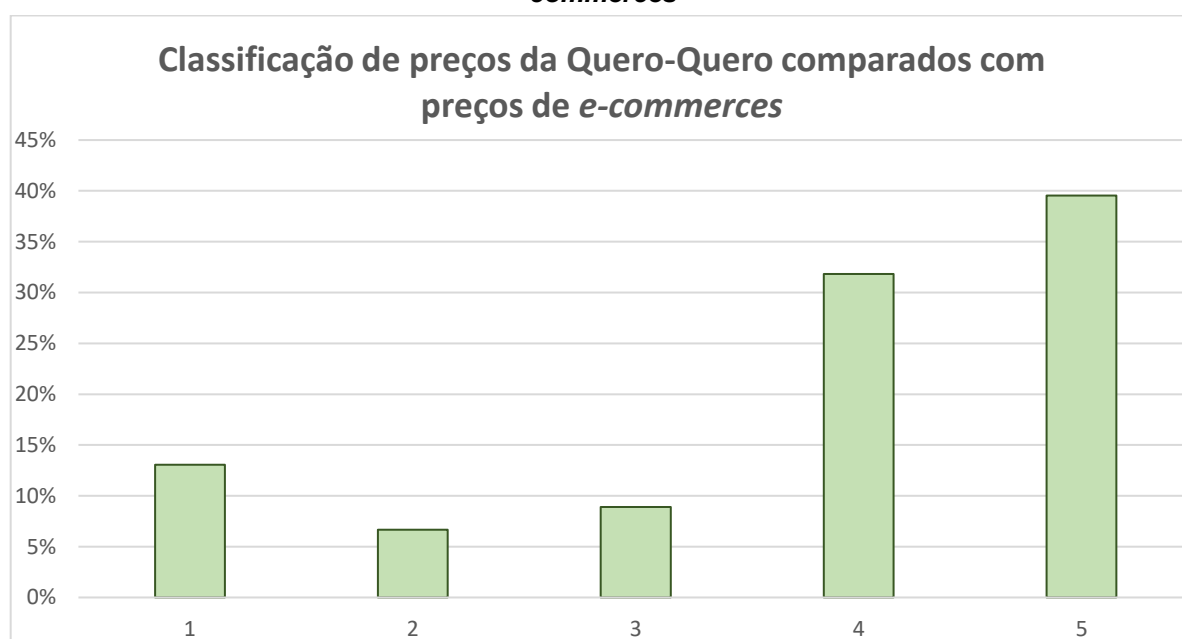


Fonte: Preços coletados nos sites das companhias, elaboração do autor.

Realizou-se em seguida uma classificação dos preços praticados pelas empresas sob análise para cada um dos produtos capturados. Nos produtos em que a Quero-Quero possuía a oferta mais barata, por exemplo, atribuía-se à empresa a classificação de número 1, enquanto nos produtos em que era mais cara, a empresa recebia a classificação de número 5. O gráfico abaixo traz a distribuição das

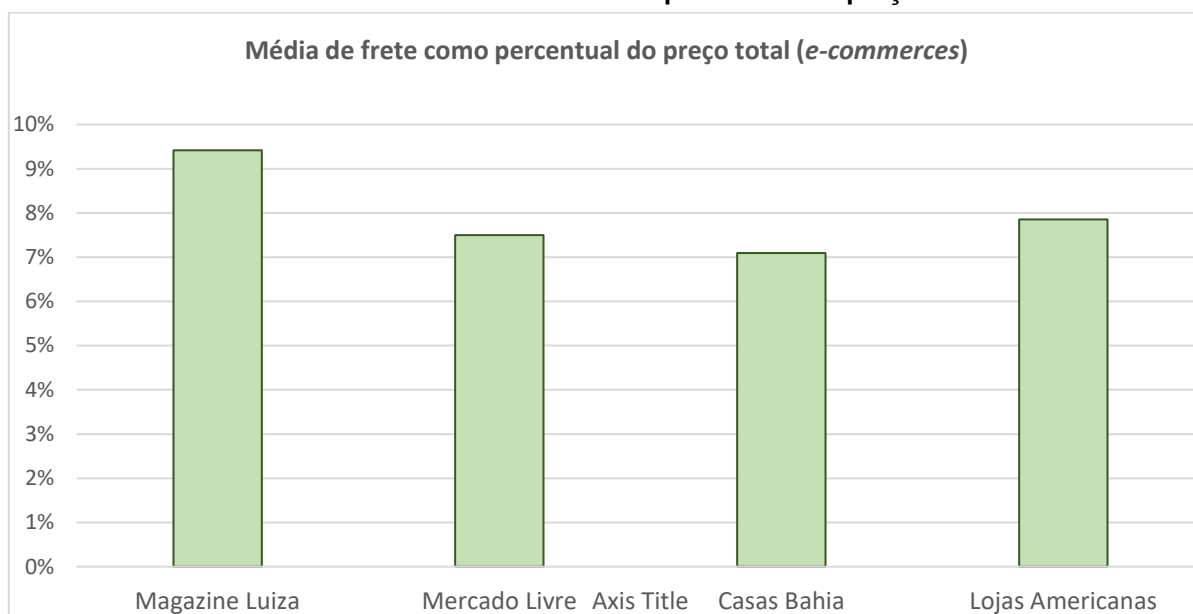
classificações obtidas pela Quero-Quero, de acordo com o percentual de produtos em que a empresa obteve cada classificação. Evidencia-se, novamente, que a companhia de fato possui uma oferta de eletrodomésticos mais cara do que os *e-commerces*: em quase 40% dos produtos, a Quero-Quero apresentava o preço mais elevado entre as cinco empresas analisadas.

Gráfico 21 - Classificação de preços da Quero-Quero comparados com preços de *e-commerces*



Fonte: Preços coletados nos sites das companhias, elaboração do autor.

Analisando a composição dos preços vendidos pelas plataformas *on-line* conforme o gráfico abaixo, nota-se que, na média, entre 7,0% e 9,5% do custo total da compra corresponde ao valor do frete. Este resultado pode possuir implicações negativas para a Quero-Quero: à medida que empresas de *e-commerce* aumentem investimentos em logística e redes de distribuição para entrega no interior do país, a tendência é que ocorra uma diluição nos custos de frete, que se tornariam menos representativos como percentual do custo total. Neste contexto, haveria uma disparidade ainda maior entre os preços praticados pela Quero-Quero e pelas empresas atuantes na venda pela Internet.

Gráfico 22 - Média de frete como percentual do preço total

Fonte: Preços coletados nos sites das companhias, elaboração do autor.

A fim de compreender a visão da alta gestão da companhia em relação aos riscos apresentados pelo *e-commerce*, assim como o racional por trás da precificação mais elevada em produtos de eletrodoméstico, realizou-se uma entrevista com Jean Mello, atual Diretor Financeiro da Quero-Quero.

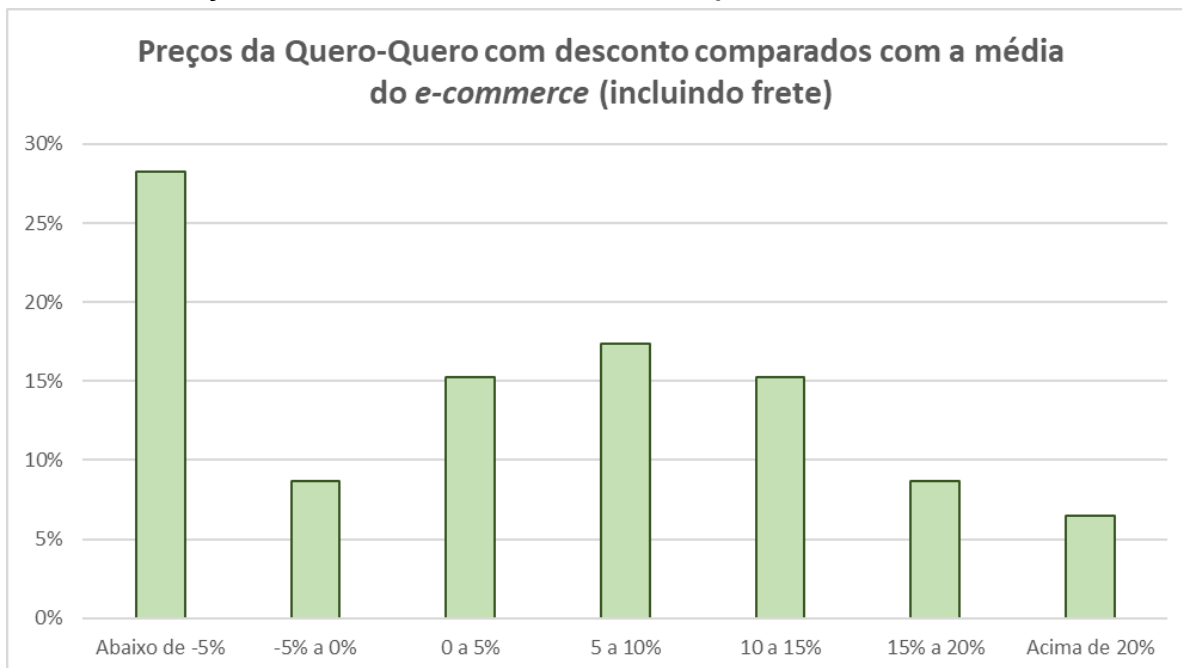
Segundo Jean, os resultados do estudo exposto acima estão dentro do esperado e em linha com a estratégia da companhia. O diretor afirmou que o objetivo da Quero-Quero de fato não é ter preços alinhados com as grandes plataformas de venda *on-line* do país, mas sim com as lojas de eletrodomésticos locais nas cidades em que atuam. Entende-se que empresas como Magazine Luiza e Lojas Americanas estão envolvidas hoje em uma forte disputa por mercado, praticando preços reduzidos e atuando com margens mais comprimidas, de forma a atrair o consumidor para suas plataformas.

Além da alta disponibilidade de capital que permite adotar este tipo de estratégia, estas empresas possuem maior poder de barganha com fornecedores, comprando produtos em altos volumes e adotando níveis de estoques mais elevados, o que contribui para a precificação mais agressiva. A Quero-Quero, de acordo com Jean, não pretende entrar nessa disputa, preferindo manter os níveis atuais de margem, inclusive porque considera-se que a maior concorrência em eletrodomésticos atualmente decorre dos varejistas locais do interior, e não das grandes plataformas de *e-commerce*.

Ademais, segundo o diretor, as vendas nas lojas da Quero-Quero geralmente ocorrem com descontos de 4% a 5% em relação aos preços disponíveis no *site* da empresa. A precificação presente no *site* segue o preço tabelado definido pela empresa, mas os gerentes das lojas possuem liberdade de negociar valores para a realização de uma venda, e de acordo com Jean, os descontos costumam atingir os patamares mencionados anteriormente.

O gráfico abaixo traz a comparação entre os preços da Quero-Quero e a média dos *e-commerces* analisados, atribuindo um desconto médio de 4,5% nos produtos da companhia. Ao assumir essa premissa como válida, a competitividade da Quero-Quero aumenta de forma relevante – neste cenário, a empresa possuiria preços mais baratos em 37% dos casos, e o percentual de produtos com preços acima de 10% mais elevados cairia para 30%. É importante ressaltar que a informação acerca dos descontos praticados dificilmente pode ser comprovada de forma independente, uma vez que inexistem dados públicos sobre o tema. Ainda assim, é um elemento significativo que deve ser considerado na avaliação dos riscos gerados pela concorrência com a venda *on-line*.

Gráfico 23 - Preços da Quero-Quero com desconto comparados com a média do *e-commerce*

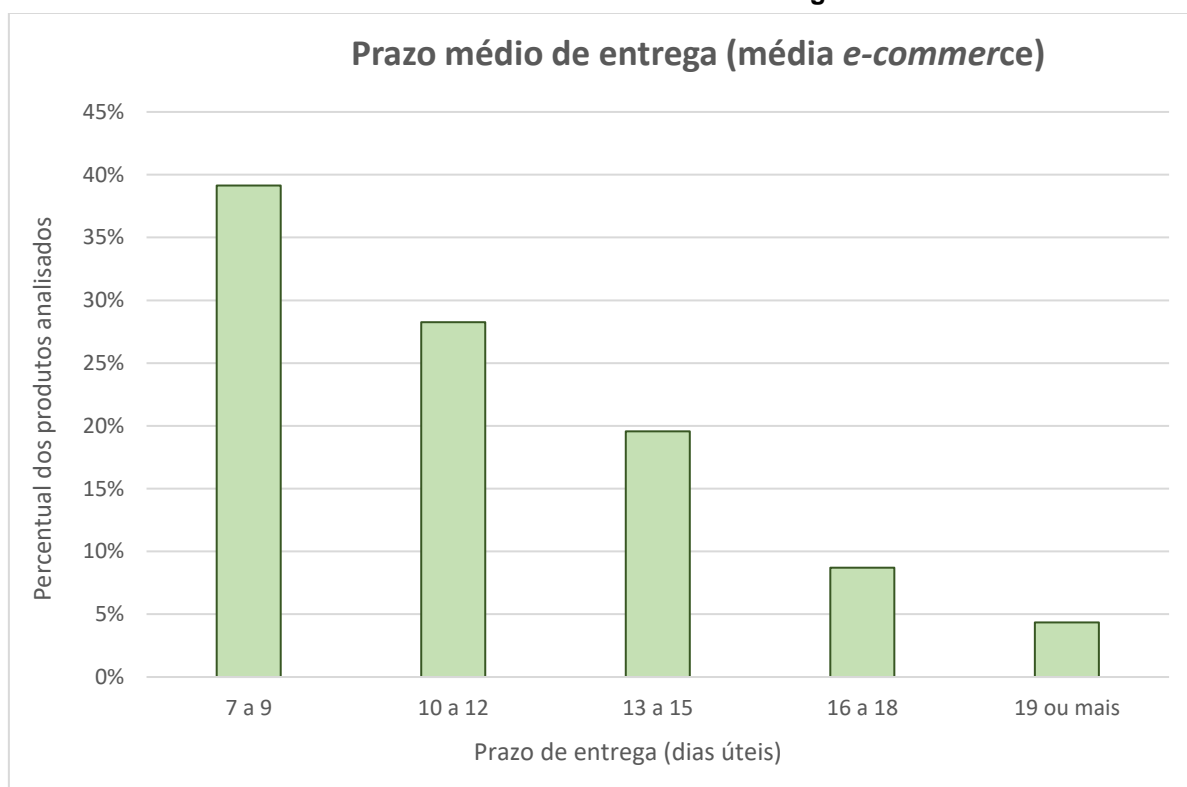


Fonte: Preços coletados nos sites das companhias, elaboração do autor.

É indispensável, ainda, avaliar os prazos de entrega determinados pelas plataformas de *e-commerce* para o envio de mercadorias a municípios de interior, foco

de atuação da Quero-Quero. O gráfico abaixo traz a distribuição dos prazos médios de entrega para a cidade de Saporanga (SC), considerando as quatro empresas de *e-commerce* sob análise e os 45 produtos capturados. Na média, o menor prazo de entrega está na janela de sete a nove dias úteis, não havendo nenhum produto com entrega em período inferior. Além disso, 61% dos produtos levam de dez dias úteis, na média, para entrega na cidade em questão.

Gráfico 24 - Prazo médio de entrega



Fonte: Prazos coletados nos sites das companhias, elaboração do autor.

Ainda que esta análise tenha sido realizada considerando uma única cidade – Saporanga (SC) – é possível supor que os prazos para entrega em cidades semelhantes na região Sul devem ser igualmente elevados. O prazo de entrega é um fator que exerce alta influência na decisão do consumidor quanto a realizar ou não a compra através do *e-commerce*, e considerando os resultados do estudo acima, é razoável concluir que este é um elemento que reduz as vendas *on-line* nas regiões em que a Quero-Quero atua. A empresa, por sua vez, garante a entrega de qualquer um dos produtos no catálogo de dois a cinco dias úteis – isto se o produto já não estiver disponível no estoque da loja – o que a favorece na competição com os *e-commerces*. Vale ressaltar, entretanto, que assim como o custo do frete tende a

diminuir com o crescimento das redes logísticas e de distribuição no interior, o prazo de entrega também deve ser reduzido, limitando a disparidade de prazos entre a Quero-Quero e a concorrência na venda pela Internet.

Esta análise permite concluir, portanto, que a empresa apresenta competitividade razoável em relação ao *e-commerce*, considerando tanto o custo total dos produtos quanto o prazo de entrega. Existem ainda, outros fatores, que, na visão da companhia, tendem a reduzir a ameaça representada pelo *e-commerce*. Como descrito em seções anteriores, o modelo da companhia é baseado no “Varejo Relacional” – isto é, na relação próxima entre vendedor e cliente que inexiste na compra via Internet. A companhia de fato não acredita na venda puramente online nas regiões em que atuam, e por isso apostam no projeto do Figital para fazer frente ao crescimento do *e-commerce*.

Ainda assim, entende-se que o risco apresentado pelo aumento da penetração do *e-commerce* é relevante, especialmente em um cenário de diminuição dos custos de frete e prazos de entrega. Se faz necessário, portanto, um monitoramento próximo desta dinâmica, tanto por parte da Administração da empresa quanto de sua base de investidores.

5.2.2 Risco de formação de pessoas

As análises realizadas em seções anteriores evidenciam a relevância significativa dos gerentes e vendedores das lojas no modelo de negócios da Quero-Quero. Isso porque são fundamentais no relacionamento com as comunidades locais e estabelecem as bases do modelo de “Varejo Relacional” criado pela empresa. A empresa afirma, ainda, que a maior parte dos vendedores provém das cidades de interior em que atuam, o que aumenta significativamente as chances de uma nova loja ser bem-sucedida.

À vista disso, e dado que o plano de expansão da empresa é pautado na entrada em novas regiões e na abertura de uma quantidade significativa de lojas, entende-se que há um risco relevante quanto a formação de gerentes e vendedores qualificados para trabalhar nos novos estabelecimentos. Cabe, portanto, analisar o processo de formação e retenção de pessoas da empresa, de forma a compreender como estão endereçados o risco em questão.

