

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CAMPUS DE FLORIANÓPOLIS  
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO E SISTEMAS  
CURSO ENGENHARIA DE PRODUÇÃO ELÉTRICA

Gabriel Campos Baba

**AVALIAÇÃO DO VALOR DAS LOJAS QUERO-QUERO: UMA APLICAÇÃO DO  
MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

Florianópolis

2023

Gabriel Campos Baba

**AVALIAÇÃO DO VALOR DAS LOJAS QUERO-QUERO: UMA APLICAÇÃO DO  
MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

Trabalho Conclusão do Curso de Graduação em Engenharia de Produção Elétrica do Centro de Engenharia de Produção e sistemas da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito para a obtenção do título de Engenheiro Eletricista, com habilitação em Produção Elétrica.

Orientador: Rogério Feroldi Miorando

Florianópolis

2023

## Ficha catalográfica

Baba, Gabriel Campos

AVALIAÇÃO DO VALOR DAS LOJAS QUERO-QUERO : UMA  
APLICAÇÃO DO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO / Gabriel  
Campos Baba ; orientador, Rogério Miorando, 2023.  
129 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -  
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico,  
Graduação em Engenharia de Produção Elétrica, Florianópolis,  
2023.

Inclui referências.

1. Engenharia de Produção Elétrica. 2. Valuation. 3.  
Fluxo de caixa descontado. 4. Varejo. 5. Projeção de  
desempenho. I. Miorando, Rogério. II. Universidade Federal  
de Santa Catarina. Graduação em Engenharia de Produção  
Elétrica. III. Título.

Gabriel Campos Baba

**VALUATION LOJAS QUERO-QUERO: UMA APLICAÇÃO DO MÉTODO DE  
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

Florianópolis, 19 de maio de 2023.

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi avaliado e aprovado pela banca examinadora composta dos seguintes membros:

Prof. Rogério Feroldi Miorando, Dr.

Orientador(a)

Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.(a)

Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Daniel Christian Henrique, Dr.(a)

Universidade Federal de Santa Catarina

Certifico que esta é a versão final do Trabalho de Conclusão de Curso apresentado pelo autor e julgado adequado por mim e pelos demais membros da banca para obtenção do título de Bacharel em Engenharia Elétrica com Habilitação em Produção.

---

Prof. Rogério Feroldi Miorando, Dr.

Orientador(a)

## AGRADECIMENTOS

Devo a máxima gratidão, em primeiro lugar, ao meu Deus, que me acolheu nos momentos de angústia e dificuldades, e me fez enfrentar cada uma das dificuldades com a máxima altivez e coragem que pude. Me conduziu quando mais necessitei, e por muitas vezes me reiterou que o que determinara para mim era a realização deste bacharelado.

Aos meus pais, devo uma gratidão incomensurável. Afora o fato de em mim sempre terem acreditado, investindo incrível soma de tempo e recursos em meus estudos – sem os quais não haveria sequer a possibilidade de iniciar qualquer projeto – detenho uma gratidão especial pela educação que me concederam, ensinando-me através do exemplo a enfrentar os tempos difíceis, e o caráter que precisa ter um homem.

Agradeço aos amigos, e especialmente a quem esteve me apoiando com fé inabalável no mais mínimo projeto que eu me engajava-se, desde o período do ensino médio sem hesitar em executar qualquer solicitação que eu realizasse, enfrentando as dificuldades de eu ir morar fora.

A alguns professores que modificaram de maneira particular a minha trajetória: Professora Mônica Luna; Daniel Henrique; Rogério Miorando; Neuza Malvezi; Ricardo Suzuki; Maurício V. Luz.

## RESUMO

O presente trabalho avalia o valor justo para as ações das Lojas Quero-Quero S.A., segundo premissas baseadas em uma análise financeira de cada uma das contas patrimoniais da empresa. Para isso, foram realizadas projeções de todos os demonstrativos financeiros da empresa para os próximos 10 anos embasadas em análises estatísticas, análise estratégica e histórico de performance. Perpassa-se por conceitos de contabilidade e conhecimentos específicos do setor no qual a empresa está inserida, por isso deve-se esperar a priorização da análise dos números de resultados em relação a demais aspectos da empresa.

**Palavras-chave:** Lojas Quero-Quero; Fluxo de caixa descontado; Valuation; Múltiplos; Varejo; Construção civil; Análise financeira.

## **ABSTRACT**

This paper establishes a fair value for the shares of Lojas Quero-Quero S.A. based on premises derived from a financial analysis of each of the company's balance sheet accounts. To achieve this, projections of all the company's financial statements for the next 10 years were made, based on statistical analysis, strategic analysis, and historical performance. The analysis encompasses accounting concepts and specific knowledge of the industry in which the company operates, therefore, the prioritization of analyzing the financial figures over other aspects of the company should be expected.

**Keywords:** Lojas Quero-Quero, Discounted Cash Flow, Valuation, Multiples, Retail, Construction industry, Financial analysis.

**LISTA DE FIGURAS**

|            |                                             |     |
|------------|---------------------------------------------|-----|
| Figura 1 - | Curva de pareto – Maturação de lojas .....  | 32  |
| Figura 2 - | Fluxograma da metodologia .....             | 43  |
| Figura 3 - | Fachada de loja da Quero-Quero .....        | 48  |
| Figura 4 - | Mix de receita LJQQ .....                   | 49  |
| Figura 5 - | Atualização do ticket médio pelo IPCA ..... | 58  |
| Figura 6 - | Nota explicativa número 19.....             | 80  |
| Figura 7 - | Fachada Lojas Casas Bahia .....             | 102 |
| Figura 8 - | Relatório Similarweb dispositivos.....      | 129 |

## LISTA DE TABELAS

|             |                                                         |    |
|-------------|---------------------------------------------------------|----|
| Tabela 1 -  | Free Cash Flow to Firm .....                            | 36 |
| Tabela 2 -  | Free Cash Flow to Equity .....                          | 42 |
| Tabela 3 -  | Faturamento das concorrentes (em R\$ mil).....          | 50 |
| Tabela 4 -  | Cronograma de abertura de lojas Quero-Quero.....        | 54 |
| Tabela 5 -  | Número de acessos mensais .....                         | 57 |
| Tabela 6 -  | Consolidação das premissas e receita.....               | 59 |
| Tabela 7 -  | Projeção e-commerce .....                               | 61 |
| Tabela 8 -  | Receita de lojas físicas.....                           | 61 |
| Tabela 9 -  | Cálculo do fluxo de clientes mensais .....              | 61 |
| Tabela 10 - | Cálculo do fluxo de clientes por metro quadrado.....    | 62 |
| Tabela 11 - | Fluxo de clientes em lojas antigas .....                | 62 |
| Tabela 12 - | Projeção de receita de lojas físicas antigas.....       | 63 |
| Tabela 13 - | Curva de maturação de novas lojas .....                 | 64 |
| Tabela 14 - | Histórico de abertura de lojas por ano Quero-Quero..... | 65 |
| Tabela 15 - | Projeção de abertura de lojas .....                     | 66 |
| Tabela 16 - | Projeção de receita de lojas novas .....                | 67 |
| Tabela 17 - | Projeção de receita de serviços financeiros .....       | 68 |
| Tabela 18 - | Carteiras e receita de varejo.....                      | 68 |
| Tabela 19 - | Receita de comissão de cartão de crédito .....          | 70 |
| Tabela 20 - | Receita de serviços financeiros.....                    | 70 |
| Tabela 21 - | Projeção final de receita .....                         | 71 |
| Tabela 22 - | Margem.....                                             | 72 |
| Tabela 23 - | Margem bruta de serviços financeiros.....               | 73 |
| Tabela 24 - | Margem projetada de serviços financeiros .....          | 74 |
| Tabela 25 - | Lucro bruto consolidado de varejo e serviços .....      | 74 |
| Tabela 26 - | Teste de correlação de despesas .....                   | 75 |
| Tabela 27 - | Premissas de despesas .....                             | 77 |
| Tabela 28 - | Premissas de despesas calculadas.....                   | 77 |
| Tabela 29 - | Cálculo do aluguel/m <sup>2</sup> .....                 | 77 |
| Tabela 30 - | Teste da locação/m <sup>2</sup> .....                   | 77 |
| Tabela 31 - | Nota explicativa 17 .....                               | 78 |
| Tabela 32 - | DRE .....                                               | 79 |

|                                                                                  |     |
|----------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Tabela 33 - Rentabilidade do caixa <i>versus</i> CDI .....                       | 80  |
| Tabela 34 - Ajuste a valor presente .....                                        | 81  |
| Tabela 35 - Etapa do cálculo analítico de “Outras despesas financeiras” .....    | 81  |
| Tabela 36 - Etapa do cálculo analítico de “Outras despesas financeiras” .....    | 81  |
| Tabela 37 - Alíquota de imposto de renda .....                                   | 82  |
| Tabela 38 - Lucro líquido projetado .....                                        | 83  |
| Tabela 39 - Ativos do balanço patrimonial.....                                   | 84  |
| Tabela 40 - Posição de caixa.....                                                | 84  |
| Tabela 41 - Projeção de contas a receber.....                                    | 85  |
| Tabela 42 - Projeção de estoques.....                                            | 85  |
| Tabela 43 - Divulgação de investimentos da empresa e re-separação do autor ..... | 87  |
| Tabela 44 - Premissas adotadas para cálculo dos investimentos .....              | 87  |
| Tabela 45 - Capex em novas lojas .....                                           | 87  |
| Tabela 46 - Projeção de passivo e patrimônio líquido.....                        | 90  |
| Tabela 47 - Cálculo da conta de fornecedores por período .....                   | 92  |
| Tabela 48 - Cronograma de captação de empréstimos .....                          | 92  |
| Tabela 49 - Percentual de contas a receber financiado por cotas seniores .....   | 93  |
| Tabela 50 - Projeção de quotas sêniores .....                                    | 94  |
| Tabela 51 - Média das razões de Salários .....                                   | 94  |
| Tabela 52 - Cálculo do EV atual LJQQ3.....                                       | 96  |
| Tabela 53 - Percentual de receita por atividade grupo Falabella.....             | 102 |
| Tabela 54 - Múltiplos de mercado na data 19/03/2023 .....                        | 103 |
| Tabela 55 - Enterprise value (EV) LJQQ por EV/EBITDA.....                        | 104 |
| Tabela 56 - Múltiplos de mercado na data 19/03/2023 .....                        | 104 |
| Tabela 57 - Enterprise value (EV) LJQQ por EV/Receita.....                       | 104 |
| Tabela 58 - Dados patrimoniais da LJQQ .....                                     | 105 |
| Tabela 59 - Cálculo do custo de capital próprio .....                            | 106 |
| Tabela 60 - Cálculo do Beta desalavancado .....                                  | 107 |
| Tabela 61 - Cálculo do Debt to Equity (D/E) .....                                | 108 |
| Tabela 62 - Estrutura de capital LJQQ .....                                      | 111 |
| Tabela 63 - Cálculo do dividendo suposto LJQQ.....                               | 114 |
| Tabela 64 - Cálculo do valor da firma LJQQ pelo modelo de dividendos .....       | 114 |
| Tabela 65 - Aplicação do FCFF.....                                               | 115 |

|             |                                                               |     |
|-------------|---------------------------------------------------------------|-----|
| Tabela 66 - | Projeção de lucro líquido .....                               | 116 |
| Tabela 67 - | Demonstrativo de fluxo de caixa projetado .....               | 117 |
| Tabela 68 - | Cálculo da Provisão para créditos de liquidação duvidosa..... | 118 |
| Tabela 69 - | Cálculo do capital de giro .....                              | 120 |
| Tabela 70 - | Fluxos de caixa para a firma .....                            | 122 |
| Tabela 71 - | Fluxo de caixa para o equity .....                            | 123 |
| Tabela 72 - | Fluxo de caixa para o equity, conclusão .....                 | 124 |
| Tabela 73 - | Consolidação das projeções .....                              | 125 |
| Tabela 74 - | Teste de sensibilidade .....                                  | 126 |
| Tabela 75 - | Concorrentes diretos .....                                    | 128 |

**LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

EBITDA Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

EBIT Earnings before interest, taxes

CNI Conferência Nacional da Indústria

DRE Demonstrativo de resultado do exercício

DFC Demonstrativo do fluxo de caixa

ROE Return on Equity

EV Enterprise Value

NIG Necessidade de investimento em giro

## SUMÁRIO

|              |                                                              |           |
|--------------|--------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b>     | <b>INTRODUÇÃO.....</b>                                       | <b>24</b> |
| 1.1          | OBJETIVOS .....                                              | 25        |
| 1.2          | ESTRUTURA DO TRABALHO.....                                   | 26        |
| <b>2</b>     | <b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>                            | <b>27</b> |
| 2.1          | DEMONSTRATIVOS CONTÁBEIS .....                               | 27        |
| <b>2.1.1</b> | <b>DRE (DEMONSTRATIVO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO) .....</b>   | <b>27</b> |
| <b>2.1.2</b> | <b>BALANÇO PATRIMONIAL.....</b>                              | <b>27</b> |
| <b>2.1.3</b> | <b>DFC (DEMONSTRATIVO DOS FLUXOS DE CAIXA).....</b>          | <b>28</b> |
| 2.2          | INDICADORES DE DESEMPENHO .....                              | 28        |
| <b>2.2.1</b> | <b>INDICADORES DA GESTÃO DE CAPITAL DE GIRO.....</b>         | <b>28</b> |
| <b>2.2.2</b> | <b>EBITDA (Lucro antes de juros e imposto de renda).....</b> | <b>30</b> |
| <b>2.2.3</b> | <b>INDICADORES DE LIQUIDEZ .....</b>                         | <b>30</b> |
| <b>2.2.4</b> | <b>MEDIDAS DE DESEMPENHO OPERACIONAL .....</b>               | <b>31</b> |
| 2.3          | PRINCIPAIS METODOLOGIAS DE VALUATION.....                    | 33        |
| <b>2.3.1</b> | <b>MÉTODO DE DIVIDENDOS.....</b>                             | <b>34</b> |
| <b>2.3.2</b> | <b>VALOR DE LÍQUIDAÇÃO (OU VALOR PATRIMONIAL) .....</b>      | <b>34</b> |
| <b>2.3.3</b> | <b>AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS .....</b>                         | <b>34</b> |
| <b>2.3.4</b> | <b>FLUXO DE CAIXA DESCONTADO .....</b>                       | <b>35</b> |
| <b>2.3.5</b> | <b>FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (PARA O ACIONISTA).....</b>     | <b>41</b> |
| <b>3</b>     | <b>METODOLOGIA.....</b>                                      | <b>43</b> |
| 3.1          | COLETA DE DADOS HISTÓRICOS .....                             | 43        |
| 3.2          | ANÁLISE PRELIMINAR DO NEGÓCIO .....                          | 44        |
| 3.3          | DEFINIÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO.....                        | 44        |
| 3.4          | PROJEÇÃO DE RESULTADO.....                                   | 45        |
| 3.5          | PROJEÇÃO DE CONTAS PATRIMONIAIS .....                        | 45        |
| 3.6          | PROJEÇÃO DE FLUXO DE CAIXA .....                             | 45        |

|          |                                                       |           |
|----------|-------------------------------------------------------|-----------|
| 3.7      | OBTENÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL .....                    | 45        |
| 3.8      | AJUSTES NO FLUXO DE CAIXA E CUSTO DE CAPITAL.....     | 46        |
| 3.9      | OBTENÇÃO DO VALOR DA FIRMA (MÚLTIPLOS) .....          | 46        |
| 3.10     | OBTENÇÃO DO VALOR DA FIRMA PELO MÉTODO DOS DIVIDENDOS | 47        |
| 3.11     | OBTENÇÃO DO VALOR ATUAL DA FIRMA .....                | 47        |
| <b>4</b> | <b>APLICAÇÃO DO MÉTODO .....</b>                      | <b>48</b> |
| 4.1      | INTRODUÇÃO E ANÁLISE PRELIMINAR DA EMPRESA.....       | 48        |
| 4.1.1    | <b>SOBRE A EMPRESA .....</b>                          | <b>48</b> |
| 4.1.2    | <b>MERCADO DE ATUAÇÃO .....</b>                       | <b>49</b> |
| 4.1.3    | <b>CONCORRENTES DIRETOS.....</b>                      | <b>49</b> |
| 4.1.4    | <b>ANÁLISE DO CRESCIMENTO ORGÂNICO.....</b>           | <b>50</b> |
| 4.2      | PROJEÇÃO DE RECEITA .....                             | 56        |
| 4.2.1    | <b>MODELO DE PROJEÇÃO DE VENDAS.....</b>              | <b>56</b> |
| 4.2.2    | <b>VENDA DIGITAL.....</b>                             | <b>57</b> |
| 4.2.3    | <b>LOJAS FÍSICAS ANTIGAS .....</b>                    | <b>59</b> |
| 4.2.4    | <b>LOJAS FÍSICAS NOVAS.....</b>                       | <b>63</b> |
| 4.2.5    | <b>SERVIÇOS FINANCEIROS .....</b>                     | <b>67</b> |
| 4.2.6    | <b>CONSOLIDAÇÃO DA RECEITA .....</b>                  | <b>71</b> |
| 4.3      | DEMAIS PROJEÇÕES DE RESULTADO .....                   | 71        |
| 4.3.1    | <b>MARGEM DE LUCRO (MARGEM BRUTA) .....</b>           | <b>71</b> |
| 4.3.2    | <b>PROJEÇÃO DE DESPESAS (SG&amp;A) .....</b>          | <b>75</b> |
| 4.3.3    | <b>PROJEÇÃO DE RESULTADO FINANCEIRO .....</b>         | <b>79</b> |
| 4.3.4    | <b>PROJEÇÃO DE IMPOSTO DE RENDA .....</b>             | <b>82</b> |
| 4.3.5    | <b>CONSOLIDAÇÃO DAS PREMISAS DEMONSTRADAS .....</b>   | <b>82</b> |
| 4.4      | PROJEÇÕES DE BALANÇO PATRIMONIAL .....                | 83        |
| 4.4.1    | <b>ATIVOS.....</b>                                    | <b>83</b> |
| 4.4.2    | <b>PASSIVOS E PATRIMÔNIO LÍQUIDO .....</b>            | <b>89</b> |

|       |                                                                          |     |
|-------|--------------------------------------------------------------------------|-----|
| 4.5   | DETERMINAÇÃO DO VALUATION.....                                           | 96  |
| 4.5.1 | VALOR ATUAL.....                                                         | 96  |
| 4.5.2 | AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS .....                                            | 97  |
| 4.5.3 | AVALIAÇÃO POR VALOR PATRIMONIAL .....                                    | 105 |
| 4.5.4 | OBTENÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL .....                                       | 105 |
| 4.5.5 | MODELO DE DIVIDENDOS .....                                               | 112 |
| 4.5.6 | FLUXO DE CAIXA descontado PARA A FIRMA (DCFF).....                       | 114 |
| 4.5.7 | FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA O EQUITY (FCFE).....                           | 122 |
| 4.5.8 | CONSOLIDAÇÃO DAS PROJEÇÕES .....                                         | 125 |
| 5     | CONCLUSÃO.....                                                           | 127 |
| 6     | ANEXOS.....                                                              | 128 |
| 6.1   | ANEXO I – Concorrentes lojas Quero-Quero.....                            | 128 |
| 6.2   | ANEXO II – RELATÓRIO SIMILARWEB – ACESSOS ECOMMERCE<br>QUERO-QUERO ..... | 129 |
|       | REFERÊNCIAS.....                                                         | 130 |

## 1 INTRODUÇÃO

O valor atribuído a um bem em qualquer transação é, por definição, subjetivo (SMITH, 1790), isto significa que as trocas são baseadas na percepção de utilidade de um bem para o adquirente (MANKIW, 2013). Decorre, porém, que em transações maiores, e principalmente de um bem complexo como uma empresa, existe a necessidade da maior racionalidade possível no cálculo do valor que se atribuirá ao bem. Com isso, surgiram múltiplas ferramentas capazes de auxiliar no processo de determinação do preço de empresas, conhecido como *valuation* (DAMODARAN, 2012).

No contexto do mercado financeiro, em transações de fusões e aquisições empresariais, estas ferramentas demonstram importante potencial na resolução de conflitos de interesses entre as partes compradora e vendedora, que conseguem atingir um denominador comum através da determinação racional do valor.

Os benefícios do processo de *valuation* se estendem também a um público que tem crescido de maneira relevante: dados da Brasil, Bolsa, Balcão (B3) indicam um aumento de pessoas físicas investidoras de 614.149 em 2012 para 5.014.261 em 2021. Com efeito, este público consegue trazer mais racionalidade às suas decisões de aquisição de ações, o que amplia o público-alvo interessado em utilizar estas ferramentas.