Segundo o Relatório de Sustentabilidade publicado em 2020, a Quero-Quero possui um processo robusto de atração e desenvolvimento de talentos, com foco tanto em funcionários da área administrativa quanto das lojas em si. Abaixo, serão descritos os principais programas criados pela empresa, divididos entre projetos focados na área administrativa e projetos voltados para profissionais de loja:

- Jovem aprendiz (administrativo): voltando para jovens estudantes em busca do primeiro emprego, busca impulsionar o crescimento profissional através de aulas teóricas e práticas;
- Estágio talento (administrativo): visando atrair talentos das universidades de ponta, o programa permite ao estagiário que implemente projetos de alto impacto na companhia. Após o estágio, os participantes de destaque são convidados a seguirem na empresa como trainees;
- Estágio QQtech (administrativo): programa recente, criado em 2021, que visa fomentar o desenvolvimento de tecnologia na região Sul. O foco são profissionais que desejam iniciar sua carreira na área de TI, que recebem aulas e treinamentos ministrados pelo corpo técnico da empresa. Ao final do programa, os participantes são convidados a fazer parte de um dos times de desenvolvimento de tecnologia da companhia;
- Trainee corporativo (administrativo): principal programa da área administrativa, foi criado em 2010 e tem o objetivo de selecionar profissionais de alta capacidade acadêmica para se tornarem futuras lideranças da companhia. Hoje, a companhia conta com 40 profissionais que passaram por este programa, incluindo o Diretor Financeiro e de Relações com Investidores. O processo seletivo para *trainee* teve mais de 5.500 candidatos em 2020, e atualmente 33 *trainees* estão em desenvolvimento;
- Embaixadores (lojas): o objetivo do programa é fazer com que os colaboradores sejam disseminadores da cultura e dos valores da empresa. Os embaixadores se envolvem em ações internas de comunicação, e tem o objetivo de engajar as equipes e aumentar o sentimento de pertencimento na companhia;
- Despontes: focado no desenvolvimento de líderes de lojas, busca identificar colaboradores com potencial de se tornar futuros gerentes de lojas. Os participantes passam por treinamentos teóricos e práticos voltados ao

entendimento da profissão e ao desenvolvimento de um senso de liderança. Em 2020, o programa possuía 423 participantes;

- Trainee gerente de loja: realizado em tempo integral, este programa de formação é destinado a profissionais que queiram construir uma carreira com gestor de lojas. O programa dura entre 6 e 12 meses, durante os quais o participante realiza uma análise prática sobre uma loja selecionada e desenvolve planos de ação para melhoria de sua performance. Em 2020, foram formados 102 gerentes, e havia mais 78 colaboradores em treinamento.

A companhia oferece, portanto, uma série de programas que visam formar talentos para as mais diversas áreas e posições de liderança. Os números de profissionais formados e em treinamento indicam, ainda, que a empresa possui capacidade de desenvolver um número mais que suficiente de colaboradores para conduzir seu processo de expansão. Em 2020, por exemplo, foram formados 102 gerentes de lojas, enquanto o total de lojas abertas no ano foi de 50 estabelecimentos.

A companhia também se mostra muito bem-preparada no que tange à retenção de talentos e de pessoas em posição estratégicas. A figura abaixo traz o período em que cada um dos membros do time de gestão estão na empresa. A maior parte dos membros está há mais de dez anos na companhia, com exemplos surpreendentes de colaboradores há mais de duas décadas como parte da empresa.

Gráfico 25 – Membros do Time de Gestão e respectivos anos trabalhando na empresa



Time de Gestão	Anos com a Lojas Quero-Quero
PETER FURUKAWA <i>Diretor Presidente</i>	12
JEAN PABLO DE MELLO <i>Diretor Financeiro e DRI</i>	08
DANIEL JOSÉ ARTUS <i>Diretor de Expansão</i>	41
MIRSON ENGELMAN <i>Diretor de Operações</i>	28
CHRISTIANE RHODEN <i>Diretor de Operações</i>	20
LUCIANO SCOTTA <i>Diretor de Crédito e Cobrança</i>	13
ALBERTO CIMENTI <i>Diretor Comercial</i>	08

Fonte: Relatório de Sustentabilidade (2020): Lojas Quero-Quero.

A retenção também é elevada nos cargos de gerentes de lojas. Segundo Marcelo Grizza, gerente administrativo de expansão da companhia, a rotatividade de colaboradores neste cargo é de apenas 15%. Isso se deve, especialmente, ao fato de que a Quero-Quero apresenta um claro plano de carreira aos seus colaboradores, com possibilidade de crescimento pessoal e profissional através de inúmeros programas de desenvolvimento e da oportunidade de evolução em cargos na estrutura da companhia.

De fato, a empresa apresenta uma preocupação elevada em fomentar o alinhamento, colaboração e bem-estar de seus funcionários. A Quero-Quero possui, por exemplo, um programa de remuneração com base em ações para membros da diretoria executiva, com duração de cinco anos, o que gera um alinhamento natural de longo prazo dos executivos em relação ao resultado da companhia. A preocupação com incentivos se mostra presente, também, em relação aos vendedores das lojas,

que possuem mais de 30% da sua remuneração em parcelas variáveis atreladas ao desempenho da loja.

Em conversas com os diretores da empresa, verifica-se que existe elevado senso de pertencimento e orgulho de fazer parte da empresa. Segundo o renomado indicador *Great Place to Work*, 86% dos colaboradores consideram a empresa um ótimo lugar para trabalhar, estando acima da média dos grandes varejistas. Entre os motivos pelos quais possuem orgulho de fazer parte da Quero-Quero, os diretores citam frequentemente a preocupação social da companhia, com foco grande em promover o desenvolvimento econômico e comunitário nas cidades em que atuam, elevando o padrão de vida dos vendedores locais e proporcionando o aumento das opções disponíveis para moradores das regiões de atuação.

Ainda segundo seu Relatório de Sustentabilidade, a missão da companhia é a de “proporcionar uma vida melhor aos nossos colaboradores, clientes e comunidades onde atuamos. Acreditamos que ao viver isto com excelência geraremos o valor e os resultados que nos proporcionarão crescimento constante e sustentável”. Os colaboradores entrevistados pelo autor indicam que existe coerência entre a missão da companhia e suas ações práticas, e que de fato existe a preocupação trazer melhorias na qualidade de vida das comunidades em que atuam.

Conclui-se, portanto, que a companhia está capacitada para endereçar o risco de formação de pessoas apresentado pelo plano de expansão, através de programas práticos de formação de talentos, e foco no aumento do alinhamento e senso de pertencimento por parte dos colaboradores.

5.2.3 Risco de aumento de concorrência

Como citado anteriormente no presente trabalho, o projeto de expansão da Quero-Quero é favorecido por serem o único *player* de larga escala nas regiões em que atuam. Não há atualmente, no interior da região Sul, concorrentes com a estrutura e capilaridade da empresa, criando um cenário em que a companhia é capaz de se diferenciar e ganhar mercado em relação aos varejistas locais. Isto dito, de forma a analisar criticamente as perspectivas futuras de crescimento, é pertinente avaliar a possibilidade de grandes varejistas da construção expandirem para os mercados de atuação da Quero-Quero, o que geraria aumento significativo de concorrência para a empresa.

Em entrevistas realizadas com membros da empresa, a visão expressada é a de que este risco pode ser considerado baixo. Acredita-se que a operação de lojas em cidades menores envolve um modelo de operação completamente diferente em relação a atuação nas grandes cidades, com menor área de vendas, mix de produtos reduzido e maior relevância do relacionamento entre vendedor e cliente. Além disso, haveria ainda um desafio relevante no desenvolvimento da logística necessária para abastecimento de cidades no interior. Daniel Artus, diretor de expansão da Quero-Quero, acredita que a abertura de lojas em cidades com menos de 100 mil habitantes não faria sentido para empresas como Leroy Merlin e Telhanorte.

Ao menos no que tange à Leroy Merlin, maior empresa do país em área de vendas, esta visão foi corroborada por membros da própria organização. Em reunião com analistas de mercado, o diretor de *e-commerce* da Leroy Merlin, a companhia entende que a abertura de lojas de área reduzida em cidades menores não é a melhor estratégia de crescimento. Nas suas palavras,

Há dois anos estudamos formatos menores, e não sabemos se isso realmente agregaria valor. Começaríamos a competir de forma mais acirrada com outros *players*. Acreditamos mais em uma loja no estilo *showroom*, com prateleira infinita e acesso a toda gama de produtos.

Esta mentalidade é provavelmente compartilhada por outros varejistas que possuem modelo de lojas semelhante ao da Leroy Merlin. Ainda segundo o diretor de *e-commerce*, a abertura de uma loja padrão da Leroy Merlin hoje envolve um investimento de R\$100 milhões de reais – ordens de grandeza acima do investimento necessário para abertura de uma loja da Quero-Quero, que nas estimativas do autor, fica entre R\$500 mil e R\$700 mil. Representam, de fato, modelos de operação com divergências extremamente significativas, de forma que a transição entre eles constitui um desafio grande mesmo para empresas com alta capacidade de execução.

Dito isso, é preciso ressaltar que existem casos práticos de empresas que buscam modificar seu formato de loja e migrar para um modelo mais semelhante ao da Quero-Quero. O exemplo mais concreto é o da Cassol – varejista que possui atualmente 21 lojas, e atua na região Sul do país. A maior parte das suas lojas, atualmente, são no modelo denominado “Home Center Full” - possuem área média de 6.200m², envolvem um investimento inicial de cerca de R\$10 milhões de e estão concentradas nas grandes metrópoles e capitais. O plano de expansão da companhia, resumidamente, é pautado em um formato mais compacto de loja (“Loja 1 milha”), que

permitiria a entrada em municípios menores em relação aos que atuam hoje. À primeira vista, parece representar um risco relevante de aumento de competição para Quero-Quero, principalmente porque a empresa já é concentrada na região Sul do país.

No entanto, ao aprofundar nos detalhes do plano, verifica-se que isto dificilmente impactará as operações da Quero-Quero no curto e médio prazo. O plano de expansão da Cassol é de abrir 36 lojas nos próximos 3 anos, todas em cidades com população acima de 100 mil habitantes – Quero-Quero, por sua vez, possui atualmente apenas 20% das lojas em cidades deste tamanho (~65% das lojas estão em cidades com menos de 50 mil habitantes). Além disso, o modelo de loja de ambas as empresas é bastante diferente. Mesmo o novo formato de loja da Cassol, que deve ser o principal impulsionador da expansão, ainda vai ser significativamente maior do que as lojas da Quero-Quero. A loja no novo formato deve ter em média 2 mil m², possuindo mais semelhanças com um home center do que com uma loja nos moldes da Quero-Quero, que possui metragem média de 670m².

Além disso, em reunião realizada com Jean Mello, diretor financeiro da Quero-Quero, foi dito que a empresa já concorre com a Cassol em algumas cidades maiores, como Caixas do Sul, e entende-se que há espaço de mercado para crescimento de ambas as empresas. Jean disse, ainda, que a Cassol deve enfrentar desafios relevantes na migração para cidades menores, e que existe uma curva de aprendizado longa até que seja possível entrar em municípios com população de 30 mil habitantes por exemplo.

Evidencia-se, portanto, que no curto e médio prazo, a Quero-Quero deve seguir competindo, na maior parte das cidades, apenas com os competidores locais e menos estruturados. Não parece haver risco de competição eminente, nos próximos anos, por parte dos concorrentes com maior escala e capital. Dito isso, projetos de expansão como o da Cassol são dignos de atenção e devem ser monitorados, uma vez que podem representar um risco maior no futuro.

6 AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA

Tendo analisado criticamente o modelo de negócios da Lojas Quero-Quero, assim como seu plano de expansão, a etapa seguinte no estudo é realizar a avaliação econômica e financeira da empresa. Isso envolve tanto o estudo do desempenho histórico da companhia quanto a projeção de métricas futuras, com base em suas perspectivas de crescimento. O objetivo final é a obtenção do valor justo da empresa, utilizando-se dos métodos de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado e de Avaliação Relativa.

Para aplicar o método de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado de forma consistente, é fundamental definir antecipadamente o horizonte de projeção a ser utilizado. Neste caso, o horizonte adotado foi o de dez anos – isto é, projetam-se os fluxos de caixa até o ano de 2030. Entende-se que, após dez anos, a companhia já vai ter atingido seu estágio de maturidade, e é razoável assumir que, a partir deste momento, seu crescimento passará a ser em linha com o da economia.

6.1 PROJEÇÃO DE MÉTRICAS OPERACIONAIS E FINANCEIRAS

6.1.1 Projeções de dados macroeconômicos

A projeção de dados macroeconômicos é fundamental para a avaliação econômico-financeira da companhia, uma vez que estes impactam significativamente a estimativa de diversas métricas financeiras relevantes. Foram realizadas projeções para os seguintes dados:

- SELIC: taxa básica de juros da econômica, sendo o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central para controle da inflação. Impacta significativamente as taxas de juros de empréstimos e o retorno de aplicações financeiras no país;
- IPCA: Índice Nacional de Preços do Consumidor, calculada pelo IBGE. Representa a inflação de uma cesta de produtos e serviços referentes ao consumo pessoal das famílias, e é o índice de referência do sistema de metas para a inflação utilizado pelo Banco Central.

A projeção dos dados foi realizada com base nas estimativas da área de Análise Econômica da Verde Asset, que por sua vez são pautadas em análises

detalhadas acerca do estado atual e futuro da economia, assim como em expectativas de mercado. Abaixo, apresentam-se as estimativas de SELIC e IPCA utilizadas no presente estudo.

Tabela 11 - Projeção de dados macroeconômicos

Ano	SELIC	IPCA
2021E	4.6%	9.0%
2022E	11.7%	4.6%
2023E	8.5%	4.1%
2024E	8.5%	4.1%
2025E	8.5%	4.1%
2026E	8.5%	4.1%
2027E	8.5%	4.1%
2028E	8.5%	4.1%
2029E	8.5%	4.1%
2030E	8.5%	4.1%

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

6.1.2 Projeções de abertura de lojas e área de vendas

A projeção do número de lojas abertas por ano é fundamental para a modelagem das Lojas Quero-Quero, uma vez que impacta diretamente diversas métricas financeiras relevantes – tais como Receita de Varejo, investimentos em bens de capital (*Capex*) e despesas comerciais. Como explicado anteriormente, a Quero-Quero vem acelerando anualmente seu ritmo de abertura de lojas, que deve ganhar tração ainda maior com a entrada nos estados de São Paulo e Mato Grosso do Sul.

A projeção de abertura de lojas foi feita com base no *business plan* da companhia, que prevê um incremento anual no número de lojas abertas até atingir o total de 90 em 2024. Entende-se que a companhia possui condições de executar o crescimento de lojas previsto no seu plano, tanto pela alta capacidade de execução demonstrada historicamente, quanto pela existência de inúmeras novas cidades na qual podem entrar sem concorrência.

De 2025 em diante, considera-se que a companhia estabilizará em 90 lojas abertas por ano. A Quero-Quero entende, conforme afirmado pelo CEO Peter Furukawa em reuniões com analistas de mercado, que este patamar de abertura de lojas é razoável para os planos de longo prazo da companhia e pode ser executado com segurança. Seria possível acelerar este ritmo, atingindo possivelmente mais de

100 lojas anuais, mas isto demandaria uma expansão mais agressiva e com maior nível de risco. (mudar pra queda?)

Gráfico 26 – Projeção de abertura de lojas por ano



Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Além de projetar a abertura anual de lojas, é preciso ainda estimar a dinâmica de crescimento de área de total de vendas da empresa (soma das áreas de todas as lojas da base). Este indicador é altamente relevante para a modelagem, uma vez que possui forte correlação com a Receita de Varejo. O primeiro passo para realizar esta projeção foi o levantamento da área média de cada formato de loja, estimado com base em informações disponibilizadas pela companhia. Conforme descrito anteriormente, as lojas “Tradicionais” possuem área média de 500 m², metragem que cresce progressivamente na escala “Mais Construção” até atingir 1000 m² nas lojas “Mais Construção III”.

Tabela 12 – Estimativa de área média por formato de loja

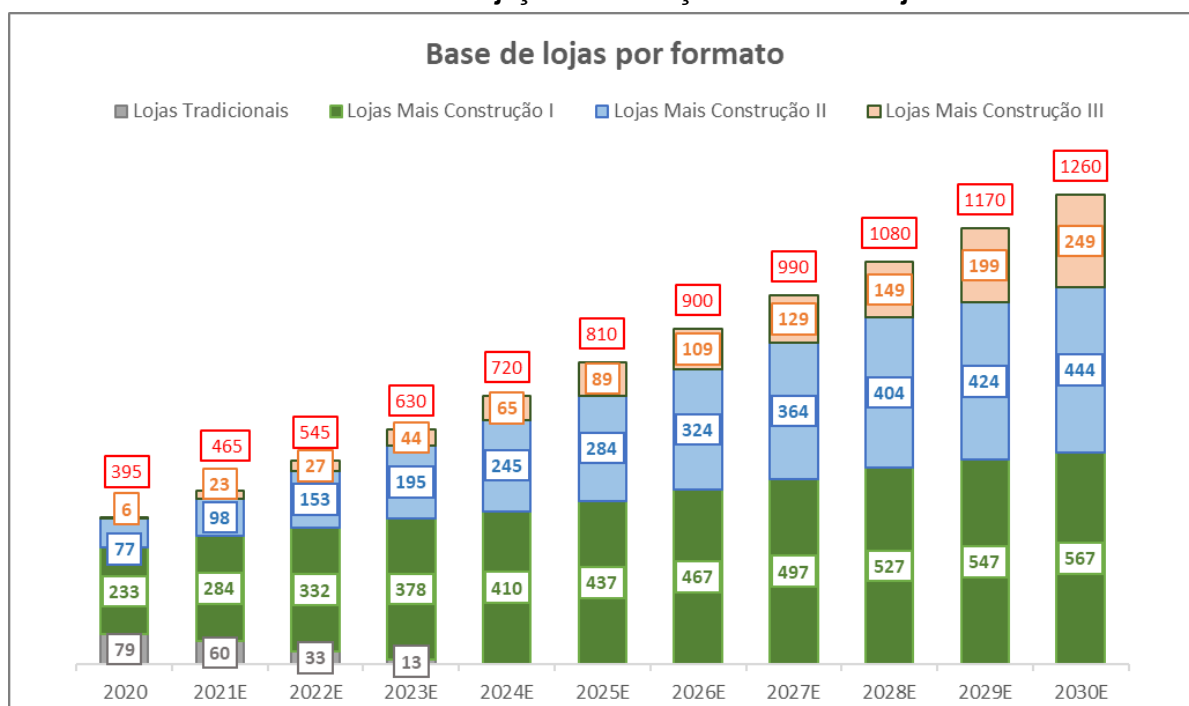
Formato de loja	Área média estimada (m²)
Lojas Tradicionais	500
Lojas Mais Construção I	650
Lojas Mais Construção II	800
Lojas Mais Construção III	1000

Fonte: Dados públicos da companhia, elaboração e estimativas do autor.