Além disso, para os gestores de uma companhia, os conceitos de *valuation* também apresentam importância fundamental, segundo o conceito exposto por Assaf (2013): A Gestão Baseada em Valor. Este modelo tem como objetivo central direcionar a administração de uma empresa para a criação de valor para seus acionistas. Isso é alcançado quando a empresa gera um resultado que ultrapassa o seu custo de capital, o que representa uma agregação de valor efetiva.

Surge, então, a discussão do que é valor: Para Assaf (2013), o lucro contábil é insuficiente para medir a geração de valor de uma empresa. É possível que uma empresa esteja gerando lucros, mas destruindo valor econômico, o que afeta principalmente as empresas de varejo. Nesse setor, uma gestão inadequada do capital de giro pode facilmente converter uma empresa geradora de lucro positivo em um caso de perda de valor econômico. Um exemplo disso é a empresa Máquina de Vendas (holding da Ricardo Eletro), eleita a segunda maior

varejista do Brasil em 2011 segundo o portal IG, mas que teve falência decretada em 2022. Um processo adequado de *valuation* poderia orientar a gestão para perceber que o crescimento a qualquer custo poderia, na verdade, destruir o valor da empresa.

## 1.1 OBJETIVOS

### OBJETIVO GERAL

Avaliar o valor justo da empresa de varejo Lojas Quero-quero, aplicando o método de fluxo de caixa descontado.

### OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Analisar o setor em que a empresa está inserida, entendendo tendências e a dinâmica do mercado;
- Descrever os efeitos do cenário externo (concorrentes, taxas de juros, entre outros) sobre a empresa analisada;
- Comparar o valor justo da empresa ao valor de mercado;
- Avaliar se a performance de vendas da empresa encontra-se em bom desempenho;
- Comparar o valor justo pelo fluxo de caixa descontado com o resultado pelos métodos de múltiplos, valor de liquidação e dividendos.

## 1.2 ESTRUTURA DO TRABALHO

O presente trabalho é dividido em 6 capítulos, o principal objetivo de cada um encontra-se abaixo.

1. **INTRODUÇÃO:** Neste tópico são apresentados os objetivos e contextualizado o tema que será abordado ao longo dos demais capítulos.
2. **FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA:** Traz-se a revisão bibliográfica realizada, que suporta o trabalho em questão.
3. **METODOLOGIA:** Aborda-se quais foram os passos utilizados durante a aplicação do método para ao final atingir o objetivo esperado.
4. **APLICAÇÃO DO MÉTODO:** Descreve-se a execução da metodologia apresentada e conclusões intermediárias. Neste tópico o enfoque é a projeção e análise de dados.
5. **CONCLUSÃO:** É apresentado o resultado final obtido a partir da aplicação do método, bem como a interpretação deste.
6. **ANEXOS:** São trazidos demais documentos e análises que suportaram a aplicação do método.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Devido à complexidade e diversidade de metodologias e conceitos envolvidos no procedimento de *valuation*, este trabalho apresenta os conhecimentos obtidos por meio da revisão de textos de autores especialistas no assunto, bem como dos conceitos correlatos que são necessários para sua compreensão.

### 2.1 DEMONSTRATIVOS CONTÁBEIS

Demonstrações contábeis são relatórios financeiros que fornecem informações sobre a situação financeira, o desempenho e as atividades de uma empresa em um determinado período. Essas demonstrações são elaboradas de acordo com as normas contábeis e têm o objetivo de fornecer aos usuários externos, como investidores, credores e acionistas, uma visão clara e precisa da saúde financeira e do desempenho da empresa.

#### 2.1.1 DRE (DEMONSTRATIVO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO)

Segundo Gitman (2010) trata-se do demonstrativo mais utilizado na maior parte das análises financeiras devido à facilidade em sua compreensão. Sua utilidade é demonstrar os resultados operacionais da empresa durante um determinado período.

A DRE é um elemento fundamental no processo de *valuation*, pois fornece informações essenciais para a análise financeira e a estimativa do valor de uma empresa. Com base nas informações da DRE, é possível projetar fluxos de caixa futuros e identificar os principais componentes da receita e do lucro, como vendas, custos e despesas (ROSS, 2008).

#### 2.1.2 BALANÇO PATRIMONIAL

O Balanço Patrimonial é um demonstrativo contábil que apresenta a situação financeira e patrimonial da empresa em um determinado período, mostrando seus ativos, passivos e patrimônio líquido. Essas informações são fundamentais para o processo de *valuation*, pois permitem avaliar a capacidade da empresa em gerar fluxos de caixa futuros, a qualidade dos ativos e a estrutura de financiamento. O fluxo de caixa sofre influência significativa das variações dos ativos que compõe o capital de giro (MELLEN, 2018).

### 2.1.3 DFC (DEMONSTRATIVO DOS FLUXOS DE CAIXA)

Gitman (2010) explicita que o DFC depende das variações no balanço patrimonial e do resultado apurado na DRE, isso porque utiliza o método indireto para obtenção do fluxo de caixa, em contraponto ao método direto - que apura as saídas de caixa conforme a movimentação de valores na tesouraria da empresa.

Através do DFC, é possível identificar a origem e o destino dos recursos financeiros da empresa, bem como avaliar sua capacidade de gerar caixa e financiar suas operações e investimentos. Essa análise é fundamental para determinar o valor da empresa, uma vez que o fluxo de caixa é um dos principais critérios utilizados na maioria das metodologias de *valuation*, como o Fluxo de Caixa Descontado (DAMODARAN, 2012)

## 2.2 INDICADORES DE DESEMPENHO

Os indicadores de desempenho são fundamentais para que uma empresa possa avaliar seu desempenho financeiro e operacional, identificar pontos fortes e fracos e tomar decisões estratégicas mais embasadas. No contexto do *valuation*, esses indicadores também são relevantes, pois fornecem informações valiosas para a avaliação do desempenho futuro da empresa e para a projeção de seus fluxos de caixa (DAMODARAN, 2012).

### 2.2.1 INDICADORES DA GESTÃO DE CAPITAL DE GIRO

Serão exploradas métricas que permitem avaliar a eficiência da empresa em gerenciar seus recursos financeiros de curto prazo, como estoques, contas a receber e contas a pagar. Esses indicadores fornecem informações importantes sobre a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações financeiras imediatas, bem como sobre sua eficiência em converter seus ativos em dinheiro (ROSS, 2008).

#### 2.2.1.1 PRAZOS MÉDIOS

Com base em GITMAN (2010) serão apresentados os seguintes indicadores de prazos médios. A visão dos indicadores é homóloga para o autor ROSS (2008):

#### 2.2.1.1.1 PMR (PRAZO MÉDIO DE RECEBIMENTO)

O PMR é um indicador que demonstra o prazo médio que os clientes se demoram a pagar:

$$\text{Equação 1: } PMR = \text{Contas a receber de clientes} / \text{Valor diário médio de vendas}$$

Em que: Valor diário médio de vendas = Contas a receber de clientes/ (Vendas anuais/365)

Sua função é para projetar o valor de contas a receber futuro através da função inversa.

#### 2.2.1.1.2 PMP (PRAZO MÉDIO DE PAGAMENTO)

O PMP é um indicador que demonstra o prazo médio que a empresa paga seus fornecedores

$$\text{Equação 2: } PMP = \text{Fornecedores} / \text{Valor diário médio das compras}$$

Em que: Valor diário médio das compras = Compras anuais / 365

Sua função é para projetar a conta “Fornecedores” futura através da função inversa.

#### 2.2.1.1.3 PME (PRAZO MÉDIO DE ESTOCAGEM)

O PME é um indicador que demonstra o prazo médio que a empresa mantém seus produtos em estoque, ou em processamento.

$$\text{Equação 3: } PME = \text{Estoque}/(\text{Custo das mercadorias vendidas}/365)$$

Sua função é para projetar a conta “Estoques” futura através da função inversa.

#### 2.2.1.2 CICLO DE CONVERSÃO DE CAIXA

O ciclo de conversão de caixa é “O período durante o qual os recursos da empresa ficam aplicados” (GITMAN, 2010). Seu cálculo é dado por:

$$\text{Equação 4: } CCC = PME + PMR - PMP$$

## 2.2.2 EBITDA (LUCRO ANTES DE JUROS E IMPOSTO DE RENDA)

Segundo GITMAN (2010) Trata-se basicamente do Lucro Operacional (LAJIR, conhecido como *EBIT*) sendo acrescido das Depreciações e Amortizações. O indicador é uma melhor medida do fluxo de caixa operacional, pois, as depreciações e amortizações penalizam o resultado da empresa, a despeito de não afetarem a sua geração de caixa. (ROSS, 2008)

## 2.2.3 INDICADORES DE LIQUIDEZ

Os indicadores de liquidez são métricas financeiras que medem a capacidade de uma empresa em cumprir suas obrigações financeiras de curto prazo. Eles refletem a saúde financeira e a solidez da posição de caixa de uma empresa.

### 2.2.3.1 DÍVIDA LÍQUIDA/EBITDA

Segundo Ross (2007) o indicador Dívida líquida dividido por *EBITDA* é conhecido no mercado, e “tetos entre 3,5 a 4,5 são comuns” para esse indicador como cláusulas restritivas para a emissão de dívidas, pois se espera que a geração de caixa de poucos anos seja suficiente para cobrir as dívidas acumuladas. Vale ressaltar que o mesmo autor demonstra que seu cálculo é feito em base anual, principalmente com o *EBITDA LTM (Last Twelve Months* – ou seja, dos últimos doze meses).

$$\text{Equação 5: Dívida líquida/EBITDA} = \frac{\text{Somatório de todas as dívidas da empresa} - \text{Caixa e equivalentes}}{\text{EBITDA}}$$

### 2.2.3.2 LIQUIDEZ CORRENTE

Ross (2007) denota que a liquidez corrente é um dos indicadores mais conhecidos e usados, tendo utilidade para estudar a capacidade de pagamento a curto prazo da empresa analisada, com base no número de vezes que o passivo circulante é coberto pelo ativo circulante. O autor formula seu cálculo como:

$$\text{Equação 6: Liquidez corrente} = \frac{\text{Ativo circulante}}{\text{Passivo circulante}}$$

### 2.2.3.3 ÍNDICE DE ENDIVIDAMENTO TOTAL

O último dos indicadores, índice de endividamento total, é mostrado por Ross (2007) como capaz de medir o percentual de capital de terceiros utilizado pela empresa. Seu cálculo é feito da seguinte maneira:

$$\text{Equação 7: Índice de endividamento total} = \frac{\text{Ativo total} - \text{Patrimônio líquido total}}{\text{Ativo total}}$$

### 2.2.4 MEDIDAS DE DESEMPENHO OPERACIONAL

Medidas de desempenho operacional são métricas utilizadas para avaliar a atividade de uma empresa. Esses são os indicadores estratégicos da companhia que, se apresentarem números positivos, indicam o bom andamento da companhia.

#### 2.2.4.1 SAME STORE SALES (VENDAS NAS MESMAS LOJAS)

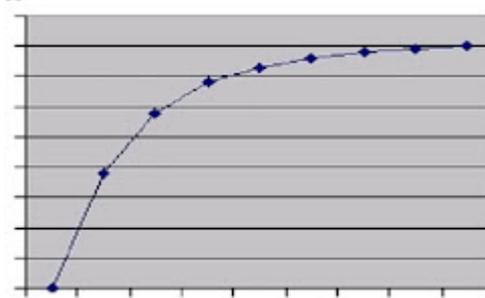
O Same Store Sales é um indicador bastante popular no setor de varejo, ele representa o crescimento de vendas das lojas/canais que estavam abertos antes do período de comparação, independentemente de seu nível de maturação. Pode ser interpretado como *Same Store Sales de Lojas físicas* para restringir ao canal físico, ou simplesmente *Same Store Sales* para contar com todos os canais, inclusive *ecommerce*. Exemplo: Se uma loja foi aberta durante o período de 2021, no same store sales fechamento de 2022 ela não entrará no cálculo.

James (2021) além de publicação do portal TheStreet (2022) demonstram o que parece ser a opinião corrente do mercado financeiro acerca do indicador: A de que o Same Store Sales representa a capacidade de crescimento orgânico de uma empresa, isolando o efeito de abertura de lojas e aquisições de empresas.

Decorre, no entanto, a existência de um componente que carece de estudos científicos, mas que é ressaltado pelo Diretor-Presidente da Lojas Quero-Quero durante a assembleia de acionistas referente aos resultados do quarto trimestre de 2022: Existe uma curva de maturação de novas lojas, em que a venda inicialmente é baixa, mas tende a crescer mais rápido que uma loja comum por anos. De maneira alternativa, se poderá comparar a curva de maturação de novas lojas com a de shoppings centers: Segundo Nicoleta (2009) a taxa de crescimento nas vendas dentro de um shopping inicia alta e vai decaindo até apresentar baixo valor, ou negativo. Considerando que a taxa de crescimento de vendas pode ser entendida como a derivada da curva

de vendas, é possível ilustrar, sem qualquer efeito numérico, o esboço do que seria essa curva, que tem derivada positiva e decrescente, como na figura 1.

Figura 1 - Curva de pareto – Maturação de lojas



Fonte – Vertogon (2017)

Para o autor Nicoleta (2009), o ciclo é dividido em: Lançamento, altíssimo crescimento; Growth, alto crescimento; Maturidade, crescimento moderado; Declínio, crescimento lento ou negativo. Não existe um prazo definido pelo autor para cada etapa, mas é mencionado que cada uma pode demorar anos para transcorrer.

Considerando a comparação com os shoppings, e principalmente a assertiva do Diretor-Presidente da Lojas Quero-Quero acima exposta, levanta-se a seguinte crítica ao Same Store Sales enquanto indicativo da capacidade de crescimento orgânico da empresa: Se são corretas as afirmativas demonstradas, uma loja nova apresenta vantagem de crescimento por mais de um ano, tendendo a influenciar positivamente no indicador Same Store Sales dos anos subsequentes à sua inauguração.

#### 2.2.4.2 VENDAS POR M<sup>2</sup>

Um dos principais indicadores de eficiência no varejo é a venda por metro quadrado. É utilizado para comparar a performance de uma empresa em relação a seus concorrentes ou em relação a si mesma em períodos anteriores. É uma medida da eficiência da loja em utilizar o seu espaço de vendas para gerar receita. Ao medir as vendas por m<sup>2</sup>, os varejistas podem avaliar o desempenho de cada loja e identificar aquelas que estão gerando mais receita em relação ao espaço que possuem, bem como aquelas que precisam melhorar a eficiência na utilização do espaço.

Além disso, a venda por m<sup>2</sup> também pode ajudar na tomada de decisão em relação à expansão da rede de lojas. Por exemplo, se uma loja está gerando um alto volume de vendas por m<sup>2</sup>, pode ser interessante considerar a abertura de novas unidades em locais semelhantes, enquanto lojas com vendas por m<sup>2</sup> abaixo da média podem indicar a necessidade de fechamento ou reestruturação. Seu cálculo se dá pela simples divisão entre a receita de vendas de varejo (para evitar contaminação por receitas financeiras) pela área líquida de vendas (ALV) (que não conta depósitos nem escritórios).

Para empresas em período de expansão, opta-se por utilizar a média entre área inicial e final de vendas para o cálculo, para se ter o dado mais aproximado ao comportamento durante o ano. Com isso, se terá a equação 8:

$$\text{Equação 8: } \frac{\text{Receita bruta líquida de devoluções de varejo período } x}{12 \text{ meses} * (\text{Área inicial período } x + \text{Área final período } x) / 2} = \text{Receita por m}^2$$

O fator de 12 meses tem a finalidade de chegar à receita bruta líquida de devoluções mensalizada.

### 2.3 PRINCIPAIS METODOLOGIAS DE VALUATION

Conforme se verificará nos próximos tópicos, as principais metodologias a serem exploradas são: Método dos dividendos; Valor de liquidação; Avaliação por múltiplos; Fluxo de caixa descontado para o acionista; Fluxo de caixa descontado para a firma.

Existem conceitos importantes a serem estabelecidos, utilizados por Damodaran (1997), e que serão utilizados nas análises adiante:

*Market capitalization* (Valor de mercado): É quanto é pago na prática ao adquirir a empresa. Trata-se do valor da firma deduzido das dívidas que ela possui. Será também chamado de “Market Cap” no presente trabalho.

*Enterprise value* (Valor da firma): Valor real de uma empresa, utilizado no caso de transações, pois, por exemplo, ao adquirir o negócio, o comprador além de pagar o Market Capitalization *assume as dívidas que a empresa possui, de modo que tacitamente está comprando-as*. Será também chamado de “EV” no presente trabalho.

### 2.3.1 MÉTODO DE DIVIDENDOS

De acordo com Damodaran (2012) o valor de uma empresa também pode ser entendido como sua capacidade de gerar dividendos, de modo que se calcula o valor presente de todos os dividendos esperados pela companhia ao longo da perpetuidade, obtendo o valor da empresa deste modo:

$$\text{Equação 9: Valor da ação} = \frac{\text{Dividendos esperados no próximo ano}}{\text{Custo do capital próprio} - \text{taxa de crescimento esperada}}$$

O modelo acima apresentado considera que a companhia crescerá de maneira constante perpetuamente, a uma taxa que não pode ser superior ao crescimento esperado do PIB (Produto Interno Bruto) do(s) país(es) no qual a empresa reside, por definição, dado que a empresa é apenas uma parte da(s) transações deste(s). Ademais, em 2.3.4.2 será explicitado o racional por trás do custo do capital próprio.

### 2.3.2 VALOR DE LÍQUIDAÇÃO (OU VALOR PATRIMONIAL)

De acordo com Assaf (2014) o valor de liquidação tende a ser utilizado apenas quando há um cenário bastante desfavorável à empresa, pois trata-se do valor que se haveria caso todos os ativos do negócio fossem liquidados, e todos os passivos de terceiros quitados. É, portanto, o valor final que sobriaria para os acionistas neste cenário. Outro motivo para ela não ser utilizada em casos ordinários é que para o autor o “todo”, ou seja, a companhia em funcionamento, vale mais do que a soma de suas partes, de modo que há um *upside* (ganho) com sua expectativa de geração de caixa futuro.

### 2.3.3 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

Na prática, a avaliação por múltiplos é utilizada no mercado para análises mais rápidas, comparando empresas de um mesmo setor.

#### 2.3.3.1 P/VPA

O primeiro indicador, P/VPA (preço sobre valor patrimonial), derivado da análise por valor de liquidação, segundo Damodaran (1997) é o formulado como:

$$\text{Equação 10: } \frac{P}{VPA} = \frac{\text{Preço da ação}}{\text{Valor patrimonial por ação}}$$

Ou:

$$\text{Equação 11: } \frac{P}{VPA} = \frac{\text{Market capitalization}}{\text{Valor patrimonial da empresa}}$$

Em que:

$$\text{Equação 12: Valor patrimonial} = \text{Ativos} - \text{Passivo}$$

### 2.3.3.2 EV/EBITDA

Enunciado por Ross (2014) o indicador EV/EBITDA é mais complexo do que os anteriores, pois antes dele deve-se realizar o ajuste necessário no EBITDA já demonstrado no tópico 2.2. Sua interpretação consiste em demonstrar por quantos anos de sua geração de caixa potencial os adquirentes estão comprando a empresa. Sendo assim, este indicador é considerado mais completo, considerando que, como enuncia-se, o valor da empresa reside em sua capacidade de gerar caixa, e não lucro contábil. Seu cálculo é a simples divisão entre o *Enterprise Value* (EV) pelo *EBITDA* acumulado em 12 meses.

### 2.3.3.3 EV/RECEITA

EV/RECEITA É um indicador utilizado pelo mercado, adaptação do EV/EBITDA que foi enunciado por Ross (2014). Os portais “Economática”, “Capital IQ” e “Bloomberg”, plataformas mais populares do mercado do Brasil no ano de 2023, utilizam a mesma metodologia para calcular este indicador, consiste na divisão simples do Enterprise Value pela Receita da empresa nos últimos 12 meses.

### 2.3.4 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Conhecido também como o termo inglês *Discounted Cash Flow (DCF)*, o método do fluxo de caixa descontado, para Mellen (2018) é embasado no fato de que o valor de um negócio pode ser definido como sua capacidade de geração de caixa. O autor ainda enuncia que não é necessário adicionar o cálculo de aumentos de resultado por conta de novas tecnologias etc. Pois todas estas expectativas podem ser traduzidas no fluxo de caixa. Medidas anteriormente expostas como as demonstradas para o cálculo do EBITDA, podem não refletir a realidade, na medida em que não consideram o quanto de fato sobra de caixa a poder ser gasto pela companhia.

De acordo com Mellen (2018), o valor de um investimento é calculado como o valor presente dos benefícios futuros descontados a uma taxa de retorno que reflete o risco do investimento. Com isso fica claro que esse tipo de avaliação requererá a projeção dos fluxos de caixa futuros, e o cálculo de uma taxa que seja condizente com o risco do investimento. Para o autor, antes de o analista realizar qualquer projeção, deve considerar múltiplas variáveis do ambiente da empresa. As projeções devem ter duração entre 3 e 10 anos, e devem considerar possíveis mudanças no futuro da companhia, como diferenças nas condições de mercado, alterações nas operações e novos produtos.