O passo seguinte é projetar a quebra da base total de lojas em cada um dos quatro formatos. Isto foi realizado a partir da análise do ritmo histórico de

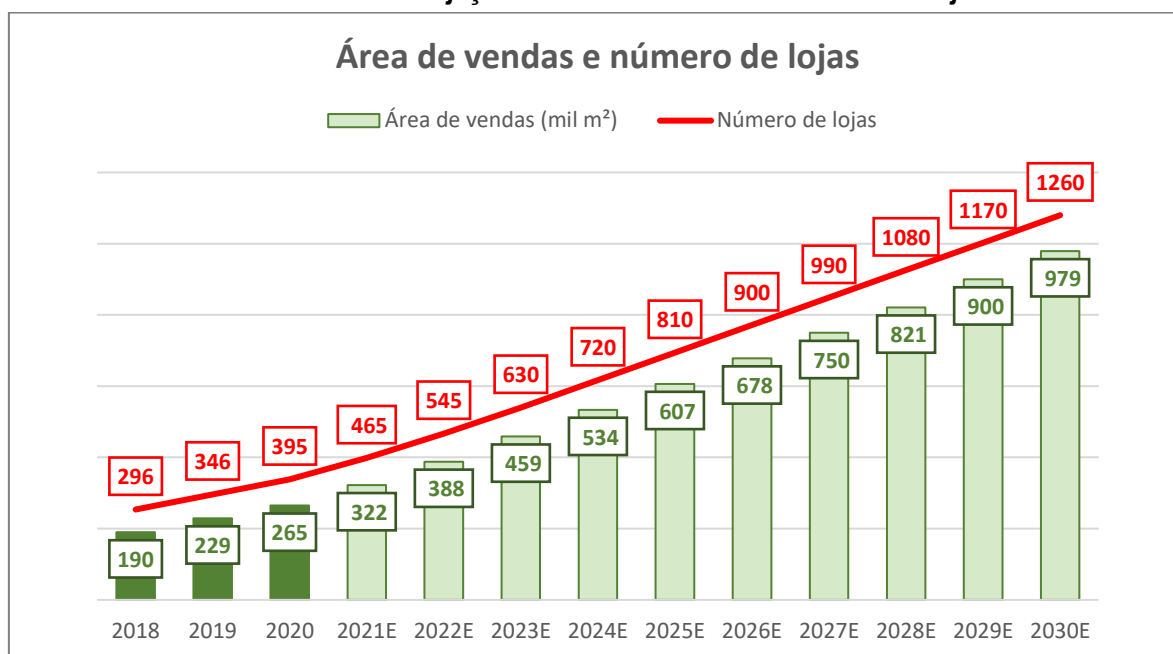
transformações de lojas para os formatos “Mais Construção”, e com base em indicações da companhia acerca da visão de longo prazo acerca deste projeto. Segundo Daniel, diretor de expansão da companhia, o objetivo é extinguir o modelo de lojas “Tradicionais”, e ter 45% das lojas no formato “Mais Construção I”, 35% no formato II e 20% no formato III. As projeções consideram que as 79 lojas “Tradicionais” serão transformadas até o final de 2023, e que ocorre ganho progressivo de relevância das lojas no formato “Mais Construção III”.

Gráfico 27 – Projeção de evolução da base de lojas



Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Finalmente, a área total de vendas é obtida pela multiplicação entre a quantidade de lojas de cada formato e sua respectiva metragem média. Com base nas premissas acima expostas, espera-se que a Quero-Quero alcance uma área de vendas total de 979 mil m² em 2030, com uma base de 1260 lojas. O gráfico abaixo expõe a trajetória de crescimento esperada, tanto em número de lojas quanto em área de vendas total.

Gráfico 28 – Projeção de área de vendas e número de lojas

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

6.1.3 Projeções de receita

6.1.3.1 Projeção da receita de varejo

A projeção da Receita de Varejo é possivelmente a mais relevante da modelagem, uma vez que, como descrito anteriormente, esta é a linha de negócios central da empresa e que constitui a base para as demais atividades praticadas. Para realizá-la de forma consistente, foram definidas três variáveis centrais que devem ser incorporadas no cálculo: i) área de vendas total, projetada acima; ii) grau de maturidade da base de lojas e iii) venda média por metro quadrado.

A necessidade de incorporar o grau de maturidade no cálculo decorre do fato de que as lojas da Quero-Quero possuem uma curva de maturação – isto é, as lojas novas possuem um nível de vendas inferior ao das lojas maduras, e esta evolução ocorre de forma gradual até que a loja nova atinja a maturidade. Este fenômeno não é exclusivo das lojas da Quero-Quero, e se mostra presente no modelo de negócios da ampla maioria de empresas varejistas.

Segundo informações disponibilizadas pela companhia, a loja média da Quero-Quero leva oito anos para atingir a maturidade. Como é comum em lojas deste formato, o ritmo de maturação ocorre de forma mais acelerado nos primeiros anos, e

então desacelera até alcançar a maturidade completa. Abaixo, apresenta-se uma estimativa da curva de maturação padrão para uma loja da empresa. A tabela expõe, por exemplo, que no segundo ano após sua abertura, uma loja da Quero-Quero possui vendas de 60% em relação a venda de uma loja aberta há 8 anos.

Tabela 13 – Curva de maturação da base de lojas

Ano a partir da abertura	Grau de maturação
Ano 1	25%
Ano 2	60%
Ano 3	70%
Ano 4	78%
Ano 5	86%
Ano 6	92%
Ano 7	97%
Ano 8	100%

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Com base na curva de maturação acima exposta, é possível estimar o grau de maturação da base de lojas da Quero-Quero como um todo. Isso é realizado através da média ponderada entre a quantidade de lojas abertas por safra e seu respectivo grau de maturação. A tabela abaixo apresenta um exemplo deste cálculo, realizado para a base de lojas existente ao final de 2020 – o grau de maturação da base, neste caso, é obtido pela média ponderada entre as colunas *B* e *C*.

Tabela 14 – Estimativa de grau de maturação da base de lojas

Ano a partir da abertura	Lojas abertas por safra (B)	Grau de maturação
Ano 1	49	25%
Ano 2	50	60%
Ano 3	35	70%
Ano 4	16	78%
Ano 5	12	86%
Ano 6	4	92%
Ano 7	5	97%
Ano 8 ou acima	224	100%
Grau de maturação da base de lojas		82%

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

O cálculo acima foi repetido para todos os anos no horizonte de projeção, com base nas premissas de abertura anual de lojas. Obteve-se, para cada ano, seu respectivo grau de maturação da base de lojas. Como era de se esperar, o grau de maturação aumenta conforme a base de lojas envelhece – isto é, à medida que a quantidade de novas lojas abertas se torna menos relevante como percentual da base como um todo.

Por fim, para cada ano, multiplicou-se a área de vendas total pelo respectivo grau de maturação da base. O resultado representa a área de vendas ajustada por maturação – isto é, uma estimativa de qual seria a área de vendas caso a base de lojas fosse composta apenas por lojas maduras (abertas há 8 ou mais anos). A tabela abaixo apresenta o grau de maturação da base, assim como a área de vendas ajustada por maturação, para todos os anos do horizonte de projeção.

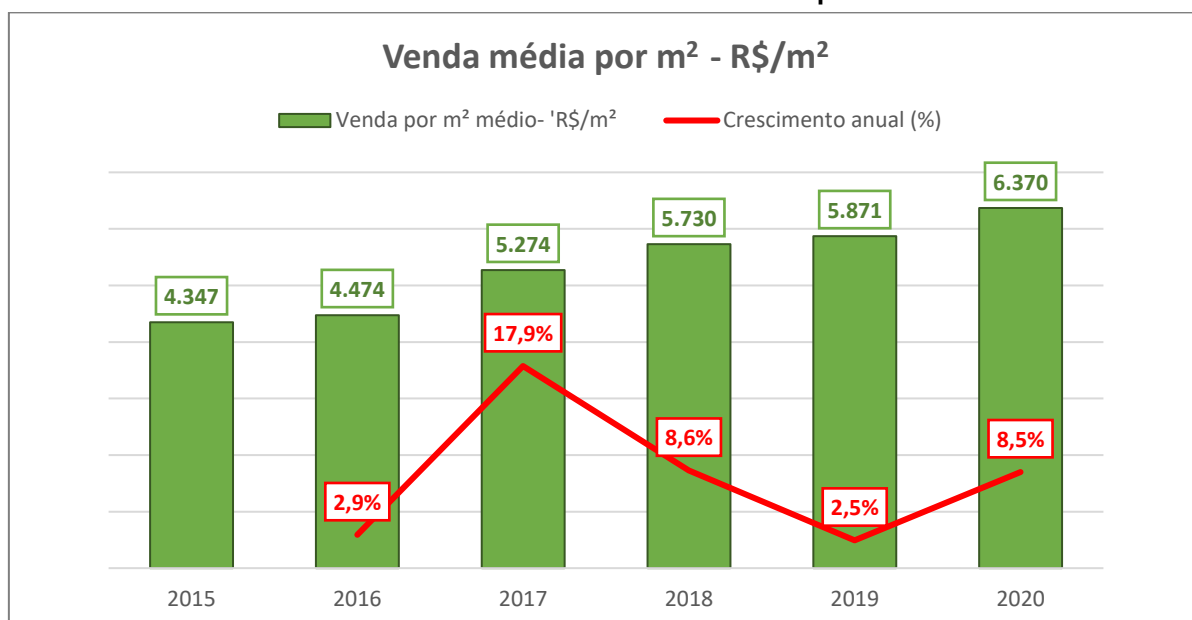
Tabela 15 – Projeção de área de vendas ajustada por maturação

Ano a partir da abertura	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Ano 1	70	80	85	90	90	90	90	90	90	90
Ano 2	49	70	80	85	90	90	90	90	90	90
Ano 3	50	49	70	80	85	90	90	90	90	90
Ano 4	35	50	49	70	80	85	90	90	90	90
Ano 5	16	35	50	49	70	80	85	90	90	90
Ano 6	12	16	35	50	49	70	80	85	90	90
Ano 7	4	12	16	35	50	49	70	80	85	90
Ano 8 ou acima	229	233	245	261	296	346	395	465	545	630
Grau de maturação da base de lojas	79%	78%	78%	79%	80%	81%	83%	84%	85%	86%
Área total de vendas (mil m²)	322	388	459	534	607	678	750	821	900	979
Área de vendas ajustada por maturação (mil m²)	254	303	358	421	485	552	620	690	767	845

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Tendo projetado as duas primeiras variáveis necessárias - área total de vendas e grau de maturidade da base – resta realizar a estimativa da venda média por metro quadrado. O gráfico abaixo apresenta o histórico de venda média por m^2 , obtido pela divisão entre a Receita Bruta de Varejo e a área total de vendas. Vale comentar que o ano de 2017 apresentou crescimento expressivo da venda média por m^2 , impulsionado pela alta transformação de lojas para o formato “Mais Construção”. Segunda a empresa, as lojas transformadas crescem cerca de 20% acima da média das lojas tradicionais no primeiro ano após a transformação.

Gráfico 29 – Histórico de venda média por m^2



Fonte: Dados públicos da companhia (2020), elaboração do autor.

Para a projeção da venda por metro quadrado futura, julgou-se pertinente realizá-la através da venda por m^2 ajustada por maturação – isto é, a divisão da Receita Bruta de Varejo pela área de vendas ajustada por maturação (calculada acima). Isso porque, ao calcular desta forma, expurgam-se os impactos da maturação da base de lojas no crescimento de vendas, permitindo que se analise exclusivamente o crescimento vindo do ganho de *market share* e de melhorias na operação.

É importante elucidar, ainda, que o crescimento da venda por m^2 ajustada por maturação foi projetado a partir de dois efeitos principais i) inflação anual, a partir da projeção de IPCA apresentada anteriormente e ii) crescimento real, que equivale ao crescimento de vendas acima da inflação. Isto permite separar o crescimento que decorre da inflação no preço dos produtos, daquele que advém do aumento de vendas

e ganho de mercado. Apresenta-se, abaixo, a projeção da venda média ajustada por maturação com base nestes dois efeitos.

Gráfico 30 - Projeção da venda média ajustada por maturação

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Crescimento real (ao ano)	7,0%	-5,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
IPCA (a.a)	4,5%	9,0%	4,6%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Crescimento nominal (a.a)	11,8%	3,6%	5,6%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Venda por m² ajustado por maturação	7.765	8.043	8.496	8.929	9.384	9.863	10.366	10.895	11.451	12.035	12.649

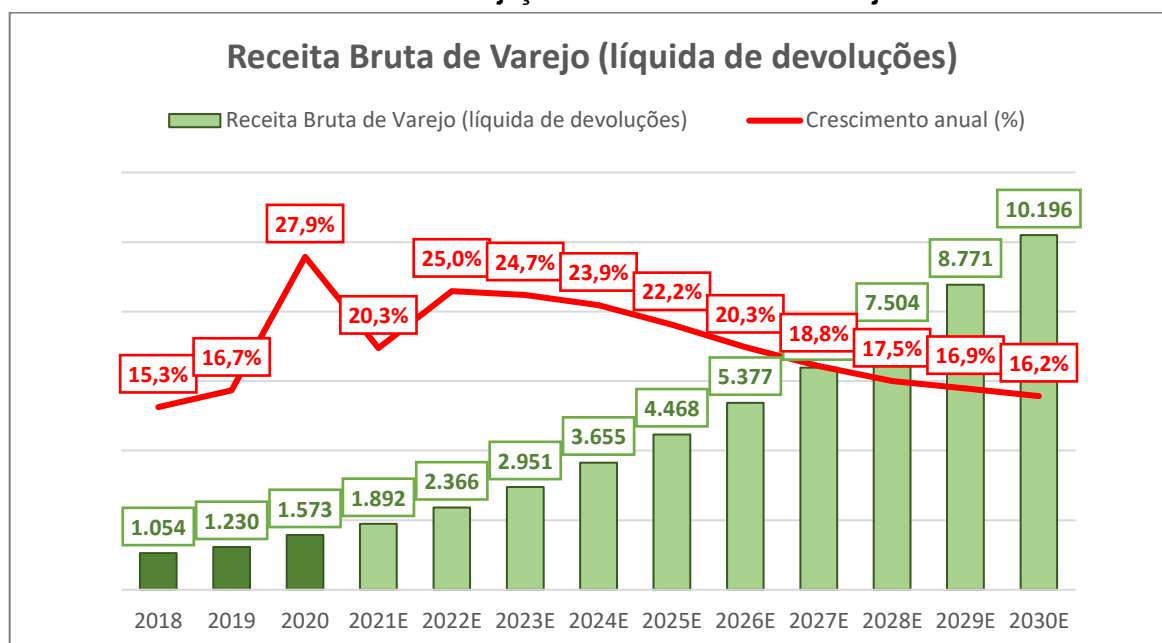
Fonte: elaboração e estimativas do autor.

A estimativa de crescimento real da venda por m² foi realizada com base no crescimento histórico da companhia, nas expectativas quanto ao cenário macroeconômico, assim como pela análise crítica do crescimento de vendas advindo dos projetos Mais Construção e Digital.

Segundo a própria companhia, o ano de 2020 apresentou um aumento atípico em vendas, impulsionado pelo crescimento expressivo do mercado de material de construção em meio a pandemia do Covid-19. Espera-se que parte deste crescimento de vendas se reverta em 2021, à medida que a pandemia arrefeça e que diminuam os efeitos dos estímulos fiscais e monetários concedidos pelo governo. À vista disso, projeta-se uma queda real de 5,0% na venda média por m² – o que, dado a expectativa de 9,0% para o IPCA de 2021, levaria a um crescimento nominal de 3,6% em relação ao ano anterior. De 2022, a espera-se que a venda por m² tenha um crescimento real de 1,0% acima da inflação.

Finalmente, para projetar a Receita Bruta de Varejo da companhia, basta multiplicar a venda média por m² pela área total de vendas (ambas ajustadas por maturação). Espera-se que o crescimento de receita em 2021 seja inferior ao aumento nos anos posteriores, justamente pelos fatores descritos acima. Como esperado, o crescimento de receita tende a desacelerar nos últimos anos do horizonte de projeção, à medida que a companhia amadurece e que o incremento em área de vendas através da abertura de lojas torna-se percentualmente menos relevante em relação a área já existente.

Gráfico 31 – Projeção de receita bruta de varejo

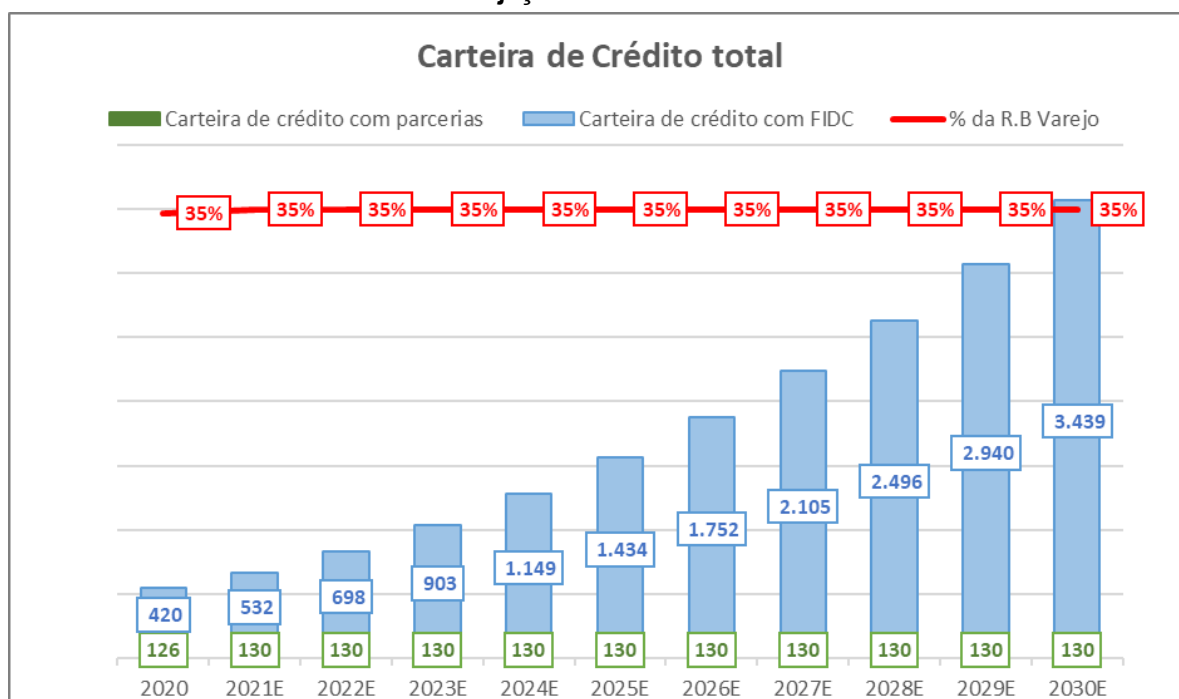


Fonte: elaboração e estimativas do autor.

6.1.3.2 Projeção da receita de serviços financeiros

O primeiro passo para projetar Receita de Serviços Financeiros é a estimativa da carteira de crédito da Quero-Quero. Como descrito em seções anteriores, a companhia concede crédito tanto através de um FIDC (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios) quando por meio de parcerias com instituições financeiras. Abaixo, apresenta-se a projeção do crescimento de carteira total, realizada como percentual da Receita Bruta de Varejo (projetada acima). Espera-se que a carteira se mantenha em cerca de 35% da Receita Bruta de Varejo – percentual semelhante ao de 2020. Conforme evidenciado pelo gráfico, projeta-se que todo crescimento marginal de carteira ocorrerá através do FIDC, com a carteira via parcerias mantendo-se estável em torno de R\$130 milhões.

Gráfico 32 – Projeção da carteira de crédito total



Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Em seguida, foi necessário projetar a rentabilidade de ambas as carteiras de crédito (FIDC VerdeCard e parcerias). Os dados financeiros do FIDC, como balanço e DRE, são consolidados nas demonstrações da Quero-Quero, uma vez que se entende que a empresa exerce controle sobre o fundo. Isto permite que se analisem os dados históricos de rentabilidade da carteira de crédito concedida através deste veículo.

Os resultados financeiros das parcerias, por sua vez, não são reconhecidos nas demonstrações da Quero-Quero: dado que a parceria se dá em modelo de *profit sharing*, a Quero-Quero reconhece apenas a parcela do resultado operacional que a pertence. Este resultado, líquido de custos operacionais e de financiamento, é reconhecido como Receita Bruta na DRE da Quero-Quero. Desta forma, no caso das parcerias, não é possível analisar dados históricos de rentabilidade – o único dado que se tem disponível é o tamanho da carteira concedida. À vista disso, realizou-se uma entrevista com Vinicius Pretto (Diretor de Relações com Investidores), na qual foram discutidas as principais métricas da concessão de crédito via parcerias que permitiram realizar as projeções necessárias.

As principais métricas utilizadas para a projeção da Receita Bruta gerada via concessão de crédito estão descritas a seguir:

- Taxa média de empréstimo: taxa média mensal cobrada pela Quero-Quero na concessão de crédito. É expressa como um percentual sobre a carteira de crédito ao mês;
- Provisão para Devedores Duvidosos (PDD): percentual da carteira provisionado mensalmente pela Quero-Quero para refletir o não recebimento de empréstimos concedidos. Indica o nível de inadimplência da carteira, e é expressa como um percentual sobre a carteira de crédito ao mês;
- Custo de financiamento: valor pago como remuneração aos investidores pelo capital investido. No caso do FIDC, o valor é destinado aos detentores das cotas seniores; no caso das parcerias, é pago aos investidores das mesmas. É comumente expresso como um percentual da Taxa Selic. É expressa como um percentual sobre a carteira de crédito ao mês;
- Despesas operacionais: despesas gerias, ligadas a operação do FIDC e das parcerias. É expressa como um percentual sobre a carteira de crédito ao mês;
- Imposto sobre receitas: paga-se imposto de PIS/COFINS sobre as receitas financeiras reconhecidas. É importante destacar que a concessão via parcerias apresenta bitributação: paga-se imposto tanto ao reconhecer a receita total na instituição parceira, quanto no momento em que a Quero-Quero reconhece o resultado operacional que a pertence na sua DRE. É expressa como uma alíquota a ser paga sobre a receita reconhecida.
- Parcela de *profit sharing*: no caso do crédito via parcerias, é o percentual do resultado operacional pago às instituições parceiras.
- Com base em dados históricos de rentabilidade do FIDC, e de informações coletadas na entrevista com o diretor de R.I da Quero-Quero, elaborou-se a tabela abaixo contendo as principais métricas e a rentabilidade estimada para ambas as carteiras de crédito:

Gráfico 33 – Métricas de FIDC e Parcerias

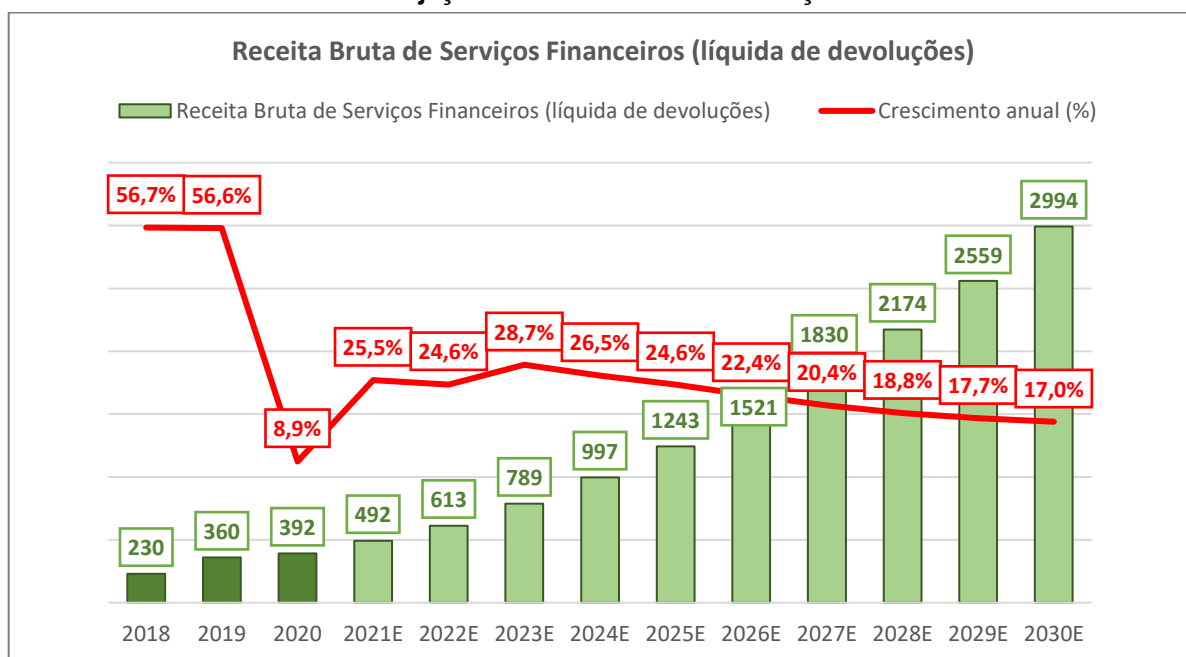
Métricas	FIDC	Parcerias
Taxa média	6,0% da carteira ao mês	6,0% da carteira ao mês
PDD	-1,5% da carteira ao mês	-1,5% da carteira ao mês
Custo de financiamento	-122,5% da taxa Selic	-122,5% da taxa Selic
Despesas operacionais	-0,1% da carteira ao mês	-0,1% da carteira ao mês
Imposto sobre receitas I	-4,65% sobre as receitas	-4,65% sobre as receitas
Imposto sobre receitas II	-	-4,65% sobre o resultado operacional
Parcela destinada aos parceiros	-	20% do lucro operacional
Rentabilidade da carteira em 2019	3,5% ao mês	2,4% ao mês
Rentabilidade da carteira em 2020	3,8% ao mês	2,6% ao mês

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Com base na tabela acima, nota-se que de fato a concessão de crédito via FIDC apresenta rentabilidade superior à concessão via parcerias. Isso ocorre tanto por conta da ineficiência tributária do modelo das parcerias, em que ocorre bitributação de PIS/COFINS, quanto pelo acordo de *profit sharing*, que define a destinação de 20% do lucro operacional para remuneração dos parceiros.

Vale destacar, ainda, a rentabilidade superior de ambas as carteiras em 2020 se comparadas com o ano de 2019. Isto se deu, principalmente, por uma queda atípica na PDD das carteiras, reflexo de uma inadimplência inferior à média histórica, dado que a empresa foi mais rigorosa na concessão de crédito devido ao contexto da pandemia do Covid-19. Além disso, a queda da taxa Selic em 2020, que atingiu mínimas históricas e fechou o ano em 2%, contribuiu para a redução no custo de financiamento.

Tendo estimado a evolução anual carteira, assim como os principais parâmetros de rentabilidade, foi possível projetar a Receita Bruta de Serviços Financeiros da companhia. O crescimento em 2018 e 2019 foi bastante expressivo, impulsionado pela criação do FIDC em 2018 e a decorrente expansão da carteira de crédito. Em 2020, o ritmo de crescimento desacelerou, dado que, como citado anteriormente, a companhia foi mais rigorosa na concessão de crédito e reduziu novas originações. Para os anos seguintes, a expectativa é que a Receita de Serviços Financeiros cresça em linha com a Receita de Varejo, refletindo a forte correlação existente entre as linhas de negócio.

Gráfico 34 – Projeção de receita bruta de serviços financeiros

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

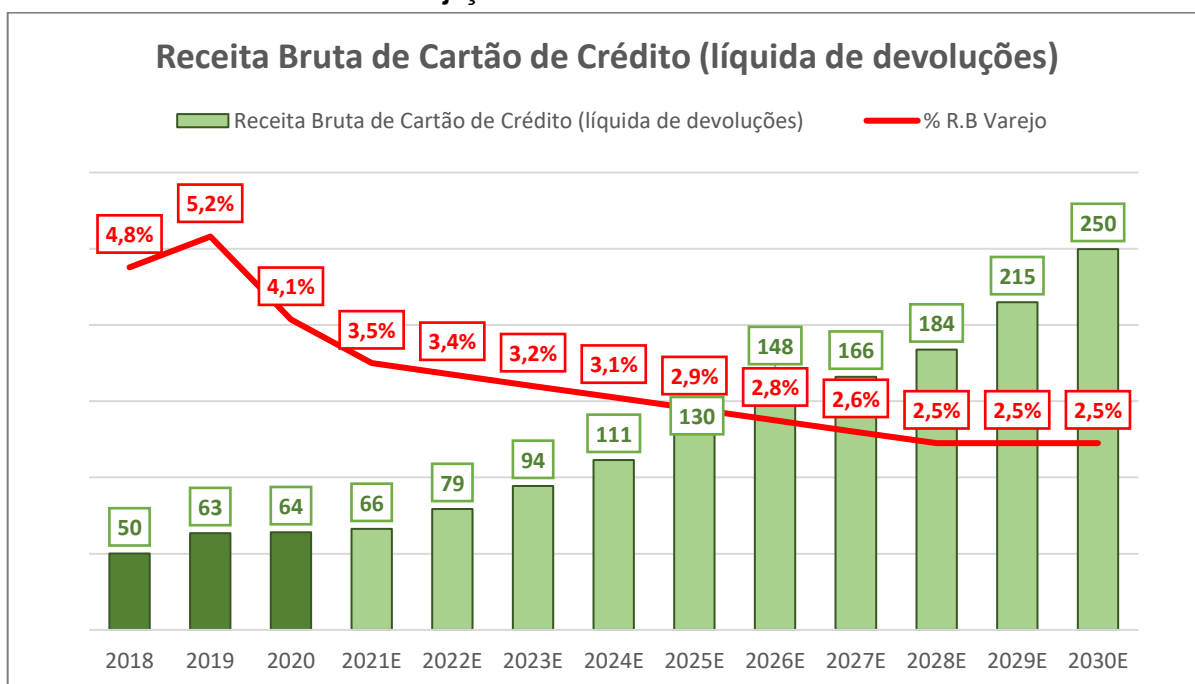
6.1.3.3 Projeção da receita de cartão de crédito

A projeção da Receita Bruta de Cartão de Crédito foi realizada com base em um percentual da Receita Bruta de Varejo. Isso porque, segundo a companhia, a linha de negócios de Cartão de Créditos é baseada e altamente ligada à venda de produtos nas lojas.

Espera-se que a receita com Cartão de Crédito perca relevância como percentual da Receita Bruta de Varejo. Isso porque o plano de expansão da companhia é baseado no aumento de presença em novas regiões – como São Paulo – em que a penetração do cartão VerdeCard deve ser inferior a que existe em estados como Rio Grande do Sul. O cartão VerdeCard possui centenas de milhares de estabelecimentos credenciados na região Sul, e tem uma marca altamente conhecida nas cidades em que a empresa atua hoje dado que é comercializado há décadas. Em São Paulo e no Mato Grosso do Sul, além do menor número de estabelecimentos credenciados, a marca VerdeCard é pouco conhecida, e entende-se que os moradores provavelmente sejam já atendidos por cartões de outras bandeiras. Inclusive, por conta disto, a Quero-Quero tem iniciado testes de emissão de cartões através da bandeira Elo (controlada pelo Bradesco e pelo Banco do Brasil), que já possui alto volume de credenciados nas regiões foco do plano de expansão.

Com base no acima exposto, projeta-se que a Receita Bruta de Cartão de Crédito não deve acompanhar o crescimento da receita com a comercialização de produtos, decrescendo linearmente até estabilizar no patamar de 2,5% da Receita Bruta de Varejo.

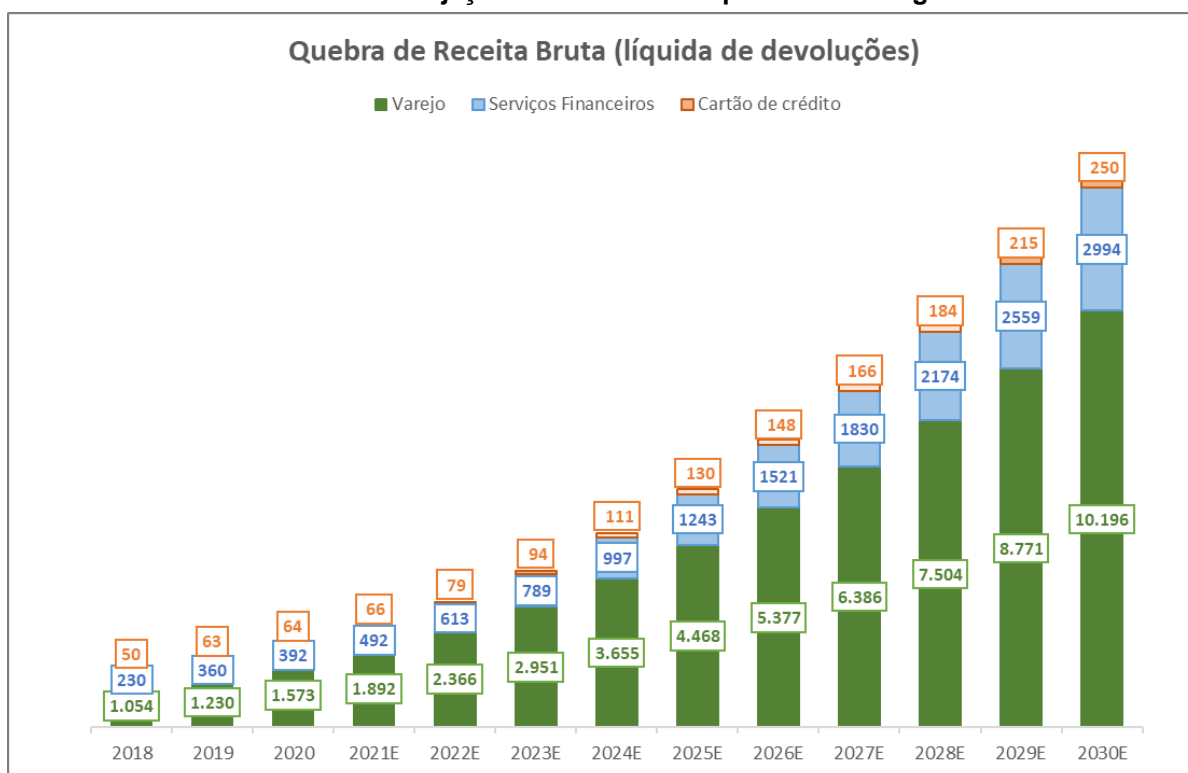
Gráfico 35 – Projeção de receita bruta de cartão de crédito



Fonte: elaboração e estimativas do autor.

6.1.3.4 Projeções de receita bruta consolidada e receita líquida

A partir das projeções de Receita Bruta para cada uma das linhas de negócio da companhia, obteve-se a projeção da Receita Bruta consolidada da companhia. Esta é composta pela soma das receitas com Varejo, Serviços Financeiro e Cartão de Crédito.

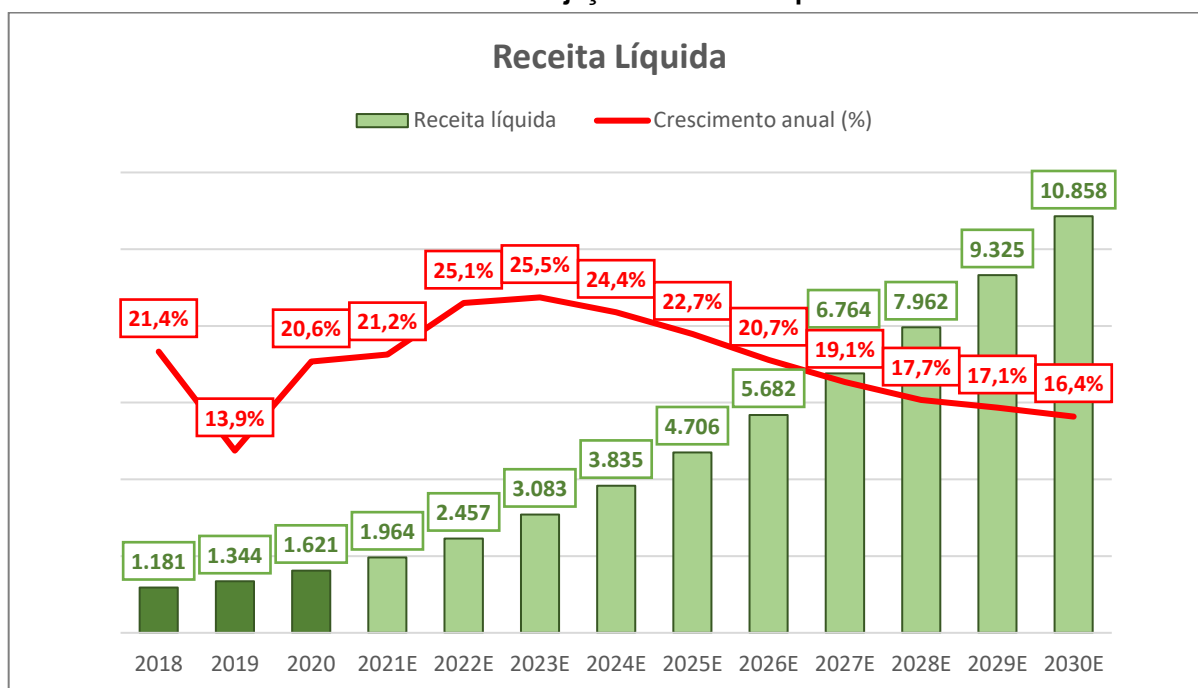
Gráfico 36 - Projeção de receita bruta por linha de negócio

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Em seguida, a partir das projeções de Receita Bruta, realizou-se a estimativa da evolução de Receita Líquida da companhia. A alíquota de imposto sobre receita foi aplicada da seguinte forma para cada uma das linhas de negócio:

- Receita de Varejo: aplicou-se uma alíquota de imposto de 24,5% sobre a receita, em linha com os patamares históricos;
- Receita de Serviços Financeiros: conforme descrito em seções anteriores, a companhia paga 4,65% de PIS/COFINS sobre as receitas advindas da concessão de crédito;
- Receita de Cartão de Crédito: aplicou-se uma alíquota de imposto de 11,7% sobre a receita, em linha com os patamares históricos.