O autor ainda enuncia que a maior parte do trabalho não se encontra na aplicação do método em si, com a aplicação matemática das equações, porém nas diversas análises que deverão ser feitas na busca pelos parâmetros que serão inseridos na análise. Conforme se pode verificar, algumas ferramentas serão necessárias antes de obter o cálculo de fato do fluxo de caixa descontado:

#### 2.3.4.1 Projeção do fluxo de caixa para o capital investido (Free Cash Flow to Firm)

Mellen (2018) ainda afirma que para realizar a avaliação pelo Free Cash Flow to Firm deve-se iniciar pelo cálculo do fluxo de caixa para o capital investido (conhecido como Free Cash Flow to Firm – FCFF). Seu cálculo é feito da seguinte maneira:

Tabela 1 - Free Cash Flow to Firm

|        |                                                                   |
|--------|-------------------------------------------------------------------|
|        | LUCRO LÍQUIDO                                                     |
| +      | DESPESAS COM JUROS                                                |
| =      | LUCRO LÍQUIDO PARA O CAPITAL INVESTIDO                            |
| +      | DESPESAS NÃO DESEMBOLSÁVEIS                                       |
| -      | CAPEX (OU INVESTIMENTOS)                                          |
| + ou - | VARIAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO                                       |
| +      | DIVIDENDOS PAGOS A AÇÕES PREFERENCIAIS OU DEBÊNTURES NÍVEL SENIOR |
| =      | FCFF                                                              |

Fonte: Adaptado de Mellen (2018)

Mellen (2018) define de maneira ampla o item variação do capital de giro como quantias necessárias para manter o funcionamento das operações da empresa. Há, portanto, a necessidade de interpretação e modulação do conceito de cada operação.

#### 2.3.4.2 Cálculo do custo de capital da companhia

##### 2.3.4.2.1 Custo de capital de terceiros

Tal variável pode ser, segundo (ASSAF, 2014), calculada como:

$$\text{Equação 13: } Kd = (\text{Risk Free} + \text{Spread da Empresa}) * (1 - IR)$$

IR: Acredita-se que o autor com a variável imposto de renda quis referir ao somatório do imposto de renda à contribuição social sobre o lucro líquido, pois ele faz menção à taxa de 34%, justamente a soma destes dois itens no Brasil. Tal variável é descontada por conta de o benefício fiscal de poder deduzir despesas com juros da base de cálculo do imposto sobre renda.

*Risk Free*: Essa taxa, para o autor, deve consistir no “sacrifício dos indivíduos em postergar o consumo” a aproximação para ela, segundo o autor, é a taxa dos títulos públicos nacionais do país no qual a empresa possui operações.

Spread da empresa: O autor assevera que este valor é calculado por agências de rating (tais como Moodys, S&P e Fitch). Basicamente, existem grupos de empresas que se encaixam todas em um nível de risco semelhante, e a elas é atribuída um rating (nota). As empresas com o mesmo nível de rating devem possuir risco de inadimplência semelhante, e, portanto, o mesmo spread.

##### 2.3.4.2.2 Custo de capital próprio

Segundo o autor Mellen (2018) o custo de capital de empresas públicas é obtido através do modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). O autor demonstra falhas inerentes ao método na aplicação a situações realistas, no entanto, revela que é uma boa aproximação para o custo de capital da empresa.

$$\text{Equação 14: } Re = Rf + \beta * (ERP)$$

Em que as variáveis em questão são:

1.  $R_e$ : Taxa de retorno esperada pelo acionista, chamar-se-á também de  $K_e$
2.  $R_f$ : Taxa de juros de um investimento sem risco (conforme mencionado, pode ser utilizada como a taxa de juros federal do país da empresa)
3.  $B$ : Beta é uma medida da volatilidade da companhia em comparação com o mercado como um todo (interpretável por exemplo como o índice de ações listadas na B3 - Ibovespa), conhecido como risco sistêmico.
4. ERP: Trata-se do *Equity Risk Premium*, ou melhor, a taxa de retorno histórico do mercado como um todo ( $R_m$ ) acima da  $R_f$ . Por isso seu cálculo é obtido por aquele retorno subtraído da variável  $R_f$ .

#### 2.4.4.2.2.1. Beta (alavancado)

Damodaran (2009) define beta como um indicador de variabilidade de uma empresa ou setor em relação ao mercado ao qual está inserida. Seu cálculo se dá através de indicadores de variância e correlação. O cálculo do beta a se utilizar no CAPM (beta alavancado) se dá por:

$$\text{Equação 15: } \beta \text{ (Beta alavancado)} = \text{Beta desalavancado} * (1 + (1 - \text{impostos de renda}) * \text{grau de alavancagem})$$

Em que:

$$\text{Equação 16: } \text{Grau de alavancagem} = \frac{\text{Empréstimos e financiamentos}}{\text{Patrimônio líquido}}$$

Ao longo do presente trabalho, o indicador grau de alavancagem pode receber o nome de “Debt to Equity” ou simplesmente “D/E”.

#### 2.3.4.2.3 Custo médio ponderado de capital (WACC)

Para Assaf (2014) representa com fidelidade o custo de capital da empresa. Trata-se de uma ponderação comum do custo de capital próprio com o custo de capital de terceiros, baseado na proporção que cada um representa na estrutura de financiamento da empresa. Formula-se, portanto, da seguinte maneira:

$$\text{Equação 17: } WACC = Ke * \frac{PL}{PL+P} + Kd * \frac{P}{PL+P} * (1 - Tc)$$

As siglas mencionadas são:

Ke: Custo de capital próprio;

Kd: Custo de capital de terceiros;

P: Capital oneroso de terceiros (sobre o qual se paga juros) a valor de mercado;

PL: Capital próprio a valor de mercado.

TC: Imposto corporativo – Observe que como já foi descontado o TC na equação 13, este fator fica implícito dentro do “Kd”. Portanto, neste caso TC = 0.

### 2.3.4.3 Valor da firma segundo o DCFE

Segundo Mellen (2018) o valor da firma neste método consiste basicamente no somatório dos fluxos de caixa trazidos a valor presente, segundo a taxa calculada, que deve refletir o risco do empreendimento, e, por consequência, o retorno esperado pelos financiadores:

$$\text{Equação 18: } ENTERPRISE \text{ VALUE} = \left( \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n} \right) + \left( \frac{FCFF_{n+1}}{(1+WACC)^n * (WACC - g)} \right)$$

Neste cálculo, as variáveis são:

n: É o máximo de anos para os quais se projetou a geração de caixa da empresa.

EV: Conforme já explicado, representa o valor total da firma analisada;

FCFF: Fluxo de caixa para a firma, também já explicado. Ressalta-se, no entanto, que serão utilizados todos os projetados, conforme seu índice, até o período n.

g: Trata-se do crescimento esperado na perpetuidade da empresa, um conceito que será explicado em 2.3.4.3.1

#### 2.3.4.3.1 Valor terminal

A segunda parcela na soma na equação do Enterprise Value, a qual contempla o período n+1, reflete o valor terminal da companhia. A taxa g representa o crescimento da companhia após o período n e durante a perpetuidade da empresa, supondo que suas operações irão se manter. De maneira análoga ao explanado no item 1.4.1 esta taxa não pode superar o crescimento da economia do país no qual a empresa se insere.

O valor terminal representa o valor presente de todos os fluxos de caixa durante toda a perpetuidade da empresa, e “Em uma análise de 10 anos, o valor terminal não deve representar um valor significativo do valor total do empreendimento” (MELLEN, 2018, Tradução livre). Sua fórmula para cálculo é apresentada na equação 19:

$$\text{Equação 19: } \text{Fluxo de caixa do último período} * (1 + \text{taxa de cresc. perpétuo}) / (\text{custo de capital} - \text{taxa de cresc. perpétuo})$$

Nesta análise, Mellen (2018) assevera que existem detalhes importantes que farão diferença considerável no resultado final:

- Deve-se realizar uma análise de sensibilidade no indicador WACC, considerando que pode haver equívocos em seu cálculo, e seu valor traz mudança relevante para o resultado obtido.
- Se os fluxos de caixa, como é mais usual, estão sendo projetados sem considerar efeitos inflacionários, as taxas de custo de capital também devem estar deflacionadas.
- Devem ser considerados diversos fatores qualitativos e quantitativos, e gastar-se mais tempo na projeção dos fluxos de caixa futuros, principal influenciador no valor do negócio.

### 2.3.5 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (PARA O ACIONISTA)

No capítulo “Frameworks for Valuation” Koller (2020) em seu livro publicado pela McKinsey define outro modo de olhar para o fluxo de caixa descontado, que é o DCFE (Discounted Cash Flow To Equity). Este é o fluxo de caixa efetivo que estará em poder do acionista em cada período. A diferença principal entre este modelo e o antes demonstrado é que este inclui o pagamento de juros dentro do fluxo de caixa. Com isso, há mais dificuldades operacionais em sua implementação, segundo o autor, pois se há de projetar a modificação da estrutura de capital ao longo dos anos.

O fluxo de caixa para o acionista (FCFE, ou Free Cash Flow to Equity), o qual analogamente ao FCFE será descontado por uma taxa de custo de capital, é calculado como ilustrado na tabela 2, em nossa tradução livre da equação do autor:

Tabela 2 - Free Cash Flow to Equity

|        |                                           |
|--------|-------------------------------------------|
|        | LUCRO LÍQUIDO                             |
| +      | DEPRECIÇÃO                                |
| -      | CAPEX (OU INVESTIMENTOS)                  |
| + ou - | VARIAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO               |
| + ou - | VARIAÇÃO NOS EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS |
| =      | FCFE                                      |

Fonte: Adaptado de Koller (2020)

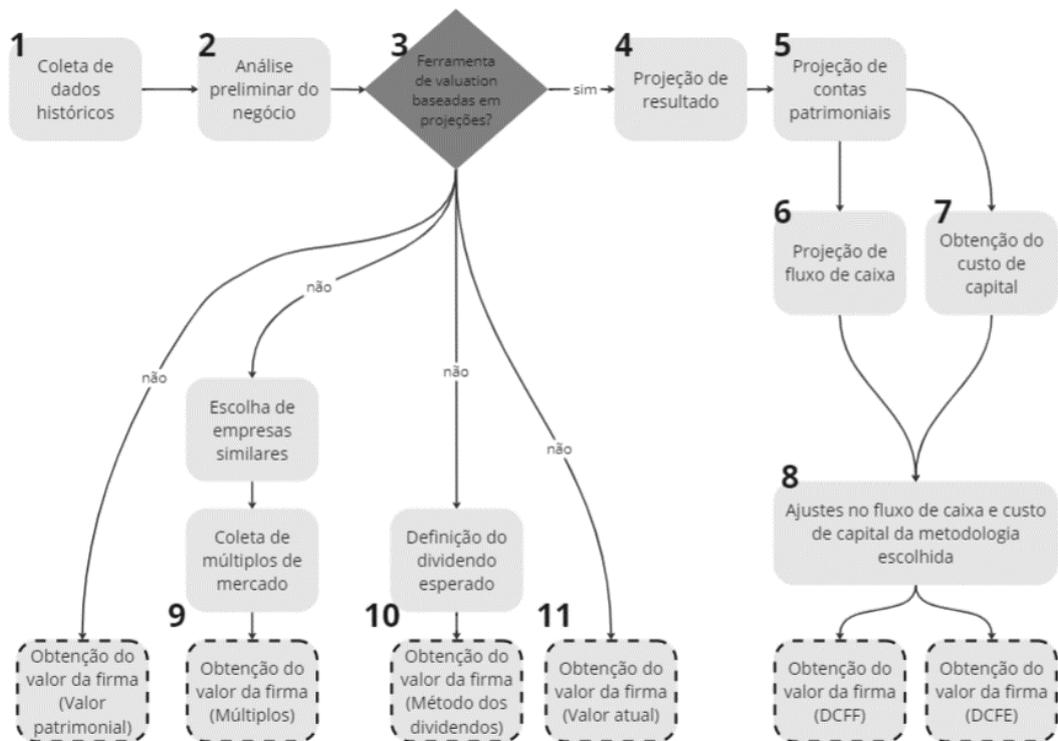
Conforme asserta o autor, o objetivo de somar de volta ao lucro líquido a depreciação é não penalizar o fluxo de caixa por uma despesa que não tem efeito caixa. Seguindo este objetivo, o leitor verá que no tópico específico em que foi aplicada esta formulação, realizou-se uma única adaptação no FCFE, somando não somente a depreciação, mas outras variações patrimoniais que não possuem efeito caixa.

Aponta-se outra diferença entre o método DCFF e o DCFE: Quando se espera que a alavancagem mude ao longo do tempo, o custo do capital próprio deve ser ajustado adequadamente para refletir a mudança no risco imposto aos detentores de capital próprio (KOLLER, 2020). Isto significa que se deverá utilizar uma taxa de custo de capital próprio dinâmica ao longo dos anos em um cenário que haja variação significativa na alavancagem da empresa, fato que não ocorre no DCFF, pois de qualquer modo, o pagamento de juros não interferirá no fluxo de caixa projetado. Afora isto, aplica-se a mesma fórmula de soma dos valores presentes dos fluxos de caixa que foi aplicada no tópico 1.4.4 (no caso aqui os FCFE) para se chegar ao valor da firma (KOLLER, 2020).

### 3 METODOLOGIA

O principal objeto deste trabalho será a precificação da empresa Lojas Quero-quero pelo método mais abrangente, o fluxo de caixa descontado, consolidado na literatura financeira. Porém, os autores apreciados, como Mellen (2018), são unânimes na afirmativa de seu interesse por utilizar mais de um método para a análise. Sendo assim, durante a etapa de avaliação serão utilizados diversos métodos de *valuation*, com a visão geral dos passos que serão trilhados na figura 2, que serão depois explicados:

Figura 2 - Fluxograma da metodologia



Passos envolvidos nos métodos de fluxo de caixa descontado, em sua numeração conforme a figura 2:

#### 3.1 COLETA DE DADOS HISTÓRICOS

Será realizada a coleta de dados históricos da companhia para o período mais longo possível. Estes dados servirão de insumo para todas as análises e projeções da empresa. A busca

por estes dados é realizada principalmente em demonstrações financeiras auditadas da companhia.

Estas demonstrações podem ser obtidas no portal de relações com investidores das empresas de capital aberto. Usualmente, estarão disponíveis somente para os últimos 3 anos antes da empresa realizar sua oferta primária de ações.

Além disso, para o presente trabalho foram utilizadas fontes secundárias de informação, oriundas da leitura de todos os materiais trimestrais divulgados pela companhia no mercado, notadamente o relatório “Informações Financeiras Lojas Quero-Quero”, o chamado “Press Release” e o documento das apresentações de resultado, bem como o conteúdo verbal apontado durante a reunião de resultados.

### **3.2 ANÁLISE PRELIMINAR DO NEGÓCIO**

O objetivo desta análise preliminar é obter uma visão geral da empresa, seu posicionamento estratégico, e compreender o mercado na qual atua. Em primeiro lugar, em qualquer análise de uma empresa é importante entender o seu negócio (MUSSA, 2020), sendo necessário verificar com quais produtos a empresa trabalha, ou como gera valor ao seu cliente. Nisto, é útil visitar a sede da empresa para entender os produtos mais expostos, mas principalmente fazer o possível para conseguir uma abertura da receita por produto, ou tipo de produto.

Depois, pesquisa-se informações com as quais seja possível comparar a empresa com concorrentes, para entender o impacto do cenário externo na empresa. Por último, analisa-se indicadores que demonstram a saúde financeira e operacional da empresa. Neste trabalho, conforme se verifica no tópico 4.1.4, enfocou-se em analisar a receita da empresa, principal indicador de uma operação varejista – Outras análises financeiras ficaram implícitas no tópico 4.2.

### **3.3 DEFINIÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO**

Define-se o método de valuation que será aplicado à empresa. Os métodos baseados em projeções futuras (DCFF e DCFE) apresentarão uma complexidade maior, na medida em que envolvem um maior número de variáveis e predições. Conforme Damodaran (2012) prioriza-se o fluxo de caixa descontado como método, mas outras metodologias podem ser aplicadas para trazer contrapontos à avaliação realizada. Isto foi feito no presente trabalho.

### **3.4 PROJEÇÃO DE RESULTADO**

Nesta etapa o objetivo é chegar ao lucro líquido da empresa. Primeiro deve-se montar um plano de vendas (elaborado no tópico 4.2), somente depois avaliar custos e despesas envolvidos para vender o produto referido (MUSSA, 2020) (elaborado no tópico 4.3). Em modelos de negócio direcionados à atividade de venda, é indicada uma dedicação especialmente maior ao plano de venda, o que foi realizado no presente trabalho.

O plano de vendas para uma empresa de varejo é obtido pela projeção do ticket médio, taxa de conversão de vendas e fluxo de clientes na empresa. Todos esses dados devem ter ligação com a análise do histórico da companhia, e serem ponderados pelo autor segundo a sua análise preliminar da capacidade de crescimento do negócio.

### **3.5 PROJEÇÃO DE CONTAS PATRIMONIAIS**

Para suportar o plano de vendas e o resultado projetado, deve existir um patrimônio que se movimenta entre ativos e passivos. Projeta-se o balanço com base na função inversa de cada fórmula de prazos médios, e demais linhas com suas particularidades não sendo possível definir uma metodologia genérica para todas. Havendo-se necessidade de recursos para o fechamento dos ativos da empresa com o passivo projeta-se um empréstimo ou se reduz a quantidade de ativos (Abascal, 2012). Este item foi executado no tópico 4.4.

### **3.6 PROJEÇÃO DE FLUXO DE CAIXA**

Segundo a metodologia do fluxo de caixa indireto no CPC 03, não há projeções por si mesmas no fluxo de caixa, denomina-se então projeção de fluxo de caixa a diferença entre as contas patrimoniais, o que foi feito no tópico 4.5 quando da aplicação das metodologias relacionadas a fluxo de caixa. Por exemplo: A projeção de redução da rubrica “Contas a receber” no balanço patrimonial implica em projeção de geração de fluxo de caixa operacional positivo.

### **3.7 OBTENÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL**

É aplicado o passo-a-passo da metodologia CAPM e depois obtido o Custo de Capital Ponderado (WACC). No tópico 4.5.4 foram realizados estes cálculos que já foram explorados na fundamentação teórica. É importante ressaltar que o custo de capital é obtido com base no entendimento do mercado no qual a empresa está inserida, e os riscos da própria empresa. Esse

entendimento é materializado através do cálculo de covariância implícito ao método CAPM que leva em conta dados disponíveis no mercado de ações no qual a empresa está inserida, bem como o cálculo do grau de alavancagem dela, o qual se pode obter com dados de balanços patrimoniais.

Como alternativa ao cálculo manual da covariância, existem plataformas que são vistas como de confiabilidade no mercado como o Economática, Yahoo Finance e Bloomberg que realizam o cálculo de maneira manual do risco a que se referiu.

### **3.8 AJUSTES NO FLUXO DE CAIXA E CUSTO DE CAPITAL**

As duas metodologias baseadas em fluxos de caixa futuros (DCFF e DCFE) têm suas particularidades, de maneira genérica, pode-se definir que se coleta o fluxo de caixa já projetado no tópico anterior, e seleciona-se somente as linhas as quais o método leva em conta. No referencial teórico se demonstrou, por exemplo, que se deve isolar o pagamento de empréstimos no método DCFF.

### **3.9 OBTENÇÃO DO VALOR DA FIRMA (MÚLTIPLOS)**

A avaliação por múltiplos foi executada no tópico 4.5.2 nas etapas básicas:

**Seleção dos Múltiplos:** Nesta etapa, foram selecionados os múltiplos financeiros relevantes para a avaliação da empresa em estudo. Os múltiplos foram escolhidos segundo os mais usuais do mercado atualmente: P/L (Preço/Lucro) o qual não foi possível aplicar pois a empresa teve prejuízo contábil em 2022; EV/EBITDA e EV/RECEITA.

**Definição do Universo de Empresas Comparáveis e Coleta de Dados:** Para realizar a avaliação por múltiplos, foram coletados os dados financeiros das empresas comparáveis. São analisados os principais critérios de semelhança: Mercado consumidor na região de atuação, Macroeconomia da região de atuação da empresa, Similaridade da operação. As fontes de informação incluíram relatórios anuais, demonstrações financeiras públicas e bases de dados especializadas.

**Cálculo dos Múltiplos:** Utilizando os dados financeiros coletados e os múltiplos selecionados, foram calculados os valores correspondentes a cada múltiplo para as empresas

comparáveis. Por exemplo, o EV/EBITDA foi calculado dividindo o valor da empresa pelo EBITDA. Esses cálculos foram feitos para todas as empresas comparáveis. Quando existem empresas menos semelhantes, pode ser necessário ponderar o peso de seu múltiplo no cálculo do múltiplo médio, o que foi feito no presente trabalho.