Abaixo, apresenta-se a estimativa de Receita Líquida da Quero-Quero para cada um dos anos no horizonte de projeção:

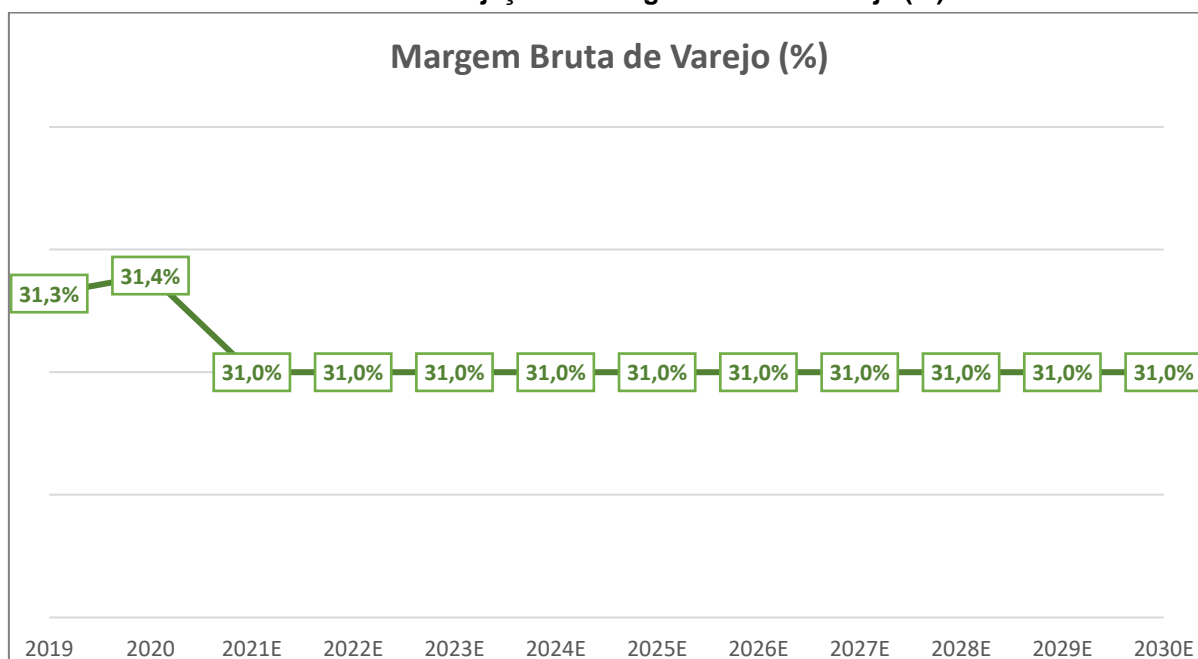
Gráfico 37 - Projeção de receita líquida

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

6.1.4 Projeções de margem bruta

Para a projeção de Margem Bruta, julgou-se pertinente dividi-la entre as três linhas de negócio da Quero-Quero: Varejo, Serviços Financeiros e Cartão de Crédito.

Espera-se que a Margem Bruta de Varejo se mantenha em níveis semelhantes aos de 2020. Esta linha pode ter variações sazonais, com margens menores em períodos mais promocionais; no entanto, entende-se que, na média, a margem não deve passar por mudanças relevantes. Portanto, projeta-se uma Margem Bruta de Varejo constante em 31%, em linha com os anos de 2019 e 2020. Em conversas com a companhia, esta premissa foi vista como razoável e adequada com a visão que possuem acerca das margens futuras.

Gráfico 38 - Projeção de margem bruta de varejo (%)

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Já em relação a Margem Bruta de Serviços Financeiros, está é uma média ponderada entre a margem da carteira de crédito concedida via FIDC e via Parcerias. Assim sendo, é importante fazer algumas considerações acerca da diferença no reconhecimento de receitas entre estes dois modelos de concessão de crédito.

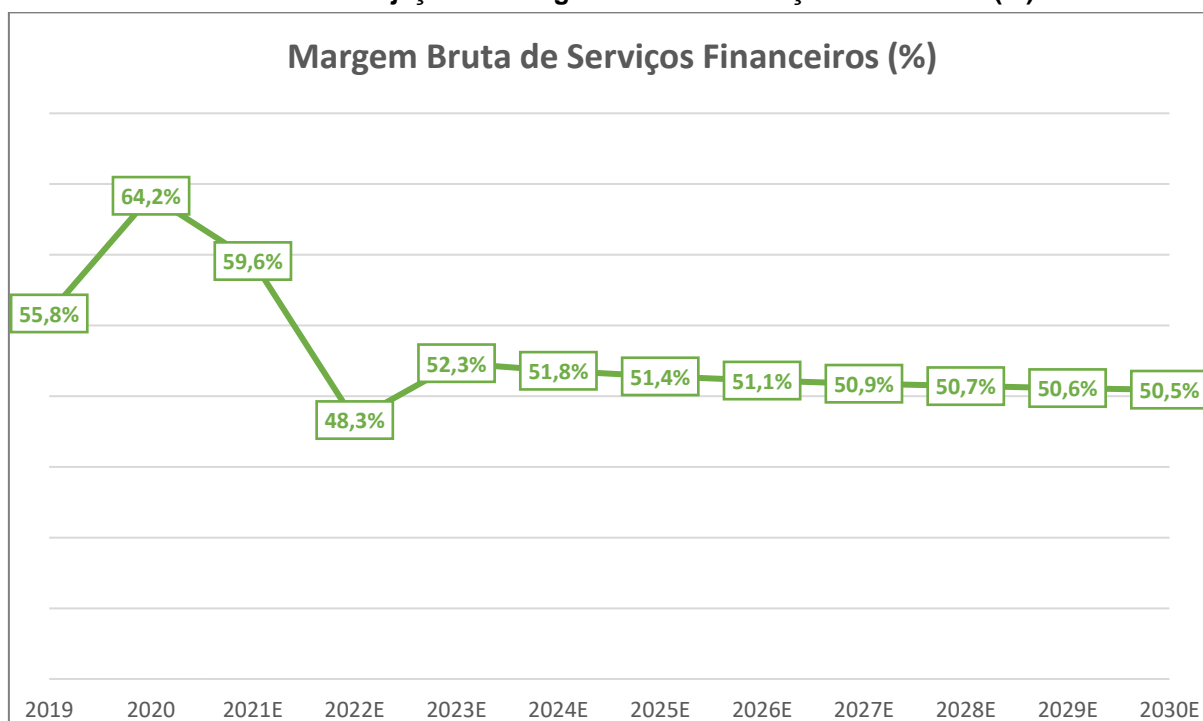
Na concessão via FIDC, cujos dados financeiros são consolidados no balanço da Quero-Quero, a companhia reconhece tanto as receitas quanto os custos em sua DRE – isto é, a receita da concessão de crédito vai FIDC entra na conta de Receita Bruta da Quero-Quero, enquanto os custos (operacionais, de financiamento e de PDD) entram na linha de Custos de Serviços Prestados da empresa. Já no modelo via Parcerias, a empresa reconhece apenas o resultado operacional nas suas demonstrações – ou seja, a receita reconhecida já é líquida de todos os custos relacionados. É, portanto, uma receita reconhecida com Margem Bruta de 100%, dado que, nas demonstrações da Quero-Quero, não passam custos que reduzem esta receita.

A consequência deste modelo de reconhecimento contábil é que, à medida que a receita originada via FIDC torna-se mais relevante em relação a receita com crédito, a Margem Bruta de Serviços Financeiros apresenta uma queda. Isto porque esta margem é uma média ponderada da Margem Bruta do FIDC (que historicamente fica entre 50 e 55%) e a Margem Bruta das Parcerias, que por questões contábeis, é de

100%. É importante reforçar que este é apenas um efeito contábil, e não é reflexo de uma piora na rentabilidade da empresa – como explicitado em seções anteriores, o modelo de crédito via FIDC é inclusive mais rentável do que o modelo de Parcerias.

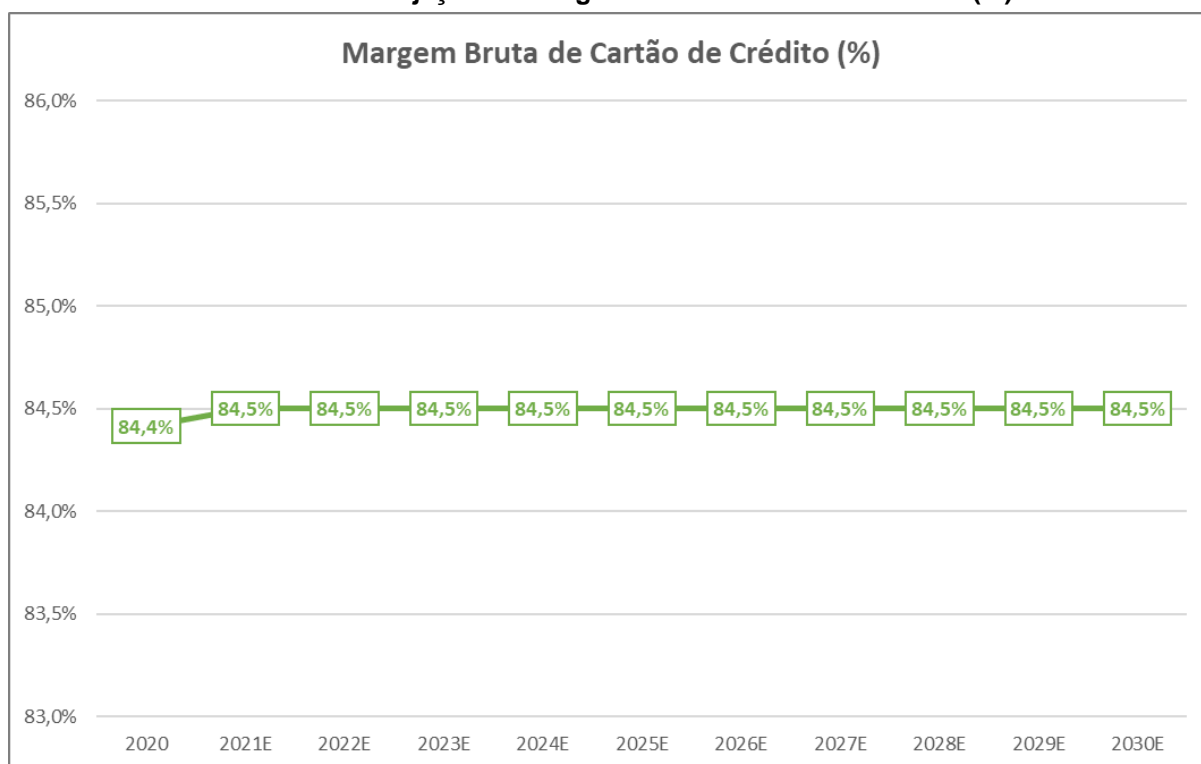
Abaixo, apresenta-se a projeção da Margem Bruta de Serviços Financeiros, que possui tendência de queda à medida que a receita de crédito via FIDC ganha relevância. A margem deve ter uma queda mais acentuada em 2022, devido à projeção de uma alta da taxa Selic neste ano, o que tem como consequência um incremento nos custos de financiamento da empresa e reduz sua margem.

Gráfico 39 - Projeção de margem bruta de serviços financeiros (%)



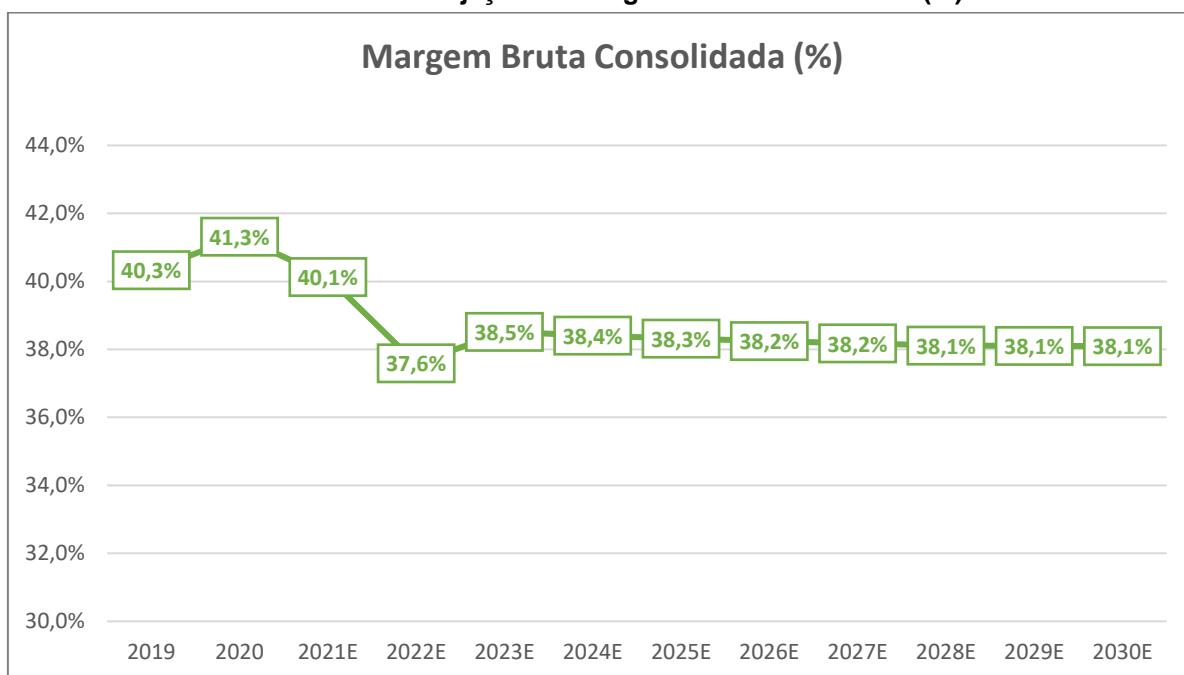
Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Em relação a Margem Bruta de Cartão de Crédito, por sua vez, este é um modelo de negócios que apresenta margens elevadas, tendo sido de 84,4% em 2020. Espera-se que o nível de margem se mantenha próximo ao de 2020, e portanto, projeta-se uma margem constante em 84,5% para os anos no horizonte de projeção.

Gráfico 40 - Projeção de margem bruta de cartão de crédito (%)

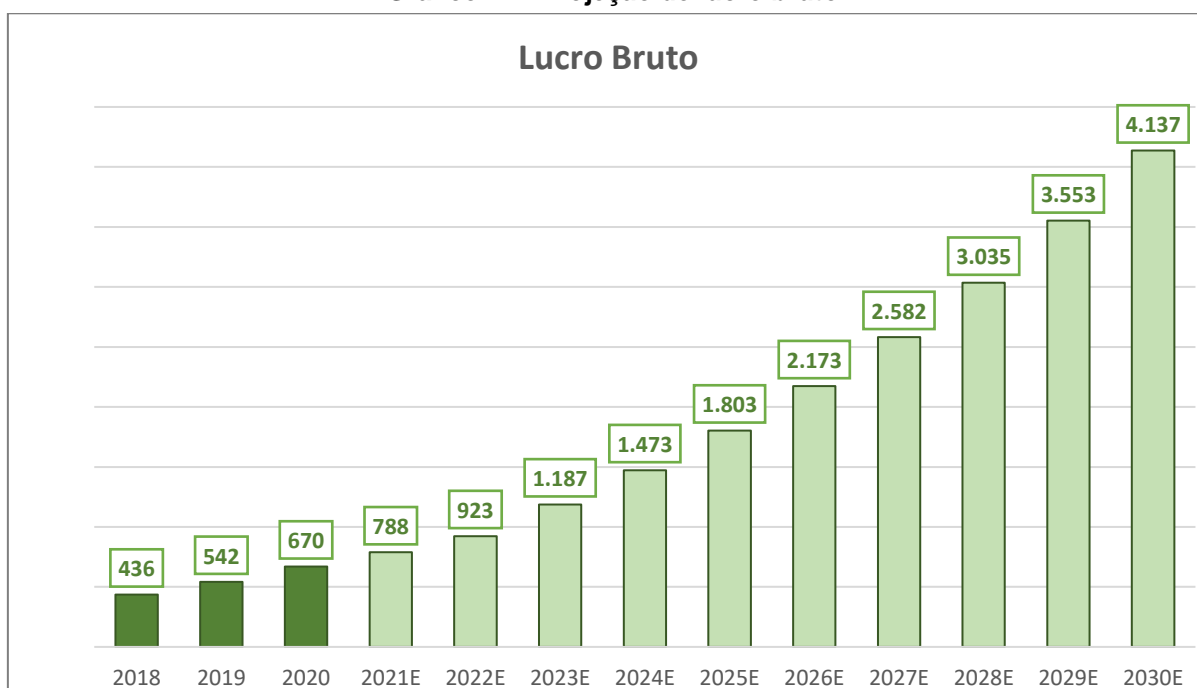
Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Finalmente, tendo calculado a Margem Bruta para cada uma das linhas negócio, é possível obter a Margem Bruta consolidada da companhia. A margem em 2022 deve ser impactada pela alta na taxa Selic, que como citado acima, gera efeitos negativos na Margem Bruta de Serviços Financeiros. De 2023 em diante, espera-se que a Margem Bruta Consolidada não se altere significativamente. Entende-se que o principal fator de impacto será o ganho de relevância do crédito via FIDC em relação a receita total da empresa, que tem como consequência contábil uma leve compressão de Margem Bruta.

Gráfico 41 - Projeção de margem bruta consolidada (%)

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

A partir das projeções de Receita Líquida e de Margem Bruta, obteve-se a projeção de Lucro Bruto da companhia. Como explicitado no gráfico abaixo, espera-se que o lucro bruto da companhia ultrapasse R\$4,1 bilhões de reais ao final do horizonte de projeção.