Aplicação dos Múltiplos: Por fim, os múltiplos obtidos foram aplicados aos dados financeiros da empresa em estudo. Por exemplo, o valor da empresa é obtido pela simples multiplicação do EV/EBITDA pelo EBITDA gerado pela empresa.

### **3.10 OBTENÇÃO DO VALOR DA FIRMA PELO MÉTODO DOS DIVIDENDOS**

O autor é livre para definir o dividendo esperado. Realizou-se uma estimativa de quanto este será segundo duas etapas: Definição de um lucro o qual a empresa tenha capacidade de obter de maneira recorrente segundo uma análise financeira e estratégica; Definição de um percentual de dividendos o qual a empresa pagará. Por último, aplicando-se o conceito do item 1.4.1. com base no crescimento esperado para a economia do país, que é obtido de maneira mais prática em relatórios divulgados pelas principais instituições financeiras do país. É possível ver a aplicação desta etapa em 4.5.5.

### **3.11 OBTENÇÃO DO VALOR ATUAL DA FIRMA**

Primeiramente, pesquisa-se o preço atual de mercado e o número de ações existentes da empresa. Existem diversas plataformas no mercado, como o Economática, que demonstram o valor das ações da empresa segundo o mercado. Depois, conforme o tópico 4.5.1 a obtenção do *market capitalization* da empresa pela multiplicação do preço atual de mercado pelo número de ações existentes da empresa.

A última etapa é a soma da dívida líquida com o *market capitalization* para se chegar ao *Enterprise Value* (Valor da firma). O cálculo da dívida líquida é obtido segundo a equação 5, mas quando há alguma particularidade contábil, é necessário realizar algum ajuste, como para a empresa em questão, no qual foi somada a dívida existente do FIDC. A justificativa deste ajuste será aprofundada ao longo do trabalho.

## 4 APLICAÇÃO DO MÉTODO

Neste tópico, focar-se-á no aprofundamento dos números da empresa escolhida, juntamente com a aplicação da metodologia já definida. A seguir, definimos a empresa escolhida para o presente trabalho.

### 4.1 INTRODUÇÃO E ANÁLISE PRELIMINAR DA EMPRESA

#### 4.1.1 SOBRE A EMPRESA

A Lojas Quero Quero é a maior rede de lojas de material de construção, móveis e eletro do sul do Brasil. Ela foi fundada em 1967, na cidade de Santo Cristo, no Rio Grande do Sul, como uma pequena empresa de comércio e representações. Hoje, ela possui mais de 400 lojas espalhadas pelos estados do Rio Grande do Sul, Santa Catarina e Paraná, além de um centro de distribuição e uma fábrica de móveis. A empresa tem como missão oferecer produtos e serviços de qualidade, com preços competitivos e facilidade de pagamento, buscando a satisfação dos clientes e o desenvolvimento das comunidades onde atua. A empresa também possui uma marca própria de cartões de crédito, o Cartão Quero-Quero VerdeCard, que conta com mais de 3 milhões de clientes ativos segundo informação divulgada na assembleia de divulgação de resultados referente ao exercício de 2022.

Seu modelo de operação difere de outros concorrentes da construção civil por focar em pequenas lojas e cidades do interior dos estados do Sul, com em média 40 mil habitantes, e justamente por sua operação de cartões representar uma parcela mais significativa da receita.

A empresa tem uma estratégia de expansão de suas operações, com planos de abrir novas lojas em outras regiões do país além de sua principal operação (Estado do RS), bem como expandir sua presença no mercado online por meio de sua plataforma de e-commerce segundo informação divulgada na assembleia de divulgação de resultados referente ao exercício de 2022.

Figura 3 - Fachada de loja da Quero-Quero



Fonte: Logweb

#### 4.1.2 MERCADO DE ATUAÇÃO

O setor de atuação da empresa Lojas Quero-Quero trata-se do varejo de materiais para Construção Civil. No entanto, existem pontos importantes de atenção a serem visitados ao analisar seu foco. A companhia possui parte significativa de sua receita oriunda de serviços financeiros em duas categorias que possuem modelos de negócio mais peculiares, conforme o acumulado anual até o terceiro trimestre de 2022:

5. 28% em serviços: Trata-se da prestação de serviços financeiros. Com grande concentração em cobrança de tarifas e juros no cartão próprio da loja. Somente não superada pela categoria “Material de construção” conforme a figura 4. Com quantia tão significativa nesta operação financeira, pode-se dizer que parte da companhia funciona como um banco.
6. 21% em eletro: Como demonstra a figura 4, essa participação adquire importância tal que é possível comparar parte da companhia a players de varejo de consumo, como as Lojas Americanas e Casas Bahia, perdendo um pouco da correlação direta com o setor de material de construção.

Figura 4 - Mix de receita LJQQ

|                                     | <b>3T22 9M</b> |
|-------------------------------------|----------------|
| <b>RECEITA TOTAL DE VAREJO</b>      | <b>72%</b>     |
| Material de construção              | 43%            |
| Eletro                              | 21%            |
| Móveis                              | 7%             |
| <b>RECEITA DE VENDA DE SERVIÇOS</b> | <b>28%</b>     |

Fonte: Adaptado da assembleia dos acionistas do 3T22

#### 4.1.3 CONCORRENTES DIRETOS

Em 2019, a Revista Anamaco (2020) levantou a pontuação em volume de compras na visão dos fornecedores de materiais de construção. Visando a chegar em um faturamento em moeda corrente e *market share*, foi inserido o faturamento encontrado em pesquisa para as

empresas: LEROY MERLIN CIA. BRASILEIRA BRICOLAGEM, SAINT-GOBAIN DISTRIBUIÇÃO, SODIMAC BRASIL (DICICO E SODIMAC), C&C CASA CONSTR. LTDA e ponderado pelo volume de compras das demais, conforme anexo I. As premissas utilizadas para o faturamento encontram-se à direita da tabela 3.

Tabela 3 - Faturamento das concorrentes (em R\$ mil)

| POSIC | RAZÃO SOCIAL                                                   | 2021      | % SHARE | PREMISSA                   |
|-------|----------------------------------------------------------------|-----------|---------|----------------------------|
| 1º    | LEROY MERLIN CIA. BRASILEIRA BRICOLAGEM                        | 8.100.000 | 10,32%  | EXAME 2021                 |
| 2º    | LOJAS QUERO-QUERO                                              | 2.607.858 | 3,32%   | DF LIQQ                    |
| 3º    | SAINT-GOBAIN DISTRIBUIÇÃO BRASIL LTDA. (TELHANORTE E TUMELERO) | 2.140.946 | 2,73%   | ANAMARCO 2019 + IPCA       |
| 4º    | FERREIRA COSTA & CIA. LTDA.                                    | 2.008.482 | 2,56%   | ANAMARCO 2019 + IPCA       |
| 5º    | CASSOL MAT. CONSTR. LTDA.                                      | 1.917.187 | 2,44%   | ANAMARCO 2019 + IPCA       |
| 6º    | C&C CASA CONSTR. LTDA.                                         | 1.745.337 | 2,22%   | ANAMARCO 2019 + IPCA       |
| 7º    | CASAS DA ÁGUA MAT. CONSTR. LTDA.                               | 1.734.598 | 2,21%   | ANAMARCO 2019 + IPCA       |
| 8º    | CARAJÁS MAT. CONSTR. LTDA.                                     | 1.643.303 | 2,09%   | ANAMARCO 2019 + IPCA       |
| 9º    | SODIMAC BRASIL (DICICO E SODIMAC)                              | 1.628.981 | 2,08%   | ANAMARCO 2019 + IPCA       |
| 10º   | LOJAS DE DEPARTAMENTO MILLIUM LTDA.                            | 1.278.125 | 1,63%   | ANAMARCO 2019 + IPCA       |
| 11º   | FORNECEDORA CHATUBA DE NILÓPOLIS S.A.                          | 1.186.830 | 1,51%   | ANAMARCO 2019 + IPCA       |
| 12º   | B. M. B. MAT CONSTR. S.A. (OBRAMAX)                            | 1.095.535 | 1,40%   | ANAMARCO 2019 + IPCA       |
| 13º   | COMÉRCIO MAT. CONSTR. JOLI LTDA.                               | 1.004.241 | 1,28%   | RANKING 500 + IPCA         |
| 14º   | BOTTINO MAT. CONSTR. LTDA. (AMOEDO)                            | 1.004.241 | 1,28%   | ANAMARCO 2019 + IPCA       |
| 15º   | POTIGUAR MAT. CONSTR. LTDA                                     | 912.946   | 1,16%   | ANAMARCO 2019 + IPCA       |
| 16º   | ARMAZÉM CORAL LTDA.                                            | 912.946   | 1,16%   | ANAMARCO 2019 + IPCA       |
| 17º   | TODIMO MAT. CONSTR. S.A.                                       | 821.652   | 1,05%   | RANKING 500 + IPCA         |
| 18º   | BALAROTI COM. MAT. CONSTR. S.A.                                | 750.495   | 0,96%   | GAZETA DO POVO 2019 + IPCA |

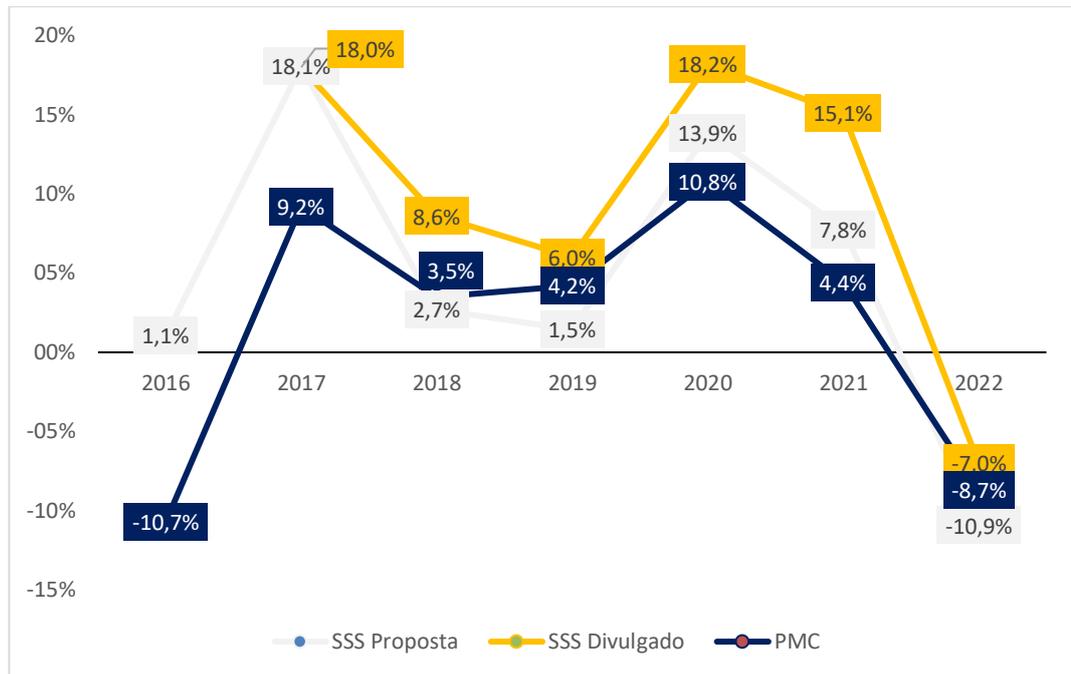
Fonte - Revista Anamaco (2020).

Conforme também demonstrado no anexo I, verifica-se como é pulverizado o mercado em questão no Brasil, com baixa concentração de market-share entre os concorrentes.

#### 4.1.4 ANÁLISE DO CRESCIMENTO ORGÂNICO

A empresa Lojas Quero-Quero divulga anualmente o Same Store Sales (SSS) do ano fiscal, possível indicador para o crescimento orgânico. Demonstra-se no Gráfico 1 tais valores na linha “SSS divulgado”.

Gráfico 1: Same Store Sales Lojas Quero-Quero



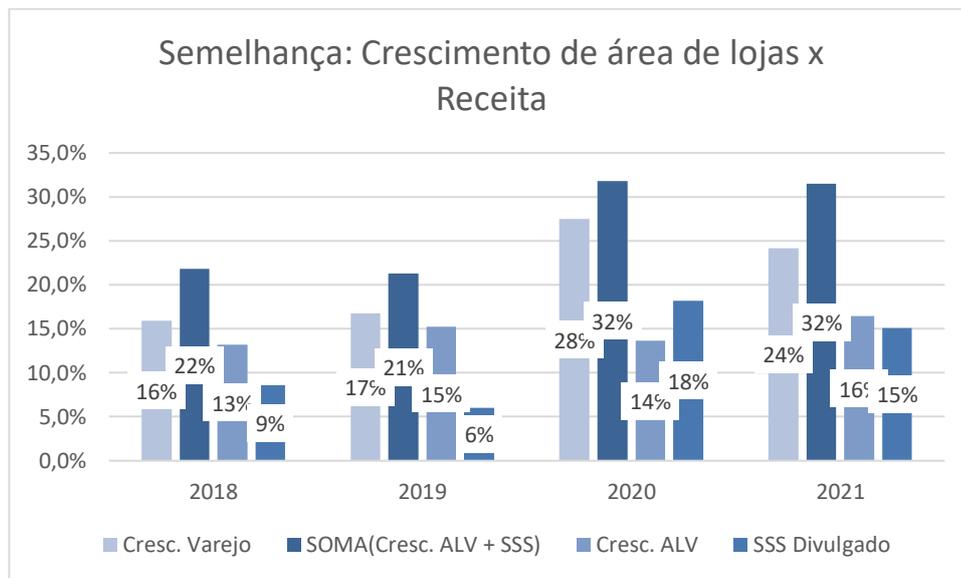
Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Tais valores apresentam crescimento superior ao dobro do que obteve o varejo de materiais de construção civil no Brasil, segundo o IBGE através da PMC (2021) (Pesquisa Mensal do Comércio) em mais de 50% dos períodos analisados. Conforme explanado na revisão bibliográfica, no tópico Same Store Sales, existe a possibilidade de o indicador estar contaminado pela maturação de lojas novas, basicamente porque a empresa abre em média 59 lojas por ano no período de 2019 a 2022. Para se entender o impacto desse número, traz-se o dado de que a empresa finaliza 31/12/2022 com 529 lojas, sendo aquele número mais de 10% sobre a base atual de lojas.

Existe um outro fator que corrobora com a possibilidade da existência de uma curva de maturação, que fará com que as lojas inauguradas recentemente contaminem o indicador Same Store Sales originalmente divulgado pela companhia. No gráfico 2 se terá “Cresc. ALV” representando o aumento percentual de área de vendas (ALV de lojas abertas no ano/ALV de lojas no fim do período anterior). Verifica-se que, por hipótese, se o crescimento e área de vendas oriundo de novas lojas (“Cresc. ALV”) representa o crescimento inorgânico, e o (“SSS divulgado”) representa o crescimento orgânico, a soma de ambos, ou seja, inorgânico + orgânico deveria representar o crescimento total das vendas de varejo (“Cresc. Varejo”). No entanto, a soma diverge desse número.

Há duas possíveis explicações para a divergência: 1- O crescimento orgânico não é representado pelo Same Store Sales devido à curva de maturação; 2- O crescimento de área não necessariamente implica em igual aumento de receita, pois as lojas novas não possuem, ao menos inicialmente, a mesma razão de RECEITA POR METRO QUADRADO DE ÁREA DE VENDAS. Por fim, ambas as hipóteses corroboram para a tese da maturação.

Gráfico 2: Crescimento de área de lojas x Receita



Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Visando a ter algum número passível de análise, o autor desta monografia traz uma tentativa de calcular um indicador que melhor represente o crescimento orgânico da empresa, evitando a contaminação pela maturação de lojas inauguradas recentemente, conforme dedução a seguir:

7. Parte-se da premissa fundamental: Crescimento (aumento da receita total de varejo oriunda de todos os canais) trata-se da variação percentual das vendas de varejo:

$$\text{Equação 20: Crescimento} = \frac{\Delta \text{Vendas}}{\text{Venda anterior}}$$

8. Se poderá repartir o " $\Delta$ Vendas" em três fatores: Novas lojas, representando crescimento inorgânico; Maturação, representando um meio termo; SSSr, representando o crescimento orgânico.

$$\text{Equação 21: Crescimento} = \frac{\Delta \text{Novas lojas} + \Delta \text{Maturação} + \Delta \text{SSSr}}{\text{Venda anterior}}$$

9. Tais fatores, por sua vez, podem ser também repartidos em fatores:

$$\text{Equação 22: Crescimento} = \frac{\text{área}_{\text{new}} * \text{RM}^2_{\text{new}} + \text{área}_{\text{new ano anterior}} * (\text{RM}^2_{\text{maduro}} - \text{RM}^2_{\text{new}}) + \Delta \text{SSSr}}{\text{Venda anterior}}$$

Em que:

RM<sup>2</sup> representa Receita por m<sup>2</sup> (metro quadrado) de ALV

Área representa a área líquida de vendas (ALV)

10. Assumimos uma importante premissa, a de que há uma abertura constante de lojas, ou seja  $\text{área}_{\text{new}} = \text{área}_{\text{new ano anterior}}$  com isso simplifica-se a equação anterior e efetua-se as manipulações algébricas:

$$\text{Crescimento} = \frac{\text{área}_{\text{new}} * (\text{RM}^2_{\text{new}} + \text{RM}^2_{\text{maduro}} - \text{RM}^2_{\text{new}}) + \Delta \text{SSSr}}{\text{Venda anterior}}$$

$$\text{Crescimento} = \frac{\text{área}_{\text{new}} * (\text{RM}^2_{\text{maduro}}) + \Delta \text{SSSr}}{\text{Venda anterior}}$$

$$\text{Crescimento} = \frac{\text{área}_{\text{new}} * (\text{RM}^2_{\text{maduro}})}{\text{Venda anterior}} + \frac{\Delta \text{SSSr}}{\text{Venda anterior}}$$

$$\text{Crescimento} = \frac{\text{área}_{\text{new}} * (\text{RM}^2_{\text{maduro}})}{\text{área}_{\text{anterior}} * (\text{RM}^2_{\text{maduro}})} + \frac{\Delta \text{SSSr}}{\text{Venda anterior}}$$

$$\text{Crescimento} = \frac{\text{área}_{\text{new}}}{\text{área}_{\text{anterior}}} + \frac{\Delta \text{SSSr}}{\text{Venda anterior}}$$

Com isso, se terá que:

$$\text{Equação 23: Crescimento} = \text{Variação \% área} + \text{Variação \% SSSr}$$

Entender-se-á, portanto, que o crescimento percentual total da receita de varejo em um ano é a soma da variação percentual de área no ano, e a variação SSSr (Same Store Sales realista, ou crescimento orgânico). Além disso, a premissa  $\text{área}_{new} = \text{área}_{new \text{ ano anterior}}$  tende a ser uma aproximação razoável para a empresa, pois ela mantém relativa estabilidade na área de vendas oriunda de inaugurações anualmente, como se verifica na tabela 4:

Tabela 4 - Cronograma de abertura de lojas Quero-Quero

| Rótulos de Linha   | Nova alv (m <sup>2</sup> ) | Novas cidades |
|--------------------|----------------------------|---------------|
| 2018               | 24.423                     | 35            |
| 2019               | 31.988                     | 50            |
| 2020               | 32.915                     | 50            |
| 2021               | 45.031                     | 70            |
| 2022               | 37.108                     | 64            |
| <b>Total Geral</b> | <b>356.431,00</b>          | <b>529,00</b> |

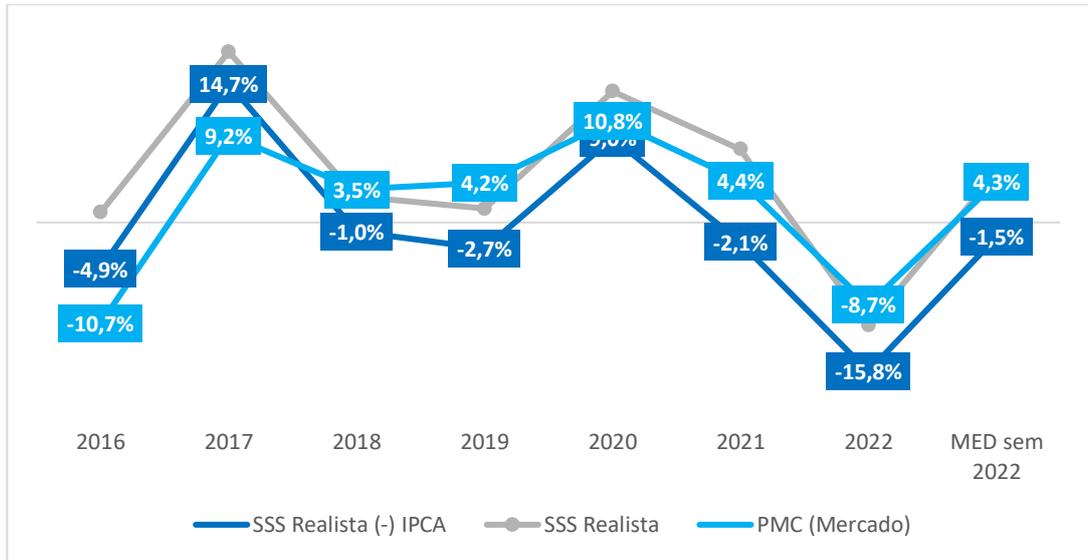
Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Com isso, elabora-se a proposta para refletir o crescimento orgânico da empresa seria a variação % SSSr. Este indicador foi calculado para todos os anos em que foi possível, e ilustrado no gráfico 3, do tópico seguinte.

#### 4.1.4.1 Same Store Sales com correção

Analisa-se, portanto, o dado de SSSr deflacionado pelo índice IPCA e comparado com a PMC (2021), do IBGE, no gráfico 3. Isso porque, como se projetará o fluxo de caixa futuro deflacionado, importa o crescimento real de qualquer variável.

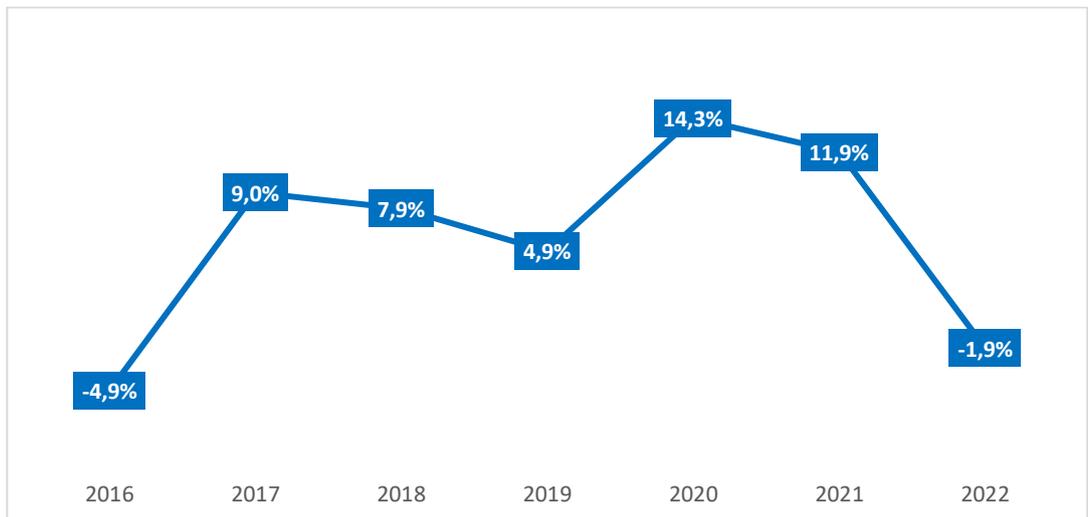
Gráfico 3: Capacidade de crescimento sem novas lojas - LJQQ



Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ e IBGE

Na mediana sem 2022, a empresa apresenta crescimento orgânico anual de -1,5%, e acumulando os valores de 2016 até dezembro de 2022, se terá o gráfico 4, que demonstra um resultado negativo:

Gráfico 4: Taxa SSSr (-) IPCA Acumulada

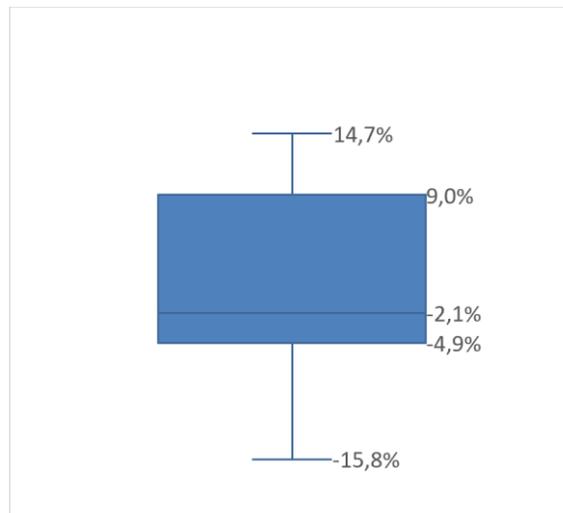


Fonte: Elaborado pelo autor

Além disso, o gráfico 5 demonstra que a empresa em mais de 50% das vezes tende a apresentar crescimento orgânico negativo. Como existe uma dispersão considerável nos dados, é possível que um elevado crescimento no SSSr compense períodos de queda, no entanto, o

gráfico levanta dúvidas sobre a real capacidade de crescimento da empresa acima da inflação, abrindo a possibilidade para perdas em vendas orgânicas.

Gráfico 5: Box plot Taxa SSSr (2016-2022)



Fonte: Elaborado pelo autor

Deste modo, a análise realizada não é plenamente conclusiva, havendo a necessidade de mais dados, ou entendimento mais aprofundado das variáveis que influenciam o crescimento orgânico, mas se terá uma conclusão intermediária: A de que existe a possibilidade de a empresa não apresentar crescimento sustentável de receita.

## 4.2 PROJEÇÃO DE RECEITA

A projeção de receita consiste em estimar quanto se espera que a empresa tenha de receita nos períodos futuros.

### 4.2.1 MODELO DE PROJEÇÃO DE VENDAS

A abordagem consiste em utilizar os três fatores aplicados à equação 24:

- A. Taxa de conversão (Compras/Cliente): Mede o percentual de clientes que entram na loja e que realizam uma compra em relação a todos os que entraram.
- B. Fluxo de clientes (Clientes/mês) que entram na loja.
- C. Ticket médio (R\$/Compra): Valor médio de aquisição de um cliente que faz uma compra na loja. Descoberto pela média do valor nominal (R\$) de todas as compras do período).

$$\text{Equação 24: } A * B * C (\text{Período}) = \text{Receita bruta (Período)}$$

#### 4.2.2 VENDA DIGITAL

O autor participou das assembleias de acionistas em 2022 da empresa Lojas Quero-Quero, e identificou que não houve nenhuma menção às palavras “e-commerce” ou “digital”, com isso, juntamente com a análise do discurso nas assembleias, e mensagem aos acionistas, conclui-se que provavelmente a empresa não possui foco no e-commerce. Com isso, a prioridade do autor concentrou-se em analisar os canais: Novas lojas e Cartões. Que possuem múltiplas menções dentro das mensagens da administração.

##### 4.2.2.1 Obtenção do fluxo mensal de clientes:

Segundo o “RELATÓRIO SIMILARWEB – ACESSOS ECOMMERCE” no anexo II, se terá o número de acessos mensais para os últimos três meses no site da empresa:

Tabela 5 - Número de acessos mensais

| Período      | Acessos mensais |
|--------------|-----------------|
| dez/22       | 439.837         |
| jan/23       | 392.476         |
| fev/23       | 329.807         |
| <b>Média</b> | <b>387.373</b>  |

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do portal Similarweb

Será utilizado como fluxo de clientes no site o valor de 387.373 mil visitas mensais. Destas visitas, 20,78% são oriundas de computadores *desktop*, enquanto 79,22% em dispositivos móveis.

Assumindo que a abertura de lojas em novas cidades aumenta o reconhecimento de marca da empresa, o crescimento do fluxo de clientes será idêntico ao crescimento de vendas nas lojas físicas.

#### 4.2.2.2 Obtenção da taxa de conversão

Segundo o “E-commerce Radar – 1º semestre 2018” da Neoatlas, a taxa de conversão do *ecommerce* em desktop é de 1,9%, enquanto em dispositivos móveis 1,0%. Tais são os fatores que serão utilizados, permanecendo estáticos até o fim do período projetado.

#### 4.2.2.3 Ticket médio

A pesquisa EBIT | NIELSEN Webshoppers 44 (2021) divulga o ticket médio de *ecommerce* como R\$ 534. É necessário se atentar de que não existe um dado específico para lojas de Casa & Decoração, no entanto, será assumido aquele dado como o mais razoável encontrado, considerando a necessidade de pesquisa com metodologia definida atendida pela fonte. O dado de junho/2021 será atualizado conforme o IPCA como na figura 5.

Figura 5 - Atualização do ticket médio pelo IPCA

**Resultado da Correção pelo IPCA (IBGE)**

| <b>Dados básicos da correção pelo IPCA (IBGE)</b> |                     |
|---------------------------------------------------|---------------------|
| <b>Dados informados</b>                           |                     |
| Data inicial                                      | 07/2021             |
| Data final                                        | 12/2022             |
| Valor nominal                                     | R\$ 534,00 ( REAL ) |
| <b>Dados calculados</b>                           |                     |
| Índice de correção no período                     | 1,12202830          |
| Valor percentual correspondente                   | 12,202830 %         |
| Valor corrigido na data final                     | R\$ 599,16 ( REAL ) |

Fonte: Calculadora do Cidadão

Por último, o ticket médio, tal como a receita de varejo nas lojas físicas, sofre aumento juntamente com o PIB brasileiro projetado.

#### 4.2.2.4 Projeção de vendas

Consolida-se todas as premissas mencionadas e o resultado na tabela 6, para facilitar o entendimento do leitor:

Tabela 6 - Consolidação das premissas e receita

| ROWS                             | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    | 2031    | 2032    |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <i>Cálculo de receita</i>        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Taxa de conversão Desktop        | 1,9%    | 1,9%    | 1,9%    | 1,9%    | 1,9%    | 1,9%    | 1,9%    | 1,9%    | 1,9%    | 1,9%    |
| Taxa de conversão Mobile         | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    |
| Fluxo de clientes (Clientes/mês) | 387.373 | 452.273 | 529.094 | 579.825 | 635.490 | 693.304 | 753.333 | 815.646 | 880.314 | 947.411 |
| Fluxo mobile                     | 306.800 | 358.200 | 419.042 | 459.221 | 503.308 | 549.097 | 596.640 | 645.992 | 697.209 | 750.349 |
| Fluxo desktop                    | 80.574  | 94.073  | 110.052 | 120.604 | 132.182 | 144.207 | 156.693 | 169.654 | 183.105 | 197.061 |
| Ticket médio (R\$/Compra)        | 604,49  | 610,69  | 621,46  | 631,56  | 645,30  | 659,35  | 673,69  | 688,35  | 703,33  | 718,64  |
| Aumento de fluxo                 |         | 16,75%  | 16,99%  | 9,59%   | 9,60%   | 9,10%   | 8,66%   | 8,27%   | 7,93%   | 7,62%   |
| Aumnto do ticket                 | 0,89%   | 1,03%   | 1,76%   | 1,63%   | 2,18%   | 2,18%   | 2,18%   | 2,18%   | 2,18%   | 2,18%   |
| ROBLD Digital (R\$ mil)          | 33.360  | 39.349  | 46.844  | 52.170  | 58.422  | 65.124  | 72.303  | 79.987  | 88.207  | 96.996  |

Fonte - Elaborado pelo autor

Ao final da tabela 6 se terá a receita projetada segundo a equação 24.

#### 4.2.3 LOJAS FÍSICAS ANTIGAS

Serão chamadas de “Lojas físicas antigas” ou “Lojas antigas” as lojas inauguradas antes de 01/07/2021. Elas são projetadas de maneira apartada das chamadas “Novas lojas”, que estão em etapas mais iniciais em sua curva de maturação.

##### 4.2.3.1 Drivers de crescimento das lojas físicas

Os drivers de crescimento das lojas serão explorados abaixo.

###### 4.2.3.1.1 Crescimento real do PIB:

Dentro da análise quantitativa, foi dissertado acerca da capacidade de crescimento orgânico da empresa. A conclusão foi de que existe a possibilidade de a empresa não apresentar crescimento sustentável de receita. Considerando que os fluxos de caixa estão deflacionados, haveria a hipótese de manter um crescimento orgânico menor ou igual a zero. Apesar disso, como há incerteza sobre a real capacidade de crescimento, foi assumido que a empresa terá crescimento orgânico equivalente ao crescimento projetado do PIB.

As fontes utilizadas foram:

- PIB 2023: Relatório Focus de 10/03/2023. Justificativa: O PIB projetado pelo Itaú (1,3%) destoa em +46% da expectativa do mercado através do Focus (0,89%)

- PIB 2024-2026: Projeção do Itaú 03/2023.
- PIB 2027-2032: Média 2001 a 2021. Justificativa: Utilização do histórico.

#### 4.2.3.1.2 Crescimento da área de vendas:

Adiante será explicada a abertura de novas lojas. Basicamente, após uma loja nova terminar seu ciclo de maturação, chegando ao seu melhor potencial, sua receita é transferida para Lojas Antigas, somente reclassificando, sem alteração de valor.

#### 4.2.3.2 Obtenção da taxa de conversão:

Segundo pesquisa da *Retail TouchPoints* este é um fator que tende a não se alterar no tempo, exceto se por uma mudança significativa no negócio, como uma grande inovação, e tende estar em torno de 30%. Com isso, foi utilizado o fator de 30% estático de 2023 a 2032.

#### 4.2.3.3 Ticket médio:

Atualmente a empresa, e nenhuma de suas pares divulga dados de ticket médio, na tentativa de estabelecer um dado o qual se possa analisar obtém-se os dados do Sincomavi (2022) (Sindicato do Comércio Varejista de Material de Construção, Maquinismos, Ferragens, Tintas, Louças e Vidros da Grande São Paulo) que apontam que o ticket médio do varejo de materiais de construção era de R\$ 211,75 em 2021. Atualizando esse dado com o indicador IGP-M se terá R\$ 262,99 ao fim de 2022.

O crescimento orgânico da empresa pode vir principalmente do aumento de ticket médio e aumento do fluxo de clientes. Tal crescimento é embutido totalmente no ticket médio, de modo que este é atualizado anualmente segundo o PIB nacional estimado (Seria possível distribuir o percentual de crescimento orgânico entre maior fluxo e maior ticket médio, no entanto, como o resultado final da receita é precisamente o mesmo, faz-se isto por simplificação).

#### 4.2.3.4 Obtenção do fluxo mensal de clientes:

O fluxo de clientes foi estimado com base nas vendas de 2022. Para determinar o dado com mais exatidão expurgar-se-á as vendas de e-commerce. Conforme premissas da tabela 7,

projeta-se 33,360 milhões de reais em vendas para 2023. Deflaciona-se o dado e fica estimado em 31,534 milhões de reais a venda de e-commerce (digital) para 2022 na tabela 8.

Tabela 7 - Projeção e-commerce

|                       |            |
|-----------------------|------------|
| Projeção 2023 digital | 33.359.981 |
| IPCA 2022             | 5,79%      |
| Projeção 2022 digital | 31.534.153 |

Fonte - Elaborado pelo autor

Com isso, a receita de varejo dividida em canal digital e lojas físicas fica como na tabela 8.

Tabela 8 - Receita de lojas físicas

|                             |               |        |
|-----------------------------|---------------|--------|
| RECEITA VAREJO DIVULGADA    | 2.040.882.000 | 100,0% |
| Projeção 2022 digital       | 31.534.153    | 1,5%   |
| Projeção 2022 Lojas físicas | 2.009.347.847 | 98,5%  |

Fonte - Elaborado pelo autor

Tendo em mãos a receita das lojas físicas, a área de vendas, e o ticket médio, aplica-se a equação 24 com modificação na ordem dos fatores para chegar ao fluxo de clientes mensais como na equação 25:

$$\text{Equação 25: } ((\text{Taxa de conversão}/\text{Ticket médio})/\text{Receita de lojas físicas})/12 = \text{fluxo de clientes mensal}$$

Com isso, se terá a aplicação e resultado de 2.122.304 clientes que frequentam as lojas físicas da Quero-Quero mensalmente, conforme na tabela 9.

Tabela 9 - Cálculo do fluxo de clientes mensais

|                                     |               |
|-------------------------------------|---------------|
|                                     | <b>2022</b>   |
| Taxa de conversão (Compras/Cliente) | 30%           |
| Ticket médio (R\$/Compra)           | 262,99        |
| ROBLD LOJAS FÍSICAS atual           | 2.009.347.847 |
| Fluxo de clientes (Clientes/mês)    | 2.122.304     |

Fonte - Elaborado pelo autor

Ressalta-se ao leitor o impacto deste número nas projeções. Por isso, realiza-se o *backtest* dele no parágrafo seguinte:

Até o final do ano fiscal de 2022, a Quero-Quero atuava em 439 cidades, que somam 17.525.447 habitantes segundo prévia da população calculada com base nos resultados do Censo Demográfico (2022) até 25 de dezembro de 2022. O número estipulado, de 2.122.304 clientes mensais, diz que 12,1% habitantes das cidades frequentam ao menos uma vez uma loja da Quero-Quero por mês. Este valor em nenhuma hipótese poderia exceder 100,0%.

Neste momento, será calculado o fluxo de clientes por metro quadrado da empresa, informação que pode ser considerada mais útil pois a área de vendas da empresa sofre modificações em todos os anos, desde o início da divulgação dos dados.

Tabela 10 - Cálculo do fluxo de clientes por metro quadrado

|                                                 |             |
|-------------------------------------------------|-------------|
| ALV m <sup>2</sup> (dezembro/2022)              | 356.431     |
| Fluxo de clientes (Clientes/mês)                | 2.122.304   |
| Fluxo de clientes (Clientes/mês)/m <sup>2</sup> | <b>5,95</b> |

Fonte - Elaborado pelo autor

Ademais, considerando que se tem 289.005 m<sup>2</sup> em ALV de lojas antigas, se terá o fluxo de clientes em lojas antigas na tabela 11.

Tabela 11 - Fluxo de clientes em lojas antigas

|                                                 |             |
|-------------------------------------------------|-------------|
| Área de lojas antigas                           | 289.005     |
| Fluxo de clientes (Clientes/mês)/m <sup>2</sup> | <b>5,95</b> |
| Fluxo de clientes em lojas antigas              | 1.720.828   |

Fonte - Elaborado pelo autor

Com isso, a empresa inicia 2023 com 1.720.828 clientes por mês frequentando as lojas antigas, e todos os anos o fluxo de lojas antigas é atualizado por novas lojas que finalizaram seu processo de maturação e se tornaram antigas. Por exemplo, na quarta linha da tabela 12 é possível verificar que em 2024 serão adicionados mais 267.903 clientes visitando a loja por mês. Bem como em 2025 há o acréscimo de 565.390 clientes gerando fluxo mensal.

#### 4.2.3.5 Projeção de vendas

Tabela 12 - Projeção de receita de lojas físicas antigas

| ROWS                                                   | 2023      | 2024      | 2025      | 2026      | 2027      | 2028      | 2029      | 2030      | 2031      | 2032      |
|--------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Taxa de conversão (Compras/Cliente)                    | 30%       | 30%       | 30%       | 30%       | 30%       | 30%       | 30%       | 30%       | 30%       | 30%       |
| Fluxo de clientes (Clientes/mês)                       | 1.720.828 | 1.988.731 | 2.286.219 | 2.465.358 | 2.644.498 | 2.823.638 | 3.002.777 | 3.181.917 | 3.361.057 | 3.540.196 |
| Fluxo de clientes (Clientes/mês) das lojas antes 2023  | 1.720.828 | 1.720.828 | 1.720.828 | 1.720.828 | 1.720.828 | 1.720.828 | 1.720.828 | 1.720.828 | 1.720.828 | 1.720.828 |
| Fluxo de clientes (Clientes/mês) lojas novas maturadas | 0         | 267.903   | 565.390   | 744.530   | 923.670   | 1.102.809 | 1.281.949 | 1.461.089 | 1.640.228 | 1.819.368 |
| Ticket médio (R\$/Compra)                              | 265,33    | 268,06    | 272,78    | 277,22    | 283,25    | 289,41    | 295,71    | 302,14    | 308,72    | 315,44    |
| PIB                                                    | 0,89%     | 1,03%     | 1,76%     | 1,63%     | 2,18%     | 2,18%     | 2,18%     | 2,18%     | 2,18%     | 2,18%     |
| Crescimento LIQQ                                       | 0,89%     | 1,03%     | 1,76%     | 1,63%     | 2,18%     | 2,18%     | 2,18%     | 2,18%     | 2,18%     | 2,18%     |
| $\Delta$ ROBLD lojas físicas antigas                   | 0,89%     | 16,75%    | 16,99%    | 9,59%     | 9,60%     | 9,10%     | 8,66%     | 8,27%     | 7,93%     | 7,62%     |
| Area SQM                                               | 289.005   | 333.998   | 383.960   | 414.045   | 444.131   | 474.217   | 504.302   | 534.388   | 564.474   | 594.559   |
| ROBLD Lojas antigas (em milhares)                      | 1.643.740 | 1.919.130 | 2.245.103 | 2.460.368 | 2.696.574 | 2.941.895 | 3.196.615 | 3.461.028 | 3.735.435 | 4.020.146 |

Fonte: Elaborado pelo autor

A tabela 12 replica a equação 24. Como se verifica, o crescimento orgânico é inferior à variação “ $\Delta$  ROBLD lojas físicas antigas”, que mede o percentual de aumento na linha ROBLD Lojas antigas. Apontando para a estratégia de crescimento baseada na abertura de novas lojas. Isso ocorre porque a variação de área de vendas contribui para o aumento de receita. Adiante, será explicado o plano de abertura de lojas.