Gráfico 42 - Projeção de lucro bruto

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

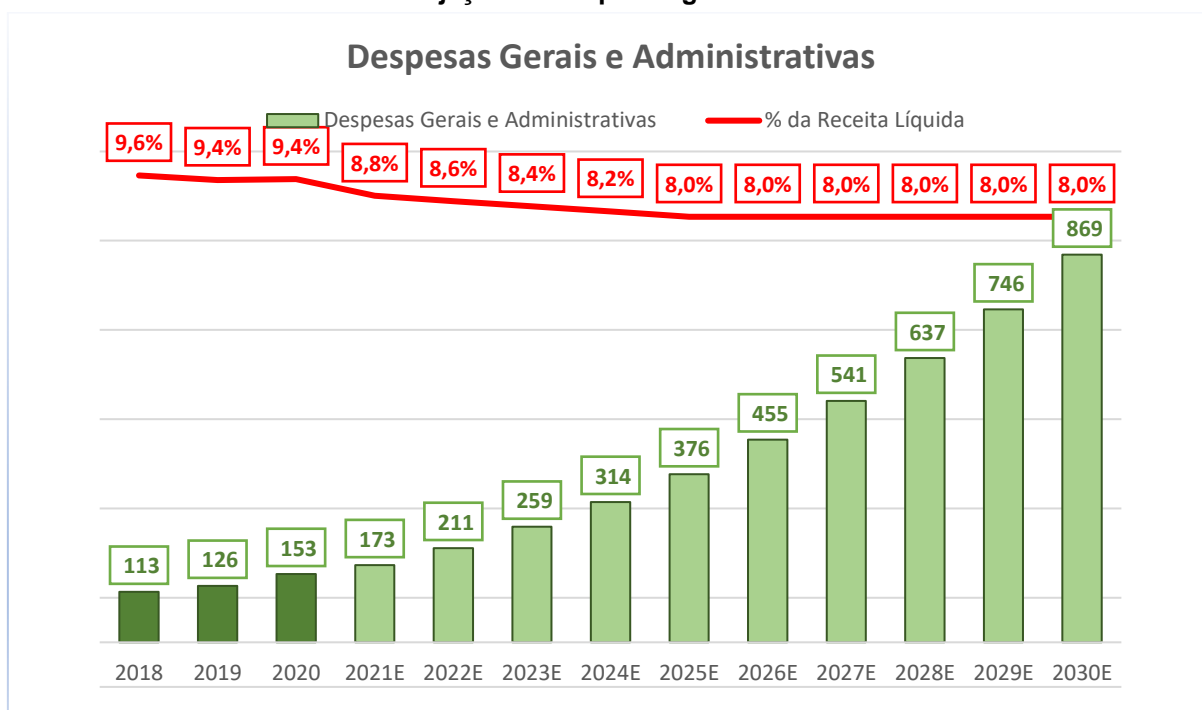
6.1.5 Projeções de despesas

A fim de realizar a projeção das despesas operacionais da Quero-Quero, dividiu-se as despesas em três categorias principais: Despesas Gerais e Administrativas, Despesas Comerciais e Outras Despesas Operacionais. Esta é a quebra utilizada pela empresa em suas demonstrações financeiras, o que permite que se analise o histórico e evolução de despesas, seguindo esta categorização, a fim de realizar projeções embasadas para os anos do horizonte de projeção.

A linha de Despesas Gerais e Administrativa é composta, principalmente, pela remuneração de todos os funcionários ligados a gestão da Quero-Quero – isto é, funcionários que não estão envolvidos diretamente com a venda nas lojas, e são responsáveis pelas áreas de estratégia, abertura e prospecção de lojas, marketing, relação com investidores, etc. No total, a empresa possui, hoje, 1043 funcionários trabalhando em sua matriz. Além disso, as Despesas Gerais e Administrativas incluem gastos ligados a operação dos seus Depósitos e Centros de Distribuição.

Espera-se que esta linha de despesas não acompanhe o crescimento de Receita Líquida. A empresa entende que não será necessário aumentar de forma relevante seu time de gestão, que já está formato, com a exceção da contratação de gerentes de expansão para algumas das novas regiões de atuação. Projeta-se, portanto, que as Despesas Gerais e Administrativas se tornarão menos relevantes como percentual da Receita Líquida, decrescendo linearmente até estabilizar em 8,0% da receita.

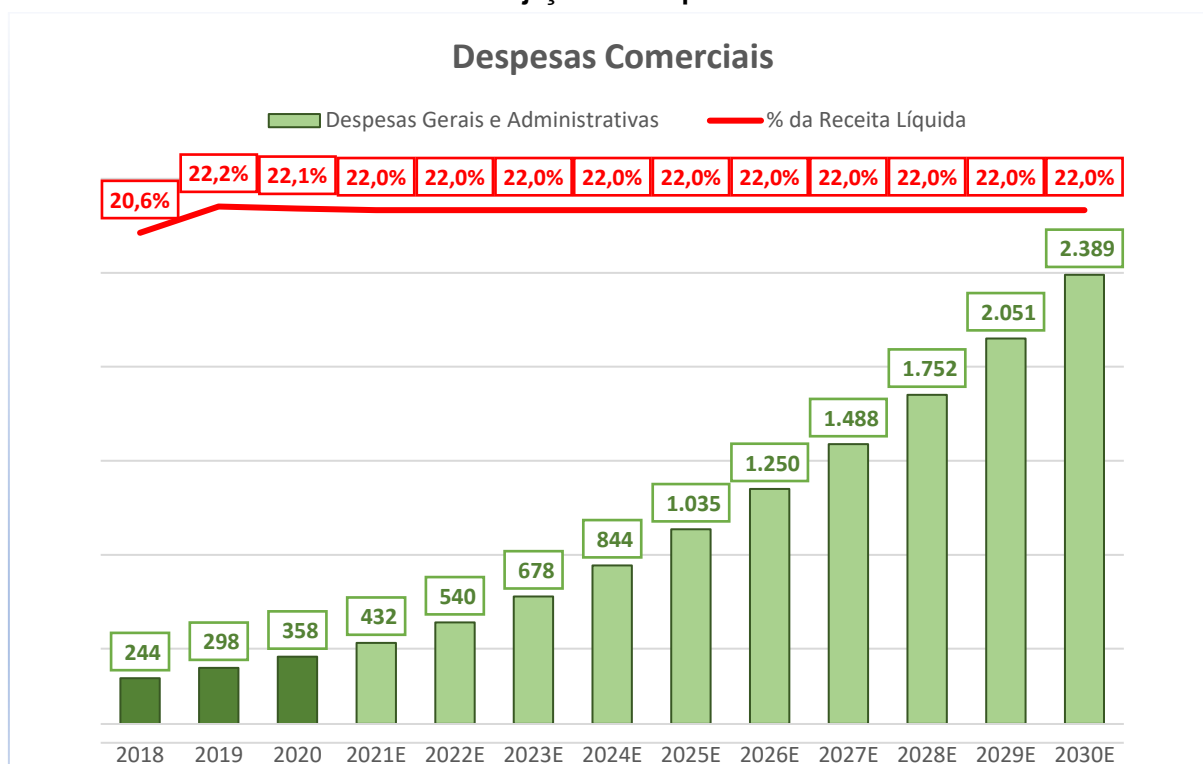
Gráfico 43 - Projeção de despesas gerais e administrativas



Fonte: elaboração e estimativas do autor.

As Despesas Comerciais são compostas, de maneira geral, pelos gastos ligados a venda de produtos e serviços nas lojas da empresa. Aqui são incluídos os salários dos gerentes e demais funcionários das lojas, aluguel dos pontos de venda, além de diversas outras despesas fixas e variáveis que envolvem a operação dos estabelecimentos. Observado a dinâmica histórica desta linha, nota-se que a uma correlação grande com a Receita Líquida – em 2019 e 2020, Despesas Comerciais permaneceram praticamente constantes em torno de 22% da receita. Projeta-se que este patamar se mantenha estável ao longo dos anos no horizonte de projeção, com o aumento das despesas acompanhando o crescimento da companhia.

Gráfico 44 - Projeção de despesas comerciais



Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Por fim, em relação à linha de Outras Despesas, esta é composta por uma série de gastos menores. A companhia não fornece muita abertura acerca das despesas que entram nesta conta; no entanto, sabe-se que inclui os gastos com pagamento de bônus extraordinários para os funcionários da companhia, pagos à medida que atingem metas definidas previamente (como a estruturação do FIDC VerdeCard em 2018). A Quero-Quero afirma que as Outras Despesas devem acompanhar o crescimento de receita da companhia, e, portanto, projeta-se que permanecerão estáveis em 1,0% da Receita Líquida. De fato, em 2019 e 2020, esta linha permaneceu praticamente constante em relação a receita.

Gráfico 45 - Projeção de outras despesas operacionais

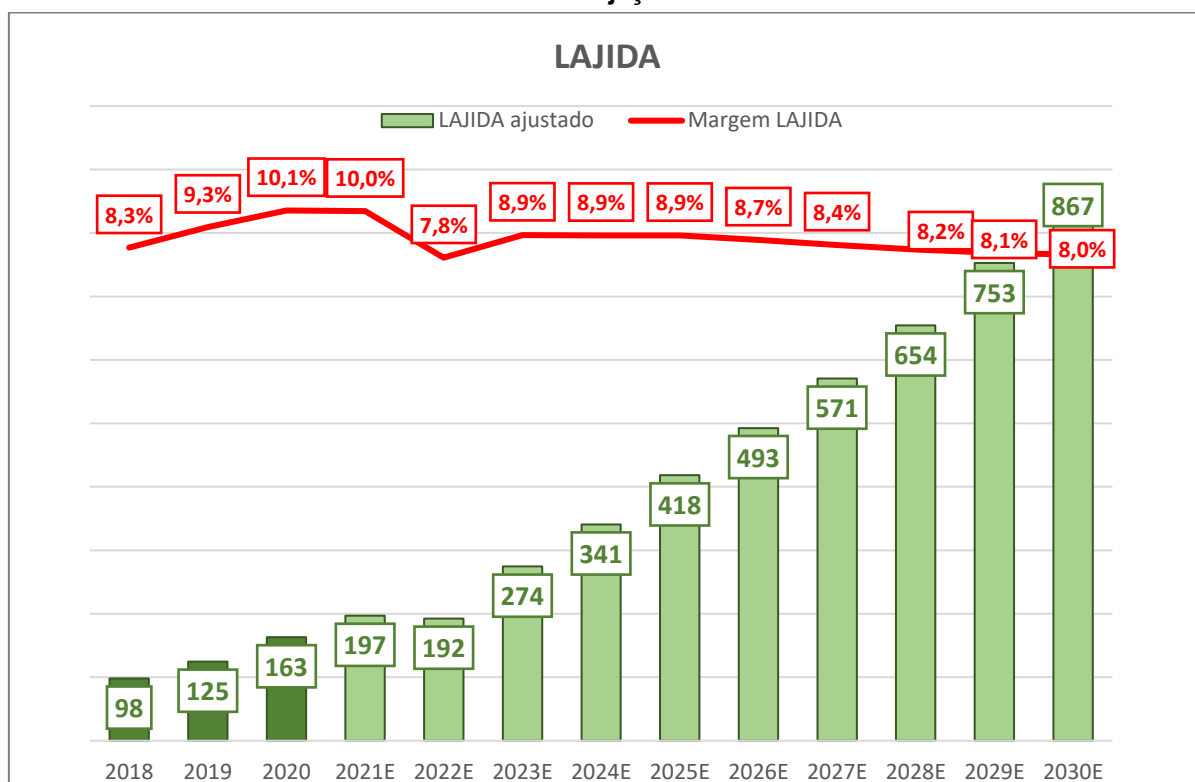


Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Após realizar as projeções de Lucro Bruto e das despesas da companhia, foi possível estimar seu crescimento de LAJIDA (*EBITDA*, no termo em inglês). Como descrito na seção de Fundamentação Teórica, o LAJIDA constitui o Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização, e é uma métrica fundamental para a avaliação do potencial de geração de caixa da companhia.

Abaixo, apresenta-se a projeção de LAJIDA da companhia. A margem LAJIDA – composta pela divisão entre o LAJIDA e a Receita Líquida da empresa - deve sofrer uma compressão ao longo dos próximos anos por conta da queda esperada de margem bruta, cuja dinâmica foi descrita anteriormente. Esta queda, entretanto, é compensada, em partes, pela redução das Despesas Gerais e Administrativas como percentual da Receita Líquida, decorrente da alavancagem operacional que deve ser gerada com o crescimento da companhia.

Gráfico 46 - Projeção de LAJIDA



Fonte: elaboração e estimativas do autor.

6.1.6 Projeções de capex, depreciação e amortização

Os investimentos em capital (ou capex, do inglês *capital expenditures*) da companhia são destinados, principalmente, para i) abertura de novas lojas, ii) reforma e transformação de lojas para níveis superiores na escala “Mais Construção” e iii) investimentos em Logística e Tecnologia.

Apresenta-se, abaixo, uma estimativa dos investimentos necessários, na média, para abertura de uma loja nova da empresa e para realizar transformações entre cada um dos níveis de loja. A linha de “Custo transformação tradicional-I”, por exemplo, traz a estimativa de investimento necessária para transformar uma loja do formato “Tradicional” em uma loja nível “Mais Construção III”.

Gráfico 47 - Estimativa de investimentos por tipo

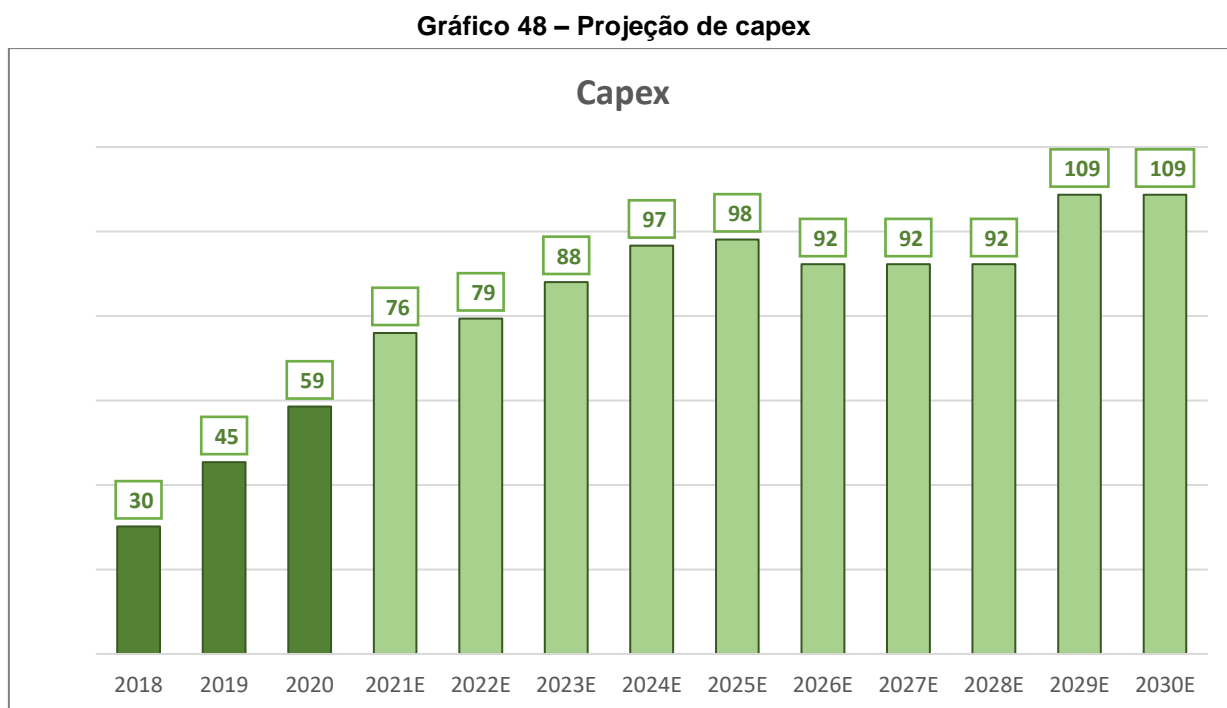
	Investimento necessário (R\$ mil)
Abertura de loja nova	350
Custo transformação tradicional-I	200
Custo transformação nível I-II	300
Custo transformação nível II-III	400

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Para fins de projeção dos investimentos anuais, multiplicou-se os investimentos necessários pela estimativa de abertura de lojas e de transformações de lojas Mais Construção para cada um dos anos do horizonte de projeção. É importante destacar, ainda, que a estimativa de investimentos necessários foi ajustada pelas projeções anuais de inflação: espera-se que o investimento necessário para abertura de uma loja nova em 2030, por exemplo, seja de R\$447 mil reais, dada expectativa de inflação no período.

Já em relação aos investimentos em Logística e Tecnologia, espera-se que estes acompanhem o crescimento da Receita Líquida da companhia. À medida que a empresa expande, serão necessários maiores investimentos em Centros de Distribuição e equipamentos de Logística, além de investimentos em softwares de gestão e tomada de decisão. Espera-se que esta categoria de investimentos se mantenha em cerca de 1,5% da Receita Líquida, em patamares semelhantes aos dos anos de 2019 e 2020.

Somando as três categorias de investimentos necessários, obteve-se a projeção de evolução do Capex total da companhia, evidenciado no gráfico abaixo.

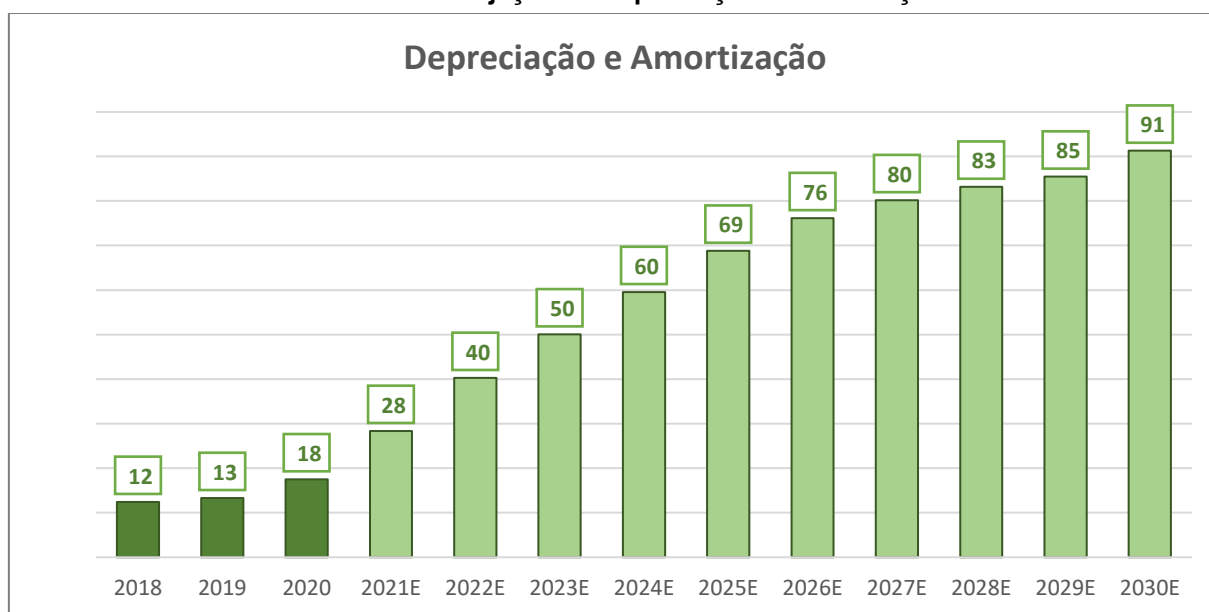


Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Em relação à Depreciação e Amortização, a projeção foi realizada com base na evolução do Ativo Imobilizado da companhia. Através de uma análise do histórico

desta métrica, notou-se que a Depreciação e Amortização costuma ser de aproximadamente 25% do imobilizado total da empresa. Adotou-se como premissa, portanto, que esta dinâmica será mantida nos anos seguintes. Como evidenciado no gráfico abaixo, a depreciação na companhia deve crescer ao longo dos anos, à medida que o imobilizado aumenta com os investimentos que serão realizados na expansão.

Gráfico 49 – Projeção de depreciação e amortização



Fonte: elaboração e estimativas do autor.