#### 4.2.4 LOJAS FÍSICAS NOVAS

Serão chamadas de “Lojas físicas novas” ou “Lojas novas” todas as lojas inauguradas em no máximo 2 anos. Esse período será explicado adiante. Importa que todas as lojas que terminaram este processo de maturação que dura 2 anos, de seu terceiro ano em diante tem seu fluxo de clientes somado ao das lojas antigas, sendo computadas no tópico 4.2.3.5 Projeção de vendas nas lojas antigas.

##### 4.2.4.1 Drivers de crescimento das lojas físicas

Os drivers de crescimento das lojas serão explorados abaixo.

#### 4.2.4.1.1 Maturação das lojas:

A maturação de lojas constitui fator de crescimento para novas lojas novas. Como foi dissertado na fundamentação teórica, existe um ciclo de desenvolvimento de uma loja, em que ela não inicia com toda a sua receita potencial.

Foram feitos os melhores esforços para chegar em uma curva de maturação adequada em que se houvesse os percentuais atingidos do potencial de uma loja, mesmo utilizando métodos estatísticos, mas a falta de dados específicos impede tal feito. Portanto, alerta-se o leitor de que será feita uma suposição de que o ciclo de maturação de uma loja possui 10 anos. Com base nesse período, será utilizada a Curva ABC para determinar os percentuais a serem atingidos. Na curva ABC:

11. 10% no eixo x corresponde a 50% em y
12. 20% no eixo x corresponde a 80% em y
13. 50% no eixo x corresponde a 95% em y
14. 100% no eixo x corresponde a 100% em y

No caso, em 10% dos anos (1 ano), se terá 50% do fluxo de clientes potencial, em 20% dos anos (2 anos) 80%, já do terceiro ano em diante, por simplificação, assumir-se-á que existe 100% do fluxo potencial. Frisa-se, portanto, que o ciclo de 10 anos foi aproximado para um que possui 3 anos para facilitar os cálculos.

Tabela 13 - Curva de maturação de novas lojas

|                                                 |             |
|-------------------------------------------------|-------------|
| <b>Maturidade do fluxo de clientes (ano 1)</b>  | <b>50%</b>  |
| <b>Maturidade do fluxo de clientes (ano #2)</b> | <b>80%</b>  |
| <b>Maturidade do fluxo de clientes (ano #3)</b> | <b>100%</b> |

Fonte - Elaborado pelo autor

#### 4.2.4.1.2 Crescimento da área de vendas:

Analisando o histórico na tabela 14, ver-se-á uma constante abertura de lojas no plano de expansão que a empresa dá seguimento.

Tabela 14 - Histórico de abertura de lojas por ano Quero-Quero

| Ano abertura       | ALV aberta        | nº lojas      |
|--------------------|-------------------|---------------|
| ⊕ 2010 Anterior    | 128.749           | 176           |
| ⊕ 2011             | 19.446            | 25            |
| ⊕ 2012             | 4.922             | 7             |
| ⊕ 2013             | 8.240             | 14            |
| ⊕ 2014             | 4.060             | 6             |
| ⊕ 2015             | 3.518             | 5             |
| ⊕ 2016             | 6.982             | 12            |
| ⊕ 2017             | 9.049             | 15            |
| ⊕ 2018             | 24.423            | 35            |
| ⊕ 2019             | 31.988            | 50            |
| ⊕ 2020             | 32.915            | 50            |
| ⊕ 2021             | 45.031            | 70            |
| ⊕ 2022             | 37.108            | 64            |
| <b>Total Geral</b> | <b>356.431,00</b> | <b>529,00</b> |

Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

É importante ressaltar que antes de 2019 havia menor abertura de lojas, pois a empresa não possuía as alavancas: Emissão de ações (iniciada após o IPO em 2020) e FIDC (Venda de recebíveis a um fundo de investimento em crédito).

Foi realizado contato com o serviço ao investidor da empresa via correio eletrônico, e foi informado que a empresa pretende continuar com seu plano de expansão, com isso, estima-se, com base na média histórica de 2017 (ano em que se terá informações auditadas) a 2022, a abertura de 30.086 m<sup>2</sup> de ALV novos todos os anos. Tal valor é replicado em todos os anos como se verifica na projeção da tabela 15 em “Stores 2023 ahead openings”.

Um fator que deve ser considerado são as lojas já abertas recentemente e que estão em processo de maturação. Conforme afirma o diretor-presidente da empresa: “há um crescimento contratado” na divulgação de resultados do ano de 2022 se referindo às lojas inauguradas e que devem crescer a curto e médio prazo. Tal efeito é inserido na tabela 15 em “Stores already opened” com a área de vendas aberta recentemente. Sendo que os 19.876 m<sup>2</sup> abertos mais recentemente ainda terão mais o ano de 2024 de maturação.

Tabela 15 - Projeção de abertura de lojas

| ROWS                              | 2023      | 2024      | 2025   | 2026   | 2027   | 2028   | 2029   | 2030   | 2031   | 2032   |
|-----------------------------------|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>STORES ALREADY OPENED</b>      |           |           |        |        |        |        |        |        |        |        |
| IN 1ST YEAR MATURATION            | 19.876,00 | 0,00      | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| IN 2ND YEAR MATURATION            | 44.993,00 | 19.876,00 | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| <b>STORES 2023 AHEAD OPENINGS</b> |           |           |        |        |        |        |        |        |        |        |
| OPENED STORES IN YEAR             | 30.086    | 30.086    | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 |
| IN 1ST YEAR MATURATION            | 30.086    | 30.086    | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 |
| IN 2ND YEAR MATURATION            | 0         | 30.086    | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 |
| <b>TOTAL AREA IN MATURATION</b>   |           |           |        |        |        |        |        |        |        |        |
| IN 1ST YEAR MATURATION            | 49.962    | 30.086    | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 |
| IN 2ND YEAR MATURATION            | 44.993    | 49.962    | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 | 30.086 |

Fonte: Elaborado pelo autor

#### 4.2.4.1.3 Crescimento real do PIB:

Tópico já explanado dentro de 4.2.3 LOJAS FÍSICAS ANTIGAS, se terá também a influência do PIB no crescimento da receita das lojas novas.

#### 4.2.4.2 Obtenção da taxa de conversão:

Foi utilizado o mesmo valor do tópico 4.2.3 LOJAS FÍSICAS ANTIGAS.

#### 4.2.4.3 Ticket médio:

Foi utilizado o mesmo valor do tópico 4.2.3 LOJAS FÍSICAS ANTIGAS;

#### 4.2.4.4 Obtenção do fluxo mensal de clientes:

Conforme explicado no tópico 4.2.3 LOJAS FÍSICAS ANTIGAS, se terá 5,95 como Fluxo de clientes (Clientes/mês)/m<sup>2</sup>. Tendo as áreas em m<sup>2</sup> por ano, é possível realizar a multiplicação e obter o fluxo de clientes esperado para as lojas novas.

#### 4.2.4.5 Projeção de vendas

Conforme as premissas explanadas, e o mesmo cálculo das lojas antigas, a saber, receita igual ao produto de fluxo de clientes, taxa de conversão e ticket médio, se terá a receita bruta líquida de devoluções (ROBLD) projetada na tabela 16.

Tabela 16 - Projeção de receita de lojas novas

| ROWS                                | 2023        | 2024        | 2025        | 2026        | 2027        | 2028        | 2029        | 2030        | 2031        | 2032        |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>Cálculo de receita</i>           |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Taxa de conversão (Compras/Cliente) | 30%         | 30%         | 30%         | 30%         | 30%         | 30%         | 30%         | 30%         | 30%         | 30%         |
| Fluxo de clientes (Clientes/mês)    | 363.066     | 327.560     | 232.882     | 232.882     | 232.882     | 232.882     | 232.882     | 232.882     | 232.882     | 232.882     |
| Fluxo de clientes (Clientes/mês)/m² | 5,95        | 5,95        | 5,95        | 5,95        | 5,95        | 5,95        | 5,95        | 5,95        | 5,95        | 5,95        |
| Area in 1st year                    | 49.962      | 30.086      | 30.086      | 30.086      | 30.086      | 30.086      | 30.086      | 30.086      | 30.086      | 30.086      |
| Area in 2nd year                    | 44.993      | 49.962      | 30.086      | 30.086      | 30.086      | 30.086      | 30.086      | 30.086      | 30.086      | 30.086      |
| Area transferred to old stores      | 0           | 44.993      | 94.955      | 125.040     | 155.126     | 185.212     | 215.297     | 245.383     | 275.469     | 305.554     |
| ROBLD Lojas novas                   | 346.801.726 | 316.096.127 | 228.693.424 | 232.410.196 | 237.467.536 | 242.634.926 | 247.914.760 | 253.309.485 | 258.821.602 | 264.453.665 |

Fonte: Elaborado pelo autor

#### 4.2.5 SERVIÇOS FINANCEIROS

Os serviços financeiros consistem em:

15. Comissão cartão de crédito: Chamado pela empresa simplesmente como “Cartões”, trata-se da receita obtida pela companhia quando um cliente utiliza o cartão. Como a Quero-Quero tem seu cartão com a bandeira Elo, e possui “parceiros”, que são as demais empresas que se conveniam para aceitar o cartão da VerdeCard, se terá o exemplo: Sempre que uma pessoa passa o cartão na loja do conveniado, este paga uma tarifa, que chamar-se-á de “Comissão de cartão de crédito”. Um fator que conta também nesta linha de receita é a anuidade paga pelo cliente para manter o cartão.
  
16. Serviços financeiros: Aparentemente a companhia, apesar de vender serviços de seguro de eletrodomésticos e garantia estendida, apenas indica serviços de terceiros, o que denota que a receita de serviços financeiros se trata mesmo somente de juros e encargos das operações financeiras oriundas dos cartões. São aplicados por exemplo: Encargos por atraso, Juros de rotativo, Juros de refinanciamento e multas.

##### 4.2.5.1 Projeção de receita

A técnica para projeção da receita de serviços financeiros basicamente consiste em projetar a “carteira de cartões”, que é a quantidade em reais de recebíveis acumulados de seus clientes. Sobre essa carteira, aplica-se os encargos históricos da empresa, chegando à tabela 17. Nos próximos tópicos será explicado como foram obtidos os parâmetros inseridos nesta tabela.

Tabela 17 - Projeção de receita de serviços financeiros

| ROWS                       | 2023    | 2024      | 2025      | 2026      | 2027      | 2028      | 2029      | 2030      | 2031      | 2032      |
|----------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Carteira líquida           | 986.187 | 1.093.725 | 1.199.288 | 1.295.516 | 1.401.700 | 1.512.035 | 1.626.654 | 1.745.698 | 1.869.310 | 1.997.637 |
| Carteira com juros líquida | 697.905 | 768.118   | 837.041   | 899.870   | 969.199   | 1.041.238 | 1.116.075 | 1.193.800 | 1.274.508 | 1.358.295 |
| Carteira sem juros líquida | 288.282 | 325.607   | 362.246   | 395.646   | 432.501   | 470.796   | 510.579   | 551.898   | 594.802   | 639.343   |
| Comissão cartão de crédito | 89.851  | 92.556    | 102.039   | 111.019   | 120.026   | 129.661   | 139.672   | 150.070   | 160.868   | 172.079   |
| Serviços financeiros       | 624.767 | 640.133   | 700.887   | 758.415   | 816.122   | 877.849   | 941.982   | 1.008.598 | 1.077.777 | 1.149.603 |
| ROBLD                      | 714.617 | 732.689   | 802.926   | 869.434   | 936.148   | 1.007.511 | 1.081.654 | 1.158.668 | 1.238.645 | 1.321.682 |

Fonte - Elaborado pelo autor

#### 4.2.5.2 Carteira líquida

Consiste a carteira líquida total na soma da carteira de recebíveis com juros e sem juros. Esses ativos diferem fundamentalmente, pois o primeiro gera receita de serviços financeiros, o posterior não. É importante ressaltar que o fator “líquida” significa que a carteira já está líquida (descontada) dos recebíveis considerados como de baixa probabilidade de recebimento, classificados nas demonstrações de resultado como “Provisão para perdas esperadas em recebíveis”.

Para projetar ambos os tipos de recebíveis, houve o mesmo raciocínio: Identificou-se possível similaridade entre as vendas do varejo da empresa e o aumento da carteira de recebíveis com juros. A hipótese faz sentido intuitivamente pois a empresa informa que realiza parte significativa de suas vendas em cartão próprio (52% em 2022). Com isso, será testado se quanto maior a venda, maior a carteira de recebíveis líquida, e vice-versa.

#### 4.2.5.3 Carteira com juros líquida

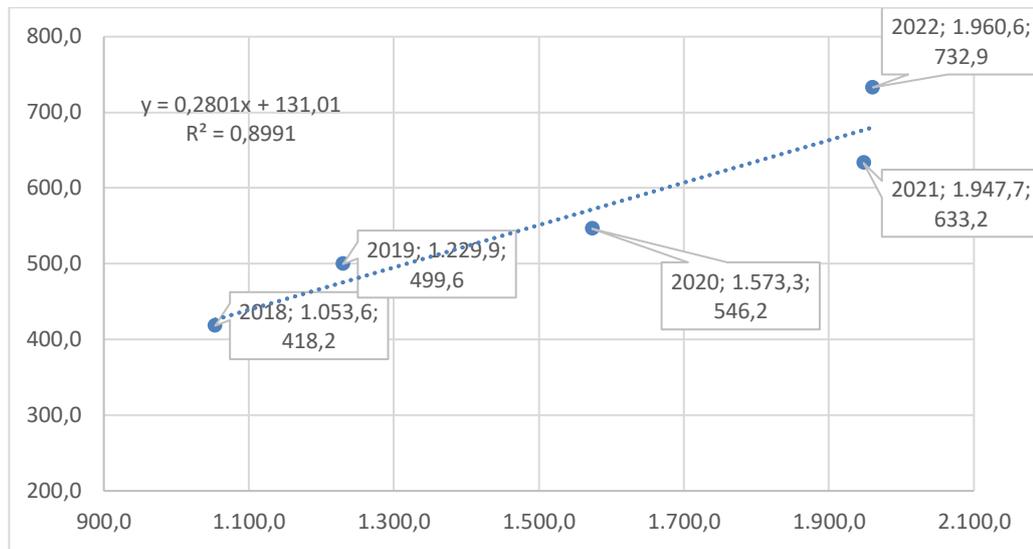
Tendo os dados da tabela 18 juntamente com a receita de varejo, foi realizada regressão linear, chegando-se à reta  $y = 0,2801x + 131,01$ , em que (y: Carteira com juros em R\$ milhões; x: Receita bruta líquida de devoluções do varejo em R\$ milhões). Foram utilizados os dados desde a estabilização da operação de cartões (2018), que se iniciou em 2017.

Tabela 18 - Carteiras e receita de varejo

| (Em milhões de Reais)                                          | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         |
|----------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>[E] Carteira líquida com juros - Cartão VerdeCard</b>       | <b>337,4</b> | <b>418,2</b> | <b>499,6</b> | <b>546,2</b> | <b>633,2</b> | <b>732,9</b> |
| <b>[F = A + C] Carteira líquida sem juros Cartão VerdeCard</b> | <b>158,3</b> | <b>150,9</b> | <b>176,0</b> | <b>193,6</b> | <b>270,5</b> | <b>300,0</b> |
| Varejo                                                         | 913,6        | 1.053,6      | 1.229,9      | 1.573,3      | 1.947,7      | 1.960,6      |

Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Gráfico 6: Correlação - Crescimento carteira (com juros) x ROB varejo



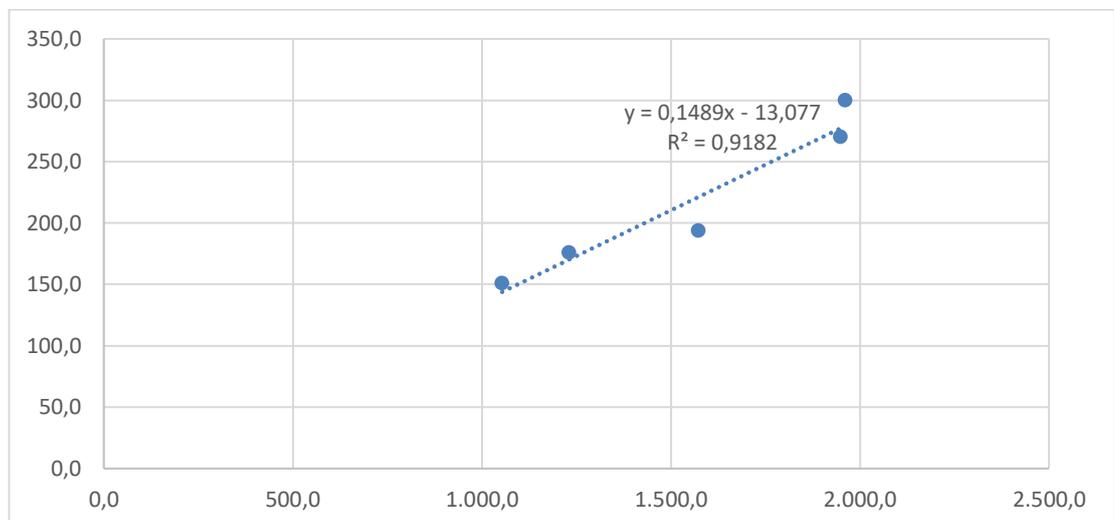
Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Obtendo-se um  $R^2$  de 0,8991, a equação mencionada foi aplicada para a previsão da carteira com juros líquida, já demonstrada na tabela 18.

#### 4.2.5.4 Carteira sem juros líquida

Em processo análogo à carteira com juros, demonstra-se o gráfico 7 de correlação com a receita bruta líquida de devoluções.

Gráfico 7: Correlação - Crescimento carteira (sem juros) x ROB varejo



Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Tendo-se a reta do gráfico 7, qual seja:  $y = 0,1489x - 13,077$  (y: Carteira sem juros em R\$ milhões; x: Receita bruta líquida de devoluções do varejo em R\$ milhões), com um  $R^2$  de 0,9182, a mesma será aplicada para a obtenção da carteira sem juros da tabela 18.

#### 4.2.5.5 Comissão de cartão de crédito

Analisando o histórico, a empresa mantém a cobrança em torno da média histórica (2018 a 2022), que é 8,9% sobre a carteira líquida total média. Por exemplo para 2022 se terá 72,6 milhões de reais e uma carteira de 1032,9 milhões em 2022, bem como 903,6 milhões em 2021, resultando numa carteira líquida total média de 968,3 milhões de reais. Portanto, a alíquota histórica será aplicada sobre a carteira já projetada para chegar à receita de Comissão de cartão de crédito da tabela 18.

Tabela 19 - Receita de comissão de cartão de crédito

| <i>(Em milhões de Reais)</i>                                   | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022           |
|----------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| <b>[E] Carteira líquida com juros - Cartão VerdeCard</b>       | <b>337,4</b> | <b>418,2</b> | <b>499,6</b> | <b>546,2</b> | <b>633,2</b> | <b>732,9</b>   |
| <b>[F = A + C] Carteira líquida sem juros Cartão VerdeCard</b> | <b>158,3</b> | <b>150,9</b> | <b>176,0</b> | <b>193,6</b> | <b>270,5</b> | <b>300,0</b>   |
| <b>[G = E + F] Carteira Líquida Cartão VerdeCard</b>           | <b>495,7</b> | <b>569,2</b> | <b>675,6</b> | <b>739,6</b> | <b>903,6</b> | <b>1.032,9</b> |
| Cartão de Crédito                                              | 44,3         | 50,1         | 63,5         | 64,1         | 69,3         | 72,6           |
| Receita Cartão de crédito/Carteira líquida total [G = E + F]   |              | 9%           | 10%          | 9%           | 8%           | 7%             |

Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Para fim de exemplo, demonstra-se o cálculo da receita de comissão para 2023: Alíquota média\*Carteira média =  $8,9\% * (1.080.383 + 1.032.929) / 2 = 94.042$

#### 4.2.5.6 Serviços financeiros

De forma análoga à projeção da receita de comissão, se terá na tabela 20 o juro histórico cobrado, mas sobre, logicamente, a carteira com juros, não a carteira total.

Tabela 20 - Receita de serviços financeiros

| <i>(Em milhões de Reais)</i>                             | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         |
|----------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Juros anual sobre carteira                               | 61%          | 78%          | 75%          | 85%          | 87%          |
| <b>[E] Carteira líquida com juros - Cartão VerdeCard</b> | <b>418,2</b> | <b>499,6</b> | <b>546,2</b> | <b>633,2</b> | <b>732,9</b> |
| Serviços Financeiros                                     | 229,8        | 359,9        | 391,8        | 501,3        | 596,5        |

Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Do mesmo modo, utiliza-se a carteira média, pois a fotografia de 31-dezembro-ano não reflete bem o comportamento da carteira durante o ano, sendo a média uma aproximação melhor. Não será, no entanto, utilizada a alíquota média histórica, e sim replicada a de 2022 (87%) pois a empresa teve de aumentar os seus juros a seus clientes, para repassar o alto custo de capital que vêm arcando, com o aumento do CDI. Tal fato foi informado pela companhia.

#### 4.2.6 CONSOLIDAÇÃO DA RECEITA

Demonstra-se, agora, a consolidação da receita de todos os canais de venda já demonstrados, bem como os m<sup>2</sup> de área de lojas abertas e receita por metro quadrado de loja, na tabela 21. Para se ter uma ideia do número de lojas adicionado anualmente, traz-se o dado que em 2022 a média de metros quadrados por loja foi de 670 m<sup>2</sup>.

Tabela 21 - Projeção final de receita

| (R\$ milhões)              | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    | 2031    | 2032    |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue/sqm                | 594     | 605     | 624     | 635     | 649     | 664     | 679     | 694     | 710     | 726     |
| Total Store Squaremeters   | 383.960 | 414.045 | 444.131 | 474.217 | 504.302 | 534.388 | 564.474 | 594.559 | 624.645 | 654.731 |
| Varejo                     | 2.023,9 | 2.274,6 | 2.520,6 | 2.744,9 | 2.992,5 | 3.249,7 | 3.516,8 | 3.794,3 | 4.082,5 | 4.381,6 |
| Lojas atuais               | 1.643,7 | 1.919,1 | 2.245,1 | 2.460,4 | 2.696,6 | 2.941,9 | 3.196,6 | 3.461,0 | 3.735,4 | 4.020,1 |
| Novas Lojas                | 346,8   | 316,1   | 228,7   | 232,4   | 237,5   | 242,6   | 247,9   | 253,3   | 258,8   | 264,5   |
| Ecommerce                  | 33,4    | 39,3    | 46,8    | 52,2    | 58,4    | 65,1    | 72,3    | 80,0    | 88,2    | 97,0    |
| Serviços financeiros       | 714,6   | 732,7   | 802,9   | 869,4   | 936,1   | 1.007,5 | 1.081,7 | 1.158,7 | 1.238,6 | 1.321,7 |
| Comissão cartão de crédito | 89,9    | 92,6    | 102,0   | 111,0   | 120,0   | 129,7   | 139,7   | 150,1   | 160,9   | 172,1   |
| Serviços financeiros       | 624,8   | 640,1   | 700,9   | 758,4   | 816,1   | 877,8   | 942,0   | 1.008,6 | 1.077,8 | 1.149,6 |
| Receita bruta              | 2.738,5 | 3.007,3 | 3.323,6 | 3.614,4 | 3.928,6 | 4.257,2 | 4.598,5 | 4.953,0 | 5.321,1 | 5.703,3 |

Fonte – Elaborado pelo autor

### 4.3 DEMAIS PROJEÇÕES DE RESULTADO

Afora a receita, serão demonstradas adiante as demais projeções que impactam o lucro líquido da empresa.

#### 4.3.1 MARGEM DE LUCRO (MARGEM BRUTA)

Após a obtenção da receita, apura-se qual margem a companhia provavelmente aplicará sobre seus produtos.

#### 4.3.1.1 Margem bruta de vendas de varejo

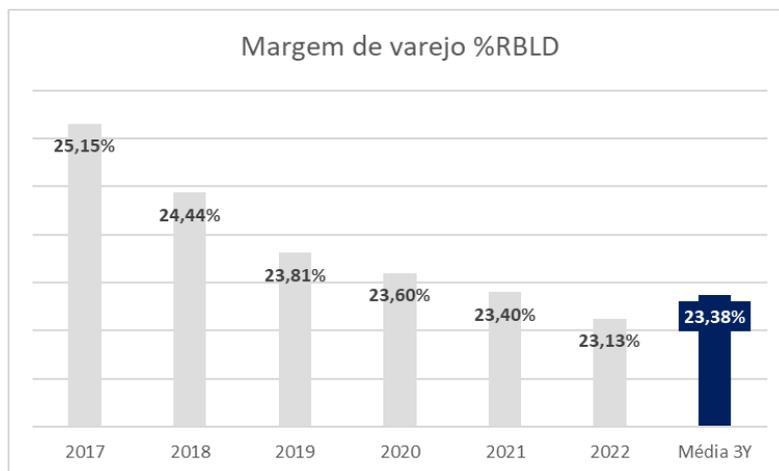
Seguindo o rito de olhar os valores todos sobre a receita bruta, analisa-se o histórico de margem aplicada pela Quero-Quero no seu varejo, conforme a tabela 22.

Tabela 22 - Margem

|                            | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | Média 3Y |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| <b>MARGEM DE VAREJO</b>    |        |        |        |        |        |        |          |
| Lucro bruto/ Receita bruta | 25,15% | 24,44% | 23,81% | 23,60% | 23,40% | 23,13% | 23,38%   |

Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Gráfico 8: Ilustração da margem



Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Conforme se pode verificar, em todos os anos a empresa perdeu margens desde 2017. É possível que aparente que uma queda de 0,27 pontos percentuais como a ocorrida de 2021 para 2022 é de baixo impacto, no entanto, alerta-se o leitor que em se tratando do setor do varejo, qualquer pequena oscilação em margem possui alta relevância na empresa. Por exemplo, um ponto percentual a mais de margem sobre a receita bruta de 2022 (R\$ 2.629.703.000,00\*1%) traria um lucro de R\$ 26.297.000,00, que é aproximadamente 1/3 do lucro líquido da empresa no exercício.

Por fim, utilizando algum modelo de previsão, considerando a tendência de queda, obter-se-ia a resposta de margem prevista decrescente, mas, por conservadorismo nas projeções, supõe-se para todos os períodos a média das margens obtidas nos últimos 3 anos, que é 23,38%.

#### 4.3.1.2 Margem bruta de serviços financeiros

Após leitura das divulgações de resultados da empresa do ano de 2022, nas quais a companhia declara o impacto da alta de juros em sua margem de serviços financeiros, tanto através do aumento do custo do capital empregado na carteira de crédito, bem como através da inadimplência, testa-se a correlação da margem bruta de serviços financeiros da empresa, com a taxa Selic, obtendo uma correlação de Pearson em -0,91, indicando que quanto maior a taxa Selic, menor a margem de serviços financeiros. Tal efeito faz sentido, pois quanto maiores os custos já mencionados neste parágrafo, menor a margem.

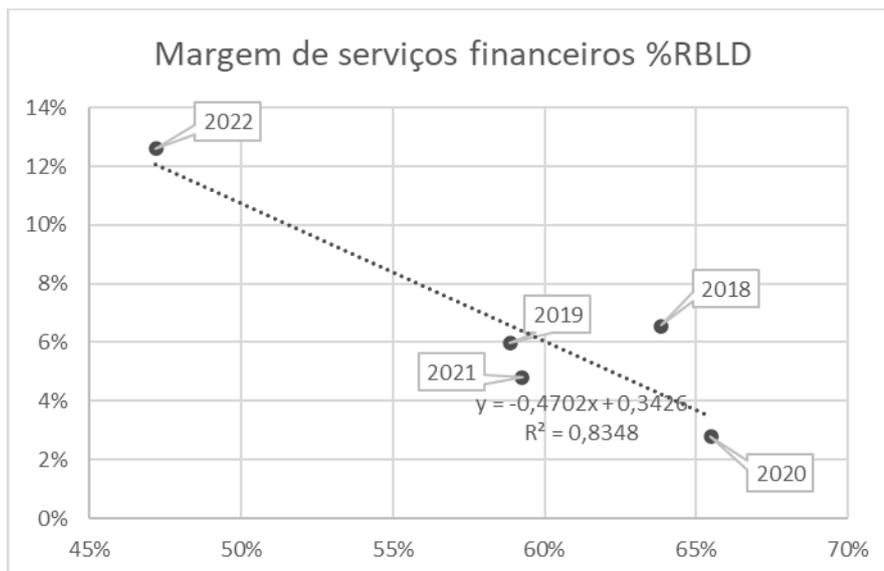
Tabela 23 - Margem bruta de serviços financeiros

|                              | 2017 | 2018 | 2019  | 2020 | 2021 | 2022   |
|------------------------------|------|------|-------|------|------|--------|
| <b>SERVICOS FINANCEIROS</b>  |      |      |       |      |      |        |
| MARGEM                       | N/A  | 64%  | 59%   | 65%  | 59%  | 47,18% |
| Selic – média do ano         | N/A  | 7%   | 6%    | 3%   | 5%   | 13%    |
| <b>CORRELAÇÃO DE PEARSON</b> |      |      | -0,91 |      |      |        |

Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Com isso, utiliza-se a regressão linear, conforme o gráfico 9, para obter uma equação que reflita o comportamento da margem de serviços financeiros com a taxa Selic média.

Gráfico 9: Margem de serviços financeiros



Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

A equação  $Y = -0,4702X + 0,3426$  ( $X =$  Margem Bruta de serviços financeiros sobre a receita bruta líquida de devoluções;  $Y =$  Taxa Selic média do exercício) será aplicada a todos

os anos futuros projetados, conforme a tabela 24, pela projeção da Selic média fornecida pelo banco Itaú até 2026, mas de 2027 até 2032 foi utilizada a média entre 2025 e 2026 projetados.

Tabela 24 - Margem projetada de serviços financeiros

| ROWS                              | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  | 2031  | 2032  |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <i>Margem de cartões</i>          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Margem Bruta Serviços financeiros | 47,7% | 50,5% | 52,9% | 54,5% | 53,7% | 53,7% | 53,7% | 53,7% | 53,7% | 53,7% |
| Selic média                       | 13,6% | 10,6% | 9,4%  | 8,6%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  |

Fonte – Elaborado pelo autor

#### 4.3.1.3 Consolidação da margem bruta

Na tabela 25, se terá a linha de “Lucro bruto” em que há a soma do lucro bruto obtido aplicando-se as margens já mencionadas sobre a receita de varejo, bem como sobre a receita de serviços financeiros. Por exemplo, em 2023 a empresa deve ter 2.023,9 milhões de reais de receita de varejo com as lojas novas e antigas, sobre a qual aplicar-se-á a margem de 23,38% resultando em um lucro bruto de 473,18 milhões de reais (de varejo). A diferença entre a receita bruta e o lucro bruto (-1.550,71 milhões de reais) consiste não só de custo de produtos, mas também em impostos diretos sobre receita.

Tabela 25 - Lucro bruto consolidado de varejo e serviços

| (R\$ milhões)              | 2023     | 2024     | 2025     | 2026     | 2027     | 2028     | 2029     | 2030     | 2031     | 2032     |
|----------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Varejo                     | 2.243,5  | 2.552,0  | 2.865,9  | 3.157,4  | 3.476,8  | 3.808,9  | 4.154,1  | 4.512,8  | 4.885,3  | 5.272,3  |
| Lojas atuais               | 1.808,1  | 2.111,0  | 2.511,8  | 2.792,2  | 3.097,6  | 3.415,1  | 3.744,9  | 4.087,5  | 4.443,2  | 4.812,4  |
| Novas Lojas                | 402,0    | 401,6    | 306,4    | 311,4    | 318,2    | 325,1    | 332,2    | 339,4    | 346,8    | 354,3    |
| Ecommerce                  | 33,4     | 39,3     | 47,6     | 53,8     | 61,0     | 68,7     | 77,0     | 85,9     | 95,4     | 105,6    |
| Serviços financeiros       | 745,7    | 803,0    | 891,0    | 976,6    | 1.062,9  | 1.155,1  | 1.250,8  | 1.350,4  | 1.453,8  | 1.561,1  |
| Comissão cartão de crédito | 94,0     | 102,0    | 113,9    | 125,5    | 137,1    | 149,6    | 162,5    | 176,0    | 189,9    | 204,4    |
| Serviços financeiros       | 651,6    | 700,9    | 777,0    | 851,1    | 925,8    | 1.005,5  | 1.088,3  | 1.174,4  | 1.263,8  | 1.356,7  |
| Receita bruta              | 2.989,1  | 3.355,0  | 3.756,8  | 4.133,9  | 4.539,8  | 4.964,0  | 5.404,9  | 5.863,1  | 6.339,1  | 6.833,5  |
| CMV                        | -1.739,3 | -1.934,1 | -2.145,0 | -2.345,5 | -2.586,1 | -2.829,1 | -3.081,6 | -3.344,1 | -3.616,7 | -3.899,9 |
| Varejo                     | -1.375,6 | -1.564,8 | -1.757,2 | -1.936,0 | -2.131,8 | -2.335,5 | -2.547,1 | -2.767,0 | -2.995,5 | -3.232,7 |
| Lojas atuais               | -1.108,7 | -1.294,4 | -1.540,1 | -1.712,0 | -1.899,3 | -2.094,0 | -2.296,2 | -2.506,3 | -2.724,4 | -2.950,8 |
| Novas Lojas                | -246,5   | -246,2   | -187,9   | -190,9   | -195,1   | -199,3   | -203,7   | -208,1   | -212,6   | -217,3   |
| Ecommerce                  | -20,5    | -24,1    | -29,2    | -33,0    | -37,4    | -42,1    | -47,2    | -52,7    | -58,5    | -64,7    |
| Serviços financeiros       | -363,7   | -369,3   | -387,8   | -409,6   | -454,2   | -493,6   | -534,5   | -577,1   | -621,2   | -667,1   |
| Lucro bruto                | 880,0    | 1.001,8  | 1.141,5  | 1.270,5  | 1.383,8  | 1.511,0  | 1.643,1  | 1.780,4  | 1.923,1  | 2.071,2  |

Fonte – Elaborado pelo autor

Apura-se o custo e receitas especificamente por cada canal de varejo, conforme a tabela 25. Importa, porém, o valor final de lucro bruto para as projeções.

#### 4.3.2 PROJEÇÃO DE DESPESAS (SG&A)

A empresa possui 7 linhas principais de despesas, descritas na tabela 26. A maior parte delas está altamente correlacionada com a receita bruta segundo a correlação de Pearson. A linha “Contraprestação arrendamento” não é demonstrada no demonstrativo de resultado do exercício da companhia, mas somente no demonstrativo de fluxo de caixa, porém é utilizada pois projetar-se-á a DRE pré-CPC 06 ou, como a nomenclatura mais usual de mercado DRE ex-IFRS16, isto é, sem considerar o efeito da adoção do pronunciamento contábil CPC 06/IFRS 16 pela companhia em 2019.

Tal ajuste é uma prática de mercado, de maneira resumida, explica-se o motivo dele: O CPC 06 propôs que contratos de aluguel sejam tratados como arrendamentos mercantis, de modo que ele não é tratado como uma despesa SG&A (Vendas, gerais ou administrativas) e sim parte em depreciação e parte em despesas financeiras. Ademais, como a depreciação e despesas financeiras de arrendamento somadas não chegam ao valor final do aluguel por conta de o ajuste de aluguel anual usualmente seguir o critério de juros compostos, e a depreciação uma curva de juros simples linear, este fato cria uma dificuldade para projetar os fluxos de caixa futuros, criando a necessidade de uma projeção paralela de aluguel real, e outra de arrendamento mercantil CPC 06.

Deste modo, como afirmado, realizar-se-á a projeção como a prática de mercado, pré-CPC 06 em que se considera a Contraprestação de arrendamentos apontada no demonstrativo de fluxo de caixa como “Aluguel real”.

Tabela 26 - Teste de correlação de despesas

| Nome contábil                    | Interpretação       | Correl. ROB |
|----------------------------------|---------------------|-------------|
| Pessoal                          | Pessoal             | 100%        |
| Despesas com serviços terceiros  | Taxa de cartao      | 97%         |
| Outros                           | Outros              | 78%         |
| Perdas com créditos              | Perdas com créditos | 64%         |
| Créditos fiscais Depreciação e A | Créditos Fiscais    | 95%         |
| Contraprestação arrendamento     | Aluguel real        | 94%         |
| Depreciação e Amortização        | Depreciacao não CPC | 42%         |

Fonte – Elaborado pelo autor

Com as correlações demonstradas, projeta-se todas as despesas como um percentual da receita bruta, exceto a linha de aluguel real, que será projetada por metro quadrado de loja locada. Havendo questionamentos sobre a baixa correlação da linha “Depreciação e

amortização, bem como das “Perdas com créditos”, afirma-se que a primeira não tem impacto no *valuation* simplesmente pelo motivo de que a depreciação é uma despesa não desembolsável, e as “Perdas com créditos” representam um valor imaterial, conforme a tabela 27.

Tabela 27 - Premissas de despesas

|                                                       |            |                             |
|-------------------------------------------------------|------------|-----------------------------|
| <b>Pessoal</b>                                        | As % ROBLD | <b>-16%</b>                 |
| <b>Contraprestação arrendamento (DESPEZA ALUGUEL)</b> | As sqm     | <b>-30 RS/m<sup>2</sup></b> |
| <b>Despesas com serviços terceiros</b>                | As % ROBLD | <b>-1,6%</b>                |
| <b>Outros</b>                                         | As % ROBLD | <b>-3,4%</b>                |
| <b>Perdas com créditos</b>                            | As % ROBLD | <b>-0,1%</b>                |
| <b>Provisão Bonus FIDC</b>                            | As % ROBLD | <b>0,0%</b>                 |
| <b>Créditos fiscais Depreciação e Amort</b>           | As % ROBLD | <b>0,1%</b>                 |
| <b>Depreciação e Amortização</b>                      | As % ROBLD | <b>-2,9%</b>                |

Fonte – Elaborado pelo autor

Através da tabela 27, demonstra-se os percentuais sobre a receita aplicados para chegar a cada linha de despesa, obtidos com a média histórica ilustrada na tabela 28, do seguinte modo: (soma da linha de despesa entre 2019 e 2022)/(soma da receita bruta líquida de devoluções de 2019 a 2022)

Tabela 28 - Premissas de despesas calculadas

| Lojas Quero-Quero                    | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | % ROBLD |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------|
| ROBLD                                | 1.653.257,00 | 2.029.225,00 | 2.518.396,00 | 2.629.703,00 |         |
| Despesas com pessoal                 | -275.502,00  | -331.175,00  | -399.822,00  | -432.439,00  | -16,3%  |
| Despesas com serviços terceiros      | -26.258,00   | -31.235,00   | -40.346,00   | -47.019,00   | -1,6%   |
| Outros                               | -58.848,00   | -80.388,00   | -86.863,00   | -77.561,00   | -3,4%   |
| Perdas com créditos                  | -1.185,00    | -1.503,00    | -7.074,00    | -2.596,00    | -0,1%   |
| Créditos fiscais Depreciação e Amort | 2.014,00     | 2.562,00     | 3.398,00     | 4.412,00     | 0,1%    |

Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Consiste o aluguel em uma das despesas mais relevantes para o varejo de construção civil, com isso o tratar-se-á separadamente.

Tabela 29 - Cálculo do aluguel/m<sup>2</sup>

| Lojas Quero-Quero                 | 2019                   | 2020                   | 2021                   | 2022                   |
|-----------------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Despesas com locação de lojas,    | -8.788,00              | -10.691,00             | -13.553,00             | -15.634,00             |
| Contraprestação arrendamento      | -50.667,00             | -61.142,00             | -81.220,00             | -105.715,00            |
| Aluguel                           | -59.455,00             | -71.833,00             | -94.773,00             | -121.349,00            |
| alug/m <sup>2</sup>               | -20,53                 | -21,82                 | -24,73                 | <b>-28,37</b>          |
| Variação percentual do aluguel    |                        | 6,3%                   | 13,3%                  | 14,7%                  |
| IPCa                              | 4,3%                   | 4,5%                   | 10,1%                  | 5,8%                   |
| igpm                              | 7,3%                   | 23,1%                  | 17,8%                  | 5,5%                   |
| m <sup>2</sup> de loja no período | 241.377 m <sup>2</sup> | 274.292 m <sup>2</sup> | 319.323 m <sup>2</sup> | 356.431 m <sup>2</sup> |

Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Tabela 30 - Teste da locação/m<sup>2</sup>

| Lojas Quero-Quero            | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | ACUMULADO |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| Locação/m <sup>2</sup> (mês) | 16,62 | 17,36 | 18,29 | 17,89 | 20,53 | 21,82 | 24,73 | 28,37 | -         |
| Varição (n+1)/(n)            | 4,5%  | 5,3%  | -2,1% | 14,7% | 6,3%  | 13,3% | 14,7% | [?]   | 170,7%    |
| IPCA                         | 10,7% | 6,3%  | 2,9%  | 3,7%  | 4,3%  | 4,5%  | 10,1% | [?]   | 150,7%    |
| IGPM                         | 10,5% | 7,2%  | -0,5% | 7,5%  | 7,3%  | 23,1% | 17,8% | [?]   | 197,2%    |

Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Conforme afirmado pelo Diretor Presidente da empresa em conferência dos acionistas referente aos resultados do quarto trimestre de 2022, parte dos contratos de aluguel são atualizados pelo IPCA, e parte em IGP-M. Mas, conforme a variação do custo de locação por metro quadrado acumulada desde 2016 para a LJQQ é mais semelhante à do indicador IPCA em relação à do IGP-M. Deste modo, para chegar ao aluguel a ser pago em 2023, utiliza-se em azul-escuro na tabela 29 (2022 de 28,37 R\$/m<sup>2</sup>) atualizado pelo indicador IPCA de 2022, chegando a 30,01 R\$/m<sup>2</sup> projetado para 2023.