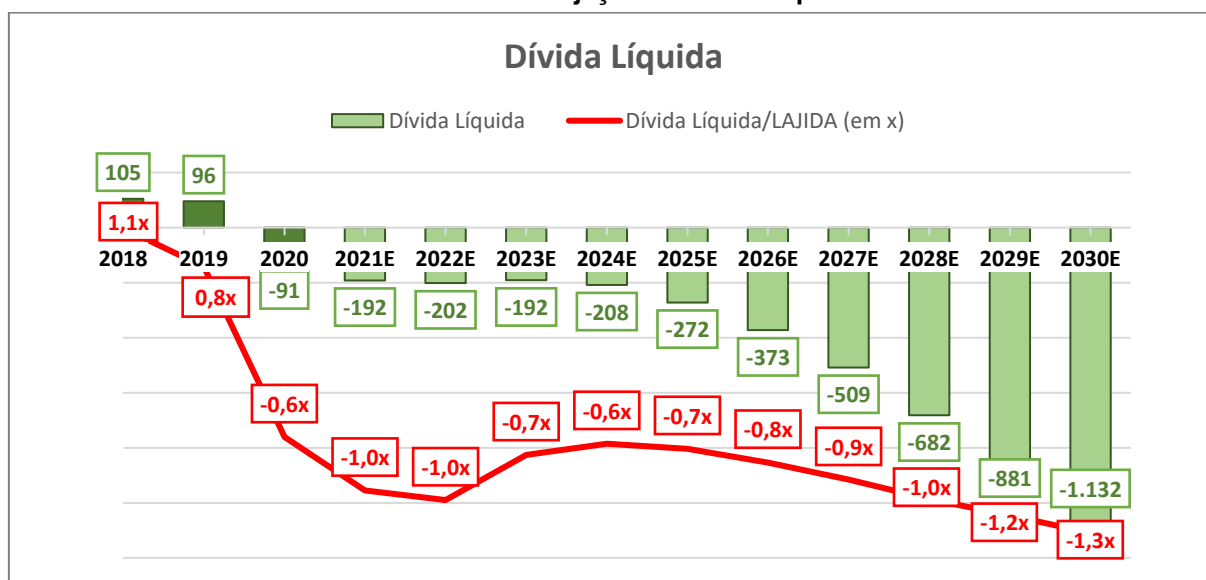
6.1.7 Projeções de dívida líquida e resultado financeiro

Ao final de 2020, a Quero-Quero estava em situação de “caixa líquido”, estando altamente capitalizada após a realização de seu IPO. O indicador Dívida Líquida/LAJIDA, que indica a capacidade da empresa de pagar sua dívida a partir de sua geração de caixa operacional, estava em -0,6x, refletindo sua posição de caixa robusta.

O gráfico abaixo expõe as projeções quanto a variação da dívida líquida da empresa. Considerou-se que, anualmente, a companhia pagará apenas o dividendo mínimo obrigatório, referente a 25% do Lucro Líquido do ano anterior. É esperado que a alavancagem da companhia aumente com os investimentos necessários na execução do seu plano de expansão. No entanto, dado que o modelo de loja da companhia é gerador de caixa, espera-se que a empresa se mantenha “caixa líquido”

durante todo este período, sem a necessidade de aumentar o endividamento de forma relevante. Além disso, como evidenciado pelo gráfico, a alavancagem deve diminuir gradualmente nos últimos anos do horizonte de projeção, à medida que a companhia atinge sua maturidade.

Gráfico 50 – Projeção de dívida líquida



Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Em relação ao Resultado Financeiro, esta linha é composta por i) rendimento do caixa, ii) pagamento de juros da dívida, iii) receita financeira de ajuste a valor presente do estoque e iv) despesa financeira de ajuste a valor presente de contas a pagar. O último elemento é a linha mais expressiva na composição do resultado, fazendo com que este, mesmo que a companhia tenha uma posição de caixa líquido, seu resultado financeiro seja negativo.

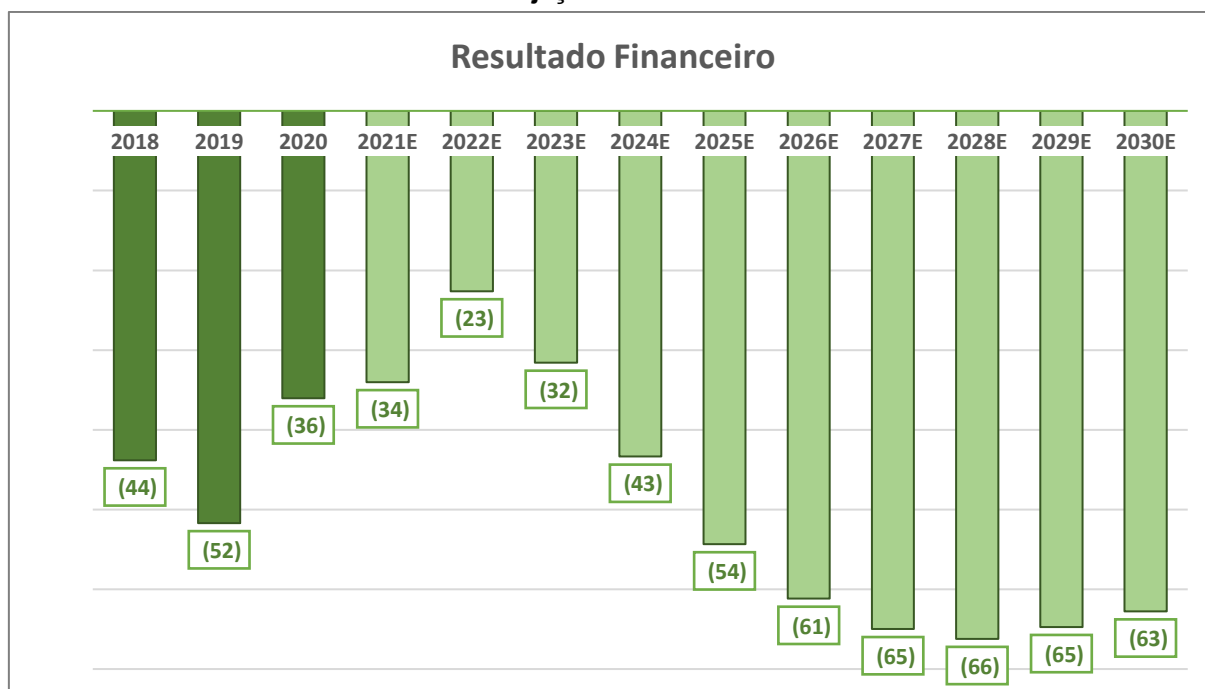
Para a projeção desta linha, foram adotadas as seguintes premissas, tendo como base a análise do histórico das seguintes métricas:

- Rendimento do caixa: premissa de rendimento de 90% da taxa Selic em relação ao caixa total;
- Despesas de juros: despesas de 150% da taxa Selic em relação à dívida bruta total;
- Ajuste a valor presente do estoque: receita financeira de 4% em relação ao estoque total do ano;

- Ajuste a valor presente de contas a pagar: receita financeira de 4% em relação ao total de contas a pagar.

Com base nas premissas acima expostas, foi obtida a projeção de Resultado Financeiro da companhia, exposta no gráfico abaixo.

Gráfico 51 – Projeção de resultado financeiro



Fonte: elaboração e estimativas do autor.

6.1.8 Projeções de capital de giro

A estimativa de Capital de Giro é fundamental para a projeção dos fluxos de caixa de uma empresa. No caso da Quero-Quero, a empresa precisa investir capital em Contas a Receber, Estoques e Impostos a Recuperar. Por outro lado, incrementos em Contas a Pagar, Obrigações Trabalhistas e Obrigações Tributárias implicam em menor necessidade de capital investido.

Para as contas do ativo, a projeção foi realizada com base no conceito de “Dias de Receita”, obtido através da seguinte fórmula:

$$\text{Dias de Receita} = 365 \times \frac{\text{Valor da conta}}{\text{Receita Líquida}}$$

Em relação às contas do passivo, foi utilizado o conceito de “Dias de Custos dos Produtos Vendidos (CPV)”, de acordo com a fórmula abaixo:

$$\text{Dias de CPV} = 365 \times \frac{\text{Valor da conta}}{\text{CPV}}$$

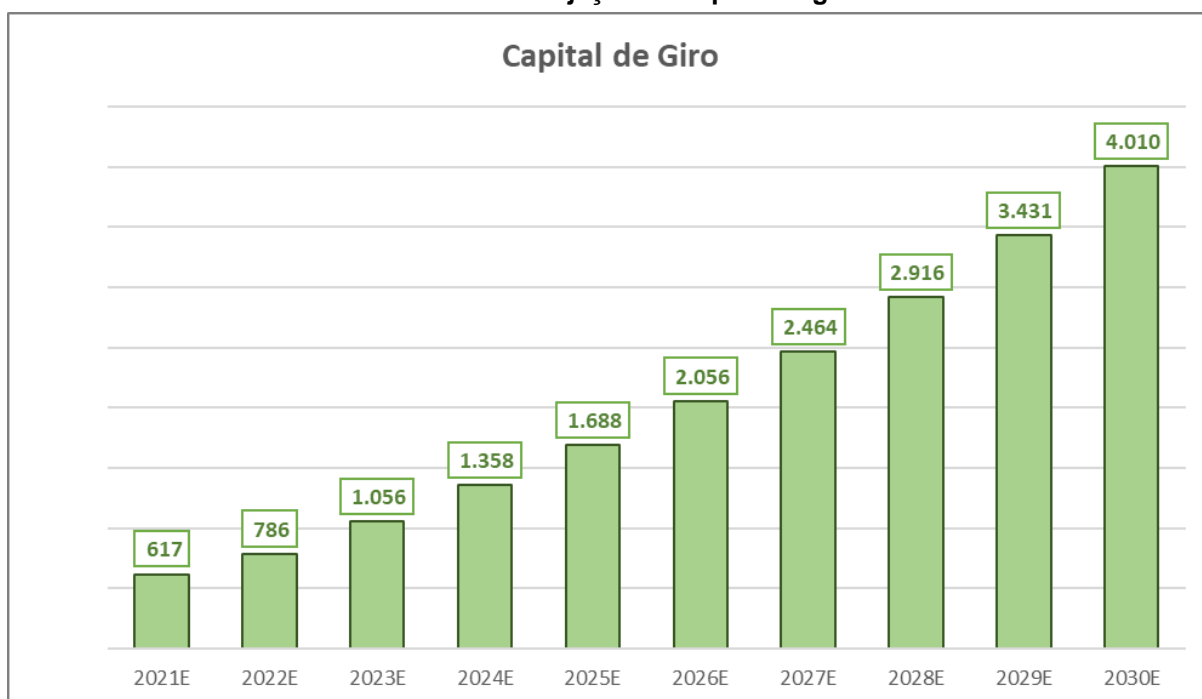
A determinação dos Dias de Receita e Dias de CPV para cada uma das contas foi realizada com base no histórico de cada métrica, e os valores estão apresentadas na tabela abaixo. Segundo o Diretor de Relações com Investidores da Companhia, não deve haver mudanças significativas nestas métricas em relação ao seu histórico.

Gráfico 52 – Premissas para projeção de capital de giro

Ativo	Dias de Receita	Passivo	Dias de CPV
Contas a receber	173	Contas a pagar	189
Estoque	85	Obrigações trabalhistas	25
Impostos a recuperar	14	Obrigações tributárias	7

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Com base nas estimativas acima expostas e nas projeções de Receita Líquida e de CPV, obteve-se a projeção de evolução do Capital de Giro da companhia, apresentada no gráfico abaixo. Como era de se esperar, o investimento necessário em capital de giro deve crescer à medida que a companhia executa seu plano de expansão.

Gráfico 53 – Projeção de capital de giro

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

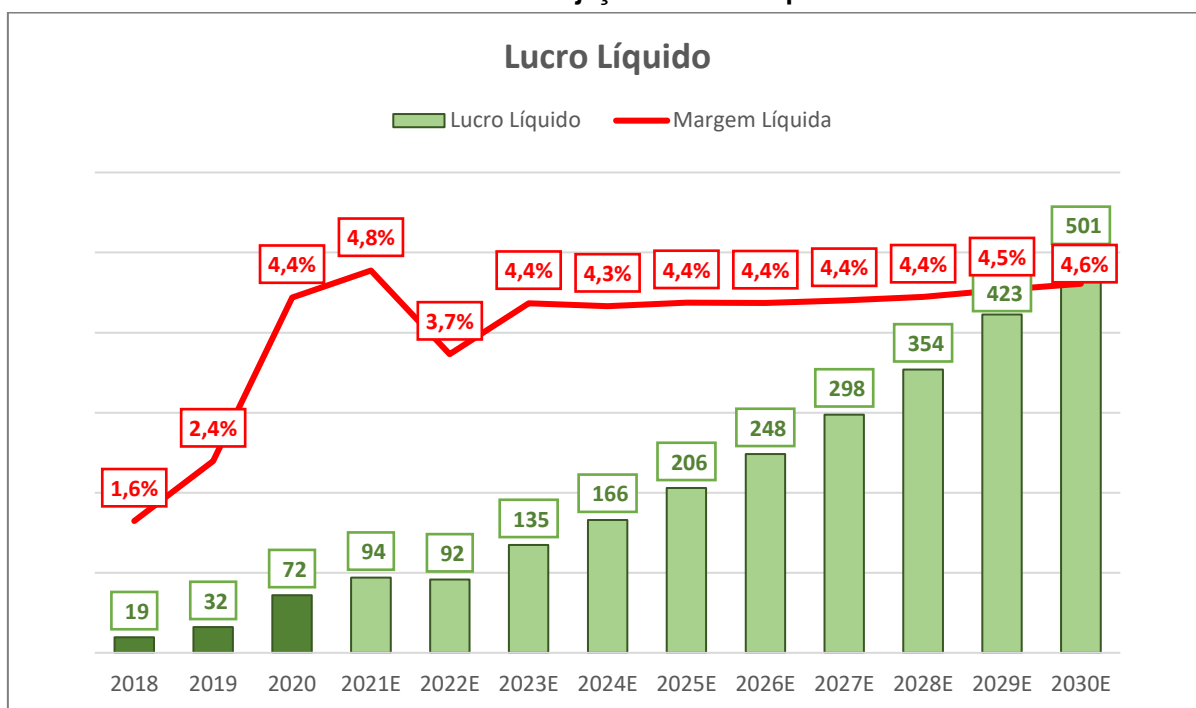
6.1.9 Projeções de lucro líquido e DRE projetada

Finalmente, tendo realizado a projeção das principais linhas da Demonstração de Resultado do Exercício, foi possível obter o Lucro Líquido esperado para cada um dos anos no horizonte de projeção.

Em relação ao Imposto de Renda, este foi calculado com base em uma alíquota de 34%, sendo considerado ainda os benefícios tributários da distribuição de lucros como Juros Sobre Capital Próprio – assim sendo, a alíquota de imposto efetivamente paga foi inferior a alíquota teórica imposta por legislação.

No gráfico abaixo, é exposta a projeção de evolução do Lucro Líquido e da Margem Líquida da companhia. A margem deve passar uma compressão em 2022, reflexo da queda esperada para margem bruta, passando a se manter em patamares relativamente constantes a partir de 2023.

Gráfico 54 - Projeção de lucro líquido



Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Por fim, apresenta-se a DRE projetada da companhia, resumindo as principais projeções realizadas.

Tabela 16 - DRE Projetada

DRE projetada	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Receita Líquida	1.964	2.457	3.083	3.835	4.706	5.682	6.764	7.962	9.325	10.858
(-) CPV	(1.176)	(1.533)	(1.896)	(2.362)	(2.902)	(3.509)	(4.182)	(4.928)	(5.772)	(6.722)
Lucro Bruto	788	923	1.187	1.473	1.803	2.173	2.582	3.035	3.553	4.137
<i>Margem Bruta (%)</i>	<i>40,1%</i>	<i>37,6%</i>	<i>38,5%</i>	<i>38,4%</i>	<i>38,3%</i>	<i>38,2%</i>	<i>38,2%</i>	<i>38,1%</i>	<i>38,1%</i>	<i>38,1%</i>
<i>Crescimento anual (%)</i>	<i>17,7%</i>	<i>17,2%</i>	<i>28,6%</i>	<i>24,0%</i>	<i>22,4%</i>	<i>20,5%</i>	<i>18,8%</i>	<i>17,5%</i>	<i>17,1%</i>	<i>16,4%</i>
Despesas Operacionais	(625)	(776)	(968)	(1.196)	(1.459)	(1.761)	(2.097)	(2.468)	(2.891)	(3.366)
- as % da RL	-31,8%	-31,6%	-31,4%	-31,2%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%	-31,0%
Despesas com vendas	(432)	(540)	(678)	(844)	(1.035)	(1.250)	(1.488)	(1.752)	(2.051)	(2.389)
- as % da RL	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%
G&A	(173)	(211)	(259)	(314)	(376)	(455)	(541)	(637)	(746)	(869)
- as % da RL	-8,8%	-8,6%	-8,4%	-8,2%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%
Outras despesas operacionais	(20)	(25)	(31)	(38)	(47)	(57)	(68)	(80)	(93)	(109)
- as % da RL	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
EBIT	164	147	219	276	344	412	485	566	662	770
<i>Margem EBIT (%)</i>	<i>8,3%</i>	<i>6,0%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,1%</i>
EBITDA ajustado	197	192	274	341	418	493	571	654	753	867
<i>Margem EBITDA (%)</i>	<i>10,0%</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,0%</i>
<i>Crescimento anual (%)</i>	<i>20,7%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>42,6%</i>	<i>24,2%</i>	<i>22,7%</i>	<i>17,8%</i>	<i>15,8%</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,2%</i>
Resultado Financeiro	(34)	(23)	(32)	(43)	(54)	(61)	(65)	(66)	(65)	(63)
LAIR	130	125	188	233	290	350	421	500	598	708
Juros sobre capital próprio	(24)	(28)	(31)	(36)	(42)	(50)	(59)	(70)	(83)	(99)
LAIR pós JCP	105	97	157	197	248	300	361	430	514	609
Imposto de Renda	(36)	(33)	(53)	(67)	(84)	(102)	(123)	(146)	(175)	(207)
<i>Alíquota teórica</i>	<i>-34%</i>	<i>-34%</i>	<i>-34%</i>	<i>-34%</i>	<i>-34%</i>	<i>-34%</i>	<i>-34%</i>	<i>-34%</i>	<i>-34%</i>	<i>-34%</i>
<i>Alíquota efetiva (%)</i>	<i>-28%</i>	<i>-26%</i>	<i>-28%</i>	<i>-29%</i>	<i>-29%</i>	<i>-29%</i>	<i>-29%</i>	<i>-29%</i>	<i>-29%</i>	<i>-29%</i>
Lucro Líquido	94	92	135	166	206	248	298	354	423	501
<i>Margem Líquida (%)</i>	<i>4,8%</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,6%</i>
<i>Crescimento anual (%)</i>	<i>30,3%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>46,8%</i>	<i>23,4%</i>	<i>23,9%</i>	<i>20,6%</i>	<i>19,9%</i>	<i>18,9%</i>	<i>19,4%</i>	<i>18,5%</i>

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

6.2 DETERMINAÇÃO DE VALOR JUSTO

Tendo concluído a projeção das principais métricas operacionais e financeiras da companhia para os anos do horizonte de projeção, é possível realizar sua avaliação econômica e financeira, de forma a determinar seu valor justo – objetivo final do presente trabalho. Avaliação será centrada no método de Fluxo de Caixa Descontado, descrito em detalhes na seção de revisão bibliográfica.

6.2.1 Cálculo da taxa de desconto

Conforme citado na seção de referências bibliográficas, optou-se pelo método do DCFE (*Discounted Cash Flow to Equity*) para realização do *Valuation* da companhia. Assim sendo, a taxa de desconto a ser utilizada é o Custo de Capital Próprio (K_e), calculada através do método do CAPM.

Em relação a taxa livre de risco, utilizou-se o retorno da *10-year-treasury*: título de dívida emitido pelo governo dos Estados Unidos da América, com prazo de vencimento de dez anos. Segundo dados da Bloomberg, o retorno apresentado por este título no dia 31 de agosto de 2021 era de 1,28%.

Dado que a Quero-Quero possui suas operações no Brasil – um país emergente – faz-se necessário somar, à taxa livre de risco, o prêmio de risco país. Este prêmio foi calculado a partir do CDS (*Credit Default Swap*) de dez anos do Brasil, que ainda segundo a Bloomberg, estava em 2,55% no dia 31 de agosto de 2021,

Em relação ao prêmio de risco de mercado, considerou-se as estimativas realizadas pela Duff & Phelps, uma consultoria especializada e de alto renome. Segundo estudos desta consultoria, ao final de 2020, o prêmio de risco de mercado era de 5,5%.

Para cálculo do beta da empresa, foi utilizado um estudo do professor Aswath Damodaran, que estimou betas para mais de 100 setores da economia, com base em empresas negociadas na bolsa em diversos países. Segundo Damodaran, empresas do varejo de material de construção em países emergentes possuem um beta desalavancado de 1,09. A partir deste valor, realizou-se o cálculo do beta alavancado, que leva em consideração a estrutura de capital da companhia, seguindo a fórmula abaixo:

$$\beta_{\text{alavancado}} = \beta_{\text{desalavancado}} * [1 + (1 - T) * \left(\frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{Valor de Mercado}}\right)]$$

Fonte: Damodaran (2012).

Em que T = Alíquota de Imposto de Renda.

Em 30 de junho de 2020 (último dado divulgado), a Quero-Quero possuía uma Dívida Líquida de apenas R\$44 milhões, estando altamente capitalizada após o IPO, com um valor de mercado de R\$4,3 bilhões de reais. Considerando ainda uma Alíquota de Imposto de Renda de 34%, e com base na fórmula acima exposta, obteve-se que o beta alavancado da companhia é de 1,10.

Com os dados em questão, foi possível obter o K_e em US\$ da companhia, conforme demonstrado abaixo

Tabela 17 - Cálculo de K_e

Cálculo de K_e	
Taxa livre de risco EUA	1,28%
Prêmio de risco país	2,55%
Prêmio de risco de mercado	5,50%
Beta alavancado (Quero-Quero)	1,10
K_e (US\$)	10,14%

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

É necessário, ainda converter a taxa de desconto em US\$ para a taxa em R\$. Dado que os fluxos de caixa a serem descontados estão em moeda brasileira, é necessário que a taxa de desconto também esteja. Abaixo, apresenta-se o cálculo de obtenção do K_e em reais, tendo como base o diferencial de inflação de longo prazo entre Brasil (IBGE) e Estados Unidos (Bloomberg).

Tabela 18 - Cálculo de K_e em R\$

Cálculo de K_e em R\$	
K_e (US\$)	10,14%
Inflação de longo prazo Brasil	3,00%
Inflação de longo prazo EUA	2,10%
Diferencial de inflação	0,88%
K_e (R\$)	11,11%

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Obteve-se, finalmente, um Custo de Capital Próprio em R\$ de 11,11%. Este valor será utilizado, a seguir, para obtenção do valor justo da companhia através do método do Fluxo de Caixa Descontado.

6.2.2 Fluxo de caixa descontado para o acionista

Seguindo o conceito apresentado na seção de revisão bibliográfica, para implementação efetiva do método do Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista, é preciso projetar os fluxos de caixa residuais atribuídos aos acionistas (FCFE, do inglês *Free Cash Flow to Equity*). Esta projeção foi realizada partindo-se do Lucro Líquido esperado, acrescido da Depreciação e Amortização (uma vez que estas despesas não possuem efeito caixa). Foram considerados, em seguida, as projeções de investimentos em capital (*Capex*) e de variação no capital de giro e na dívida líquida da companhia.

Em relação ao crescimento na perpetuidade, este foi estimado com base no crescimento esperado para o PIB (Produto Interno Bruto) do Brasil no longo prazo. Isso porque, à medida que a Quero-Quero atinge sua maturidade, espera-se que seu crescimento esteja em linha com o da economia, e, portanto, com o PIB do país. Abaixo, apresenta-se o cálculo do crescimento nominal da empresa na perpetuidade, com base nas projeções do IBGE quanto a inflação e crescimento de PIB no longo prazo.

Tabela 19 - Cálculo do crescimento nominal

Crescimento nominal na perpetuidade	
Crescimento real de PIB no longo prazo	2,50%
Inflação de longo prazo	3,00%
Crescimento nominal na perpetuidade	5,58%

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Finalmente, foram descontados os fluxos de caixa livre para o acionista, de forma a obter o valor justo da empresa. Foram considerados os fluxos de caixa a partir do ano de 2020, de forma que o resultado obtido se refere ao valor justo no final do ano de 2021. Além disso, considerou-se, para fins de cálculo do fator de desconto, que os fluxos de caixa foram gerados na metade de cada ano.

Tabela 20 – Fluxo de caixa descontado para o acionista

Free Cash Flow to Equity	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Lucro Líquido	92	135	166	206	248	298	354	423	501
(+) Depreciação e amortização	40	50	60	69	76	80	83	85	91
(-) Δ Capital de giro	(169)	(270)	(302)	(329)	(368)	(408)	(452)	(515)	(579)
(-) Capex	(79)	(88)	(97)	(98)	(92)	(92)	(92)	(109)	(109)
(+/-) Δ Variação da Dívida	166	205	246	285	318	353	391	443	499
FCFE	49	32	73	132	182	230	284	328	403
K_e	11,1%								
Período (anos)	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5
Fator de desconto	1,05	1,17	1,30	1,45	1,61	1,79	1,98	2,20	2,45
FCFE descontado	46	27	56	91	113	129	143	149	165
Valor terminal (crescimento = 5,6%)									3.154
Equity Value									4.074

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Como resultado, obteve-se que a Quero-Quero possui um *Equity Value* de R\$4.074 bilhões de reais. Dividindo este valor pelas 187,29 mil ações da empresa em circulação, conclui-se que o preço justo de cada ação da empresa é de R\$21,76. Ao comparar este resultado com o valor de mercado de ação – R\$16,25 no fechamento do dia 30 de setembro de 2021 – é possível verificar que a empresa um potencial de valorização (*upside*, no termo em inglês) de 33,9%.

Comparando o de potencial valorização da ação com o Custo de Capital Próprio de 11,1%, constata-se que, segundo a metodologia realizada, a compra de ações da Quero-Quero se mostra como uma alocação de capital atrativa sob a ótica de retorno esperado no investimento.

6.2.3 Análise de sensibilidade

O valor justo obtido para a companhia foi calculado com base nas premissas expostas ao longo deste trabalho, e representa a melhor estimativa com base nas informações disponibilizadas e no entendimento do autor acerca das perspectivas futuras da companhia. Entretanto, como descrito na seção de revisão bibliográfica, o cálculo de valor justo possui incertezas inerentes ao seu cálculo, principalmente no que tange às premissas adotadas. É importante, portanto, realizar análises de

sensibilidade de forma a entender como o resultado obtido se modifica em cenários alternativos.

Realizou-se, em primeiro momento, uma análise de sensibilidade com as duas premissas que mais impactam o valor justo da Quero-Quero: a taxa de desconto e seu crescimento na perpetuidade. Verifica-se que, de fato, alterações nestas duas variáveis geram diferenças expressivas no *upside* para as ações da Quero-Quero. No entanto, com exceção de apenas um cenário, os resultados indicam potencial de valorização para as ações da companhia.

Tabela 21 - Análise de sensibilidade: taxa de desconto e crescimento na perpetuidade

		Crescimento na perpetuidade				
Taxa de desconto		4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%
	10,1%	43,0%	54,7%	69,0%	86,9%	109,8%
	10,6%	29,1%	38,5%	49,8%	63,6%	80,9%
	11,1%	17,3%	25,0%	34,2%	45,1%	58,4%
	11,6%	7,3%	13,7%	21,2%	30,0%	40,6%
	12,1%	-1,3%	4,1%	10,2%	17,4%	26,0%

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

Em seguida, foram sensibilizadas as premissas de total de lojas e margem bruta de varejo em 2030. Estas variáveis embasam as projeções de receita e lucro bruto da empresa, e portanto, cabe analisar seu impacto no resultado. Verifica-se que, mesmo no caso em que a empresa possua 400 lojas a menos do que estimado originalmente, e com uma margem 4 pontos percentuais menor, ainda há um potencial de valorização significativo de 18,7% para as ações da empresa.

Tabela 22 – Análise de sensibilidade: total de lojas e margem bruta de varejo em 2030

		Total de lojas (2030)				
Margem bruta de varejo (2030)		860	1.060	1.260	1.560	1.760
	27%	18,7%	24,1%	27,8%	31,6%	33,3%
	29%	22,5%	27,5%	30,8%	34,3%	35,9%
	31%	26,3%	30,8%	33,9%	37,0%	38,5%
	33%	30,0%	34,1%	36,9%	39,7%	41,1%
	35%	33,8%	37,5%	39,9%	42,5%	43,7%

Fonte: elaboração e estimativas do autor.

6.2.4 Avaliação relativa

Como exposto na seção de revisão bibliográfica, a Avaliação Relativa (ou Avaliação por Múltiplos Comparáveis) é um método eficiente em incorporar o estado atual do mercado de ações na avaliação da empresa, e permite validar os resultados obtidos pelo método Fluxo de Caixa Descontado.

No caso da Quero-Quero, o múltiplo mais adequado e utilizado por analistas de mercado é o *Price to Earnings* (P/E, ou Preço sobre Lucro em português). Com base no valor encontrado para a companhia e no Lucro Líquido projetado para 2023, obteve-se um múltiplo P/E de 30,2x.

$$\frac{P}{E} 2023 = \frac{\text{Equity Value}}{\text{Lucro Líquido (2023)}} = \frac{4.074 \text{ milhões}}{134 \text{ milhões}} = 30,2x$$

Em seguida, foram levantadas empresas negociadas em bolsa que suficientemente semelhantes à Quero-Quero. A companhia é a única varejista de material de construção listada na bolsa brasileira. Assim sendo, foram consideradas empresas sediadas em outros países, que possuam modelo de negócios próximos aos da Quero-Quero. A tabela abaixo apresenta a lista de companhias em questão, e seus respectivos múltiplos de P/E referentes ao ano de 2023. Os dados foram coletados através da plataforma Capital IQ, e a projeção de lucros reflete o consenso de mercado com base nas estimativas de bancos de investimento e corretoras.

Tabela 23 – Companhia comparáveis e múltiplos de P/E

Companhia	País sede	P/E 2023
Dohome Public Company Limited	Tailândia	26,2x
Floor & Decor Holdings, Inc.	Estados Unidos	42,2x
Home Product Center Public Company	Tailândia	28,2x
Mr D.I.Y. Group (M) Berhad	Malásia	41,0x
Nitori Holdings Co., Ltd.	Japão	25,3x
RH	Estados Unidos	26,0x
Saudi Company for Hardware	Arábia Saudita	24,0x
Siam Global House Public Company	Tailândia	25,8x
The Home Depot, Inc.	Estados Unidos	21,2x
Wilcon Depot, Inc.	Filipinas	36,9x
Média		29,7x
Mediana		26,1x

Fonte: Capital IQ (dados de 30 de setembro de 2021).

De maneira geral, os múltiplos expostos na tabela acima validam o valor justo obtido para a Quero-Quero. O múltiplo P/E obtido para a companhia, de 30,2x em relação ao lucro de 2023, está significativamente em linha com o múltiplo médio (29,7x) e mediano (26,1x) de empresas internacionais que atuam no seu setor.

7 CONCLUSÃO

Com base no estudo realizado, conclui-se que a Lojas Quero-Quero possui um valor justo de R\$4.074 bilhões de reais, resultado que indica um potencial expressivo de valorização de 33,9% em relação aos preços atuais de mercado. Este valor foi obtido através do método de Fluxo do Fluxo de Caixa Descontado, e validado através de análises de sensibilidade e pelo método de Avaliação Relativa.

As análises realizadas ao longo do estudo comprovam que a empresa possui um modelo de negócios sólido, baseado nas operações de Varejo, Serviços Financeiros e Cartão de Crédito, com vantagens competitivas evidentes em relação aos competidores locais. A Quero-Quero é concentrada em municípios de população inferior a 100 mil habitantes, sendo o único varejista de larga escala nessas regiões. Seu formato de lojas possui alta aderência às comunidades locais, além de alta rentabilidade de capacidade de geração de caixa.

Quanto ao seu plano de expansão, verificou-se que este é pautado em três pilares: abertura de novas lojas, projeto “Mais Construção” e “Figital”. O primeiro é possivelmente o mais relevante, e segundo os estudos conduzidos, o plano traçado pela empresa é viável e deve gerar crescimentos expressivos de receita caso executado com sucesso. Os outros dois pilares buscam aumentar a venda e rentabilidade das lojas, com foco especial no incremento da qualidade e quantidade de produtos vendidos. O projeto do Figital, em especial, possui alto risco de execução, mas pode ser transformacional para companhia caso bem-sucedido.

Foram verificados, ainda, três riscos relevantes que podem prejudicar o plano de expansão da companhia e impactar sua rentabilidade, sendo eles: risco de aumento da penetração de *e-commerce*, risco de formação de pessoas e risco de aumento de concorrência. O risco apresentado pelo *e-commerce* é especialmente relevante e deve ser monitorando com atenção por parte da Administração e de investidores da companhia, ainda que os estudos realizados indiquem que a companhia apresenta competitividade razoável em relação à venda online, considerando tanto o preço total de venda quanto o prazo de entrega. Os últimos dois riscos – formação de pessoas e aumento de concorrência – se mostraram menos relevantes no curto e médio prazo, e a companhia demonstra estar capacitada para endereçá-los.

Do ponto de vista qualitativo, através de diversas reuniões com diretores e colaboradores da empresa e da análise de seu histórico, verificou-se que a Quero-Quero é uma empresa com elevada preocupação social. A companhia apresenta coerência entre sua missão e as ações tomadas na prática, agindo de fato para promover o desenvolvimento pessoal e profissional de seus trabalhadores e para melhorar a qualidade de vida nas regiões em que atuam.

Por fim, cabe ressaltar as limitações do presente trabalho. A determinação do valor justo de uma empresa é um processo que, por definição, possui alto grau de incerteza quanto a seu resultado. O valor justo obtido neste estudo é uma estimativa com base nas informações disponíveis e na percepção do autor em relação as perspectivas de crescimento da empresa. O resultado quantitativo pode, portanto, deixar de ser válido caso haja alterações significativas no cenário macroeconômico do país ou em fatores específicos à empresa em questão. O processo de análise e os estudos realizados, no entanto, permaneceriam pertinentes como forma de compreender e avaliar o modelo de negócios da empresa, suas vantagens competitivas e os riscos inerentes ao seu plano de expansão.

REFERÊNCIAS

- ABRAMAT. **Perfil da Cadeia**, FGV Projetos 2019. Disponível em: <http://www.abramat.org.br/datafiles/perfil-de-cadeia/laminaindicaadores-para-divulgaa-a-o-2020.pdf>. Acesso em: 15 mai. 2021.
- ALVARENGA, Darlan. **Com pandemia, comércio eletrônico tem salto em 2020 e dobra participação no varejo brasileiro**. G1, 2021. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2021/02/26/com-pandemia-comercio-eletronico-tem-salto-em-2020-e-dobra-participacao-no-varejo-brasileiro.ghtml>. Acesso em: 18 mai. 2021.
- AMERICANAS, Lojas. Disponível em: <https://www.americanas.com.br>. Acesso em: 30 mai. 2021.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016. 790 p.
- BLOOMBERG: banco de dados especializado. Disponível somente para assinantes. Acesso em: ago. 2021.
- CASAS BAHIA. Disponível em: <https://www.casasbahia.com.br/>. Acesso em: 30 mai. 2021.
- CAPITAL IQ: banco de dados especializado. Disponível somente para assinantes. Acesso em: set. 2021.
- COPELAND, Thomas E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2006. 499 p. Tradução de Allan Vidigal Hastings.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. Tradução de Sonia Midori Yamamoto e Marcelo Arantes Alvim. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. 464 p.
- DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on valuation: Security analysis for investment and corporate finance**. 2. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2006. 685 p.
- DAMODARAN, Aswath. **Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset**. John Wiley & Sons, 2012.
- DUFF, Phelps. Disponível em: <https://www.duffandphelps.com/insights/publications/cost-of-capital/recommended-us-equity-risk-premium-and-corresponding-risk-free-rates>. Acesso em: 25 set. 2021.
- EUROMONITOR: empresa de consultoria especializada. Disponível somente para assinantes. Acesso em: set. 2021.
- ITAÚ, B. B. A. **Quero-Quero, Initiation of Coverage**. 2020. Acesso em: 20 ago. 2021.
- IUDÍCIBUS, S et al. **Contabilidade Introdutória**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 335 p.
- LOJAS QUERO-QUERO. Eletrodomésticos. Disponível em: <https://www.queroquero.com.br/eletrodomesticos>. Acesso em: 30 mai. 2021.
- LOJAS QUERO-QUERO. Relações com investidores. Disponível em <https://ri.quero-quero.com.br/>. Acesso em: 1 jun. 2021.

Magazine Luiza. Disponível em: <https://www.magazineluiza.com.br/>. Acesso em: 30 mai. 2021.

MARION, J. C. **Contabilidade empresarial**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 519 p.

Mercado Livre. Disponível em: <https://www.mercadolivre.com.br/>. Acesso em: 30 mai. 2021.

PACTUAL, BTG. **Growing beyond borders with a local touch**. 2020. Acesso em: 15 ago. 2021.

STERN SCHOOL OF BUSINESS AT THE NEW YORK UNIVERSITY. Damodaran Online. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>. Acesso em: 10 mai. 2021.

TRABALHO DE FORMATURA. PRO Poli USP, 2021. Disponível em: <http://pro.poli.usp.br/graduacao/trabalho-de-formatura/>. Acesso em: 4 abr. 2021.