Na última entre as despesas, trata-se agora da depreciação: Como a empresa trabalha com aluguel de imóveis para suas instalações, trabalha-se com a regra contábil para móveis e utensílios, seguida pela empresa conforme a nota explicativa número 16 de demonstração financeira auditada do quarto trimestre de 2022, consistindo em 10% do imobilizado ao ano. Analisando a nota explicativa de número 17 da mesma demonstração, se terá que o intangível segue uma depreciação também de aproximadamente 10%. O valor de imobilizado sobre o qual foi aplicada esta alíquota será demonstrado no tópico referente ao balanço patrimonial.

Tabela 31 - Nota explicativa 17

### 17. Intangível

|                                                     | Taxas de Amortização | Controladora  |               | Consolidado   |               |
|-----------------------------------------------------|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                                     |                      | 31/12/22      | 31/12/21      | 31/12/22      | 31/12/21      |
| Fundo de comércio na aquisição de pontos comerciais | 10%                  | 215           | 298           | 215           | 298           |
| Softwares                                           | 10% a 20%            | 21.188        | 21.233        | 21.284        | 21.376        |
| Projeto Cartão Verde                                | 10%                  | -             | -             | 188           | 282           |
| Sistemas desenvolvidos                              | 10%                  | 4.839         | 1.724         | 24.532        | 20.523        |
| Outros ativos intangíveis                           | 10% a 20%            | 6.331         | 4.277         | 11.242        | 6.964         |
| <b>Total intangível</b>                             |                      | <b>32.573</b> | <b>27.532</b> | <b>57.461</b> | <b>49.443</b> |

Fonte: Demonstração financeira auditada do quarto trimestre de 2022 Lojas Quero-Quero

Por fim, aplicando-se os conceitos mencionados à receita e à área locada em m<sup>2</sup> se obterá a DRE, conforme a tabela 32, chegando até o EBIT.

Tabela 32 - DRE

| (R\$ milhões)                       | 2023     | 2024     | 2025     | 2026     | 2027     | 2028     | 2029     | 2030     | 2031     | 2032     |
|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Varejo                              | 2.023,9  | 2.274,6  | 2.520,6  | 2.744,9  | 2.992,5  | 3.249,7  | 3.516,8  | 3.794,3  | 4.082,5  | 4.381,6  |
| Serviços financeiros                | 714,6    | 732,7    | 802,9    | 869,4    | 936,1    | 1.007,5  | 1.081,7  | 1.158,7  | 1.238,6  | 1.321,7  |
| Receita bruta                       | 2.738,5  | 3.007,3  | 3.323,6  | 3.614,4  | 3.928,6  | 4.257,2  | 4.598,5  | 4.953,0  | 5.321,1  | 5.703,3  |
| CMV                                 | -1.589,6 | -1.731,7 | -1.895,0 | -2.047,7 | -2.234,9 | -2.423,1 | -2.618,6 | -2.821,6 | -3.032,5 | -3.251,4 |
| Lucro bruto                         | 813,8    | 901,5    | 1.014,3  | 1.115,7  | 1.202,5  | 1.300,9  | 1.403,2  | 1.509,5  | 1.619,8  | 1.734,3  |
| Despesas Operacionais               | -727,4   | -796,1   | -875,0   | -948,4   | -1.026,8 | -1.108,3 | -1.192,6 | -1.279,7 | -1.369,8 | -1.462,8 |
| Pessoal                             | -446,2   | -490,0   | -541,6   | -589,0   | -640,2   | -693,7   | -749,3   | -807,1   | -867,1   | -929,3   |
| Contraprestação arrendamen          | -138,3   | -149,1   | -160,0   | -170,8   | -181,6   | -192,5   | -203,3   | -214,1   | -225,0   | -235,8   |
| Despesas com serviços terceir       | -44,9    | -49,3    | -54,5    | -59,3    | -64,4    | -69,8    | -75,4    | -81,2    | -87,3    | -93,6    |
| Outros                              | -94,2    | -103,4   | -114,3   | -124,3   | -135,1   | -146,4   | -158,1   | -170,3   | -183,0   | -196,1   |
| Perdas com créditos                 | -3,8     | -4,2     | -4,7     | -5,1     | -5,5     | -6,0     | -6,4     | -6,9     | -7,4     | -8,0     |
| Provisão Bonus FIDC                 | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| EBITDA (ex-IFRS)                    | 86,4     | 105,4    | 139,3    | 167,3    | 175,7    | 192,6    | 210,6    | 229,8    | 250,1    | 271,5    |
| Créditos fiscais Depreciação e Amoi | 3,8      | 4,2      | 4,7      | 5,1      | 5,5      | 6,0      | 6,4      | 6,9      | 7,5      | 8,0      |
| Depreciação e Amortização           | -19,0    | -22,6    | -24,5    | -26,3    | -27,8    | -29,2    | -30,5    | -31,6    | -32,6    | -33,6    |
| EBIT                                | 71,2     | 87,0     | 119,4    | 146,1    | 153,3    | 169,3    | 186,6    | 205,1    | 224,9    | 246,0    |

Fonte – Elaborado pelo autor

#### 4.3.3 PROJEÇÃO DE RESULTADO FINANCEIRO

O objetivo é projetar todas as linhas de resultado financeiro da empresa visando a maior acuracidade possível. A seguir projetar-se-á todas estas, exceto a “Juros passivo de arrendamentos”, pois trata-se de uma linha decorrente da adoção do Pronunciamento contábil CPC 06.

##### 4.3.3.1 JUROS SOBRE EMPRÉSTIMOS

Analisando a nota explicativa de número 19 da demonstração financeira auditada (na figura 6), se terá as taxas de juros por tipo de empréstimo da empresa, quanto às linhas de capital de giro, que englobam mais de um empréstimo com diferentes taxas de juros, utiliza-se a taxa de juros igual à média entre seus dois extremos, por exemplo, capital de giro com vencimento 2021 a 2027 seria  $(2,35\% + 2,67\%) = 2,51\%$  a.a. em taxas de juros.

Com isso em mãos, se terá a alíquota de cada empréstimo, e se poderá calcular a taxa de juros média ponderada pelo valor do saldo de empréstimo em 31/12/2022, que totaliza a tarifa de CDI + 1,81%, a qual aplicar-se-á sobre o empréstimo constante no balanço patrimonial projetado (tópico 4.4.2) para se chegar à taxa de juros projetada.

Utilizar-se-á o CDI real projetado pelo banco Itaú para todos os períodos projetados, e destaca-se novamente que as projeções desconsideram a inflação.

Figura 6 - Nota explicativa número 19

**19. Empréstimos e financiamentos**

| Em moeda nacional                            | Taxa de juros                     | Vencimento final | Controladora e Consolidado |                |
|----------------------------------------------|-----------------------------------|------------------|----------------------------|----------------|
|                                              |                                   |                  | 31/12/22                   | 31/12/21       |
| Capital de giro                              | Juros de 2,35% a 2,67% a.a. + CDI | 2021 a 2027      | 91.659                     | 150.470        |
| Capital de giro                              | Juros de 4,28% a 4,84% a.a. + CDI | 2021 a 2024      | -                          | 15.439         |
| Debêntures 1ª emissão (a)                    | Juros de 1,50% a.a. + CDI         | 2024             | 68.438                     | 101.641        |
| Debêntures 2ª emissão (b)                    | Juros de 1,75% a.a. + CDI         | 2029             | 153.743                    | -              |
| Debêntures 3ª emissão (c)                    | Juros de 1,95% a.a. + CDI         | 2027             | 99.162                     | -              |
| Consórcio                                    |                                   | 2024             | 63                         | 258            |
| <b>Total</b>                                 |                                   |                  | <b>413.065</b>             | <b>267.808</b> |
| <b>Circulante</b>                            |                                   |                  | <b>64.121</b>              | <b>109.494</b> |
| <b>Não circulante</b>                        |                                   |                  | <b>348.944</b>             | <b>158.314</b> |
| CDI - Certificado de Depósito Interbancário. |                                   |                  |                            |                |
| <b>Indexador</b>                             |                                   |                  | <b>2022</b>                | <b>2021</b>    |
| CDI (12 meses)                               |                                   |                  | 12,33%                     | 4,39%          |

Fonte: Demonstração financeira auditada de 2022

## 4.3.3.2 DEMAIS CONTAS DO RESULTADO FINANCEIRO

Após realizar o teste conforme os últimos 16 trimestres, verifica-se que o caixa e equivalentes de caixa mais aplicações financeiras da empresa possuem rentabilização inferior à taxa CDI acumulada do trimestre em questão. O cálculo é demonstrado na tabela 33, que denota a razão da conta da DRE: “Rentabilidade equivalente de caixa e aplicações financeiras” sobre a média do caixa entre o período atual com o período anterior.

Tabela 33 - Rentabilidade do caixa *versus* CDI

|                       |        |       |       |       |       |       |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-----------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CDI TRIMESTRE         | 1,5%   | 1,5%  | 1,5%  | 1,2%  | 1,0%  | 0,7%  | 0,5%  | 0,5%   | 0,5%  | 0,8%  | 1,2%  | 1,9%  | 2,4%  | 2,9%  | 3,3%  | 3,2%  |
| % CDI REND            | 104,6% | 43,0% | 34,0% | 41,7% | 42,0% | 65,3% | 74,2% | 101,5% | 91,4% | 52,2% | 32,1% | 33,0% | 57,6% | 51,9% | 49,1% | 35,2% |
| RENTAB CAIXA          | 1,6%   | 0,7%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,4%  | 0,5%  | 0,4%  | 0,5%   | 0,4%  | 0,4%  | 0,4%  | 0,6%  | 1,4%  | 1,5%  | 1,6%  | 1,1%  |
| Em milhares de Reais: | 1T19   | 2T19  | 3T19  | 4T19  | 1T20  | 2T20  | 3T20  | 4T20   | 1T21  | 2T21  | 3T21  | 4T21  | 1T22  | 2T22  | 3T22  | 4T22  |

Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Com isso, aplica-se a taxa de 50,5% do CDI (mediana dos últimos 16 trimestres) entre o caixa médio do período atual com o período anterior para se chegar à rentabilidade do caixa de cada período.

As demais contas, dado o seu menor nível de materialidade, e porque os ajustes a valor presente não são uma conta que interfere no caixa, são projetadas conforme a média histórica:

## 17. Ajuste a valor presente:

Considerando 2022 um outlier, calcula-se a média de 2017 a 2021 do ajuste a valor presente que é computado em despesas financeiras na tabela 34 obtendo R\$ 21.122 milhões negativos. O mesmo raciocínio foi aplicado ao ajuste a valor presente de receita, obtendo R\$ 7.576 milhões positivos.

Tabela 34 - Ajuste a valor presente

| (Em milhares de Reais)  | 2017     | 2018     | 2019     | 2020     | 2021     | 2022     |
|-------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Ajuste a valor presente | (24.050) | (20.103) | (27.884) | (16.157) | (17.415) | (42.206) |

Fonte: Demonstração financeira auditada Lojas Quero-Quero

## 18. Demais despesas financeiras

As outras despesas financeiras faltantes foram projetadas como um percentual do total de despesas financeiras. Para fim informativo, demonstra-se o cálculo deste valor através do software Microsoft Excel na tabela 35.

Tabela 35 - Etapa do cálculo analítico de “Outras despesas financeiras”

|                                             | 1T19 | 2T19            | 3T19            | 4T19            |
|---------------------------------------------|------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Despesas Financeiras</b>                 |      |                 |                 |                 |
| Juros s/ empréstimos e mora                 |      | (5.432)         | (6.614)         | (7.724)         |
| Juros passivo de arrendamentos              |      | (3.580)         | (3.900)         | (3.692)         |
| Variações monetárias passivas               |      | (220)           | (216)           | (243)           |
| Varição monetária com ex-controladores      |      | -               | -               | -               |
| Atualização contas a pagar por aquisição de |      | (713)           | (724)           | (726)           |
| Ajuste a valor presente                     |      | (10.838)        | (7.888)         | (3.736)         |
| IOF                                         |      | (459)           | (526)           | (552)           |
| Descontos Concedidos                        |      | (224)           | (137)           | (146)           |
| Outros                                      |      | (2.010)         | (1.857)         | (1.769)         |
| <b>Subtotal</b>                             |      | <b>(23.476)</b> | <b>(21.862)</b> | <b>(18.588)</b> |

Fonte – Elaborado pelo autor

A tabela 36 indica o resultado obtido seguindo esta metodologia para todos os exercícios fiscais. Aplica-se, portanto, a média aos períodos, obtendo 22% de participação das outras despesas financeiras sobre as despesas financeiras totais.

Tabela 36 - Etapa do cálculo analítico de “Outras despesas financeiras”

| 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | média |
|------|------|------|------|-------|
| 17%  | 18%  | 36%  | 16%  | 22%   |

Fonte – Elaborado pelo autor

A mesma metodologia foi aplicada para a projeção das “Outras receitas financeiras”, obtendo-se a média de 12% de participação das outras receitas financeiras sobre as receitas financeiras totais.

#### 4.3.4 PROJEÇÃO DE IMPOSTO DE RENDA

A partir da compreensão do setor de varejo de materiais de construção civil no Brasil, pode-se entender que existem benefícios fiscais e outros fatores como o diferimento de impostos que podem influenciar na alíquota de imposto de renda. Com isso, calcula-se a alíquota média conforme a tabela 37.

Tabela 37 - Alíquota de imposto de renda

| <i>(Em milhões de Reais)</i>                             | 2017           | 2018            | 2019            | 2020            | 2021            | 2022            |
|----------------------------------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Lucro antes do imposto de renda, e da contribuiçã</b> | <b>23.402</b>  | <b>32.212</b>   | <b>47.524</b>   | <b>98.442</b>   | <b>92.249</b>   | <b>(24.730)</b> |
| <b>Imposto de renda e contribuição social correntes</b>  | <b>(7.086)</b> | <b>(10.613)</b> | <b>(15.310)</b> | <b>(29.859)</b> | <b>(16.929)</b> | <b>(8.498)</b>  |
| Corrente (%)                                             | -30%           | -33%            | -32%            | -30%            | -18%            | 34%             |
| <b>IR CORRENTE MÉDIO 2017-21</b>                         |                |                 |                 |                 |                 | <b>28,8%</b>    |

Fonte – Elaborado pelo autor

Obtém-se 28,8% como alíquota média de imposto de renda, realizando a média entre o imposto de renda corrente e diferido de 2017 a 2021, pois em 2022 a empresa obteve prejuízo. Caso o leitor se interesse em revisar o imposto de renda efetivamente apurado pela empresa, existirá uma parcela apurada como imposto de renda diferido. Nossa análise não realiza a projeção de impostos de renda diferido por seu caráter não recorrente e menos previsível. De maneira simplificada, o imposto de renda diferido é um imposto apurado no resultado antes por alguma receita sem efeito caixa, sendo um imposto também sem efeito caixa.

#### 4.3.5 CONSOLIDAÇÃO DAS PREMISSAS DEMONSTRADAS

Por fim, aplicando os cálculos acima mencionados, obtém-se o lucro líquido da empresa Lojas Quero-Quero projetado até 2023 conforme a tabela 38.

Tabela 38 - Lucro líquido projetado

| (R\$ milhões)                      | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    | 2031    | 2032    |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Receita bruta                      | 2.738,5 | 3.007,3 | 3.323,6 | 3.614,4 | 3.928,6 | 4.257,2 | 4.598,5 | 4.953,0 | 5.321,1 | 5.703,3 |
| Lucro bruto                        | 813,8   | 901,5   | 1.014,3 | 1.115,7 | 1.202,5 | 1.300,9 | 1.403,2 | 1.509,5 | 1.619,8 | 1.734,3 |
| EBITDA (ex-IFRS)                   | 86,4    | 105,4   | 139,3   | 167,3   | 175,7   | 192,6   | 210,6   | 229,8   | 250,1   | 271,5   |
| EBIT                               | 71,2    | 87,0    | 119,4   | 146,1   | 153,3   | 169,3   | 186,6   | 205,1   | 224,9   | 246,0   |
| Resultado financeiro               | -35,5   | -45,5   | -51,8   | -52,0   | -56,2   | -58,2   | -59,1   | -58,9   | -57,3   | -54,3   |
| Despesas financeiras               | -59,3   | -69,2   | -75,9   | -75,3   | -82,3   | -86,0   | -88,6   | -90,2   | -90,5   | -89,4   |
| Juros s/ empréstimos e mo          | -28,1   | -36,3   | -41,8   | -41,3   | -47,1   | -50,2   | -52,4   | -53,7   | -53,9   | -53,0   |
| Ajuste a valor presente            | -21,1   | -21,1   | -21,1   | -21,1   | -21,1   | -21,1   | -21,1   | -21,1   | -21,1   | -21,1   |
| Outros                             | -10,1   | -11,8   | -12,9   | -12,8   | -14,0   | -14,7   | -15,1   | -15,4   | -15,4   | -15,3   |
| Receitas financeiras               | 23,8    | 23,7    | 24,1    | 23,2    | 26,1    | 27,8    | 29,5    | 31,3    | 33,2    | 35,1    |
| Rentabilidade equivalente          | 14,8    | 14,6    | 15,0    | 14,3    | 16,5    | 17,9    | 19,2    | 20,6    | 22,1    | 23,6    |
| Ajuste a valor presente            | 3,8     | 3,8     | 3,8     | 3,8     | 3,8     | 3,8     | 3,8     | 3,8     | 3,8     | 3,8     |
| Outros                             | 5,3     | 5,2     | 5,3     | 5,1     | 5,8     | 6,1     | 6,5     | 6,9     | 7,3     | 7,8     |
| Lucro antes do imposto de renda    | 35,7    | 41,4    | 67,6    | 94,0    | 97,1    | 111,2   | 127,5   | 146,2   | 167,6   | 191,7   |
| Imposto de renda e contribuição sc | -9,6    | -11,2   | -18,2   | -25,4   | -26,2   | -30,0   | -34,4   | -39,4   | -45,2   | -51,7   |
| Lucro líquido                      | 26,1    | 30,3    | 49,4    | 68,7    | 71,0    | 81,2    | 93,1    | 106,8   | 122,4   | 140,0   |

Fonte – Elaborado pelo autor

#### 4.4 PROJEÇÕES DE BALANÇO PATRIMONIAL

Todas as linhas do balanço patrimonial atual da empresa foram projetadas em milhões de reais (MM R\$), em maior ou menor grau de acuracidade segundo a sua materialidade financeira. Chamar-se-á de período analisado as informações extraídas das demonstrações financeiras auditadas dos exercícios fiscais de 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 e 2022 que embasaram as projeções.

##### 4.4.1 ATIVOS

A tabela 39 ilustra os ativos da empresa para o período analisado e o período projetado. Segundo o critério de materialidade no resultado, identificou-se a necessidade de priorizar esforços em determinadas linhas, que serão explanadas adiante neste tópico. Já as linhas de menor materialidade foram projetadas segundo um percentual histórico da receita bruta líquida de devoluções, constante na coluna mais à direita da tabela 39, como no exemplo abaixo:

O percentual da linha “Outros créditos” sobre receita bruta líquida de devoluções no período analisado é (2017: 2%, 2018: 2%, 2019: 2%, 2020: 3%, 2021: 2%, 2022: 1%), calculando a média destes valores se terá 2%. Aplicando-se 2% sobre a receita bruta líquida de devoluções de 2023 (2.989,1 milhões de reais) se terá 42,2 milhões de reais em “Outros créditos”, o mesmo raciocínio para todo o período projetado de todas as linhas de menor materialidade.

Tabela 39 - Ativos do balanço patrimonial

| (Em milhões de Reais)                           | 2017         | 2018         | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           | 2023           | 2024           | 2025           | 2026           | 2027           | 2028           | 2029           | 2030           | 2031           | 2032           | % SALES    |
|-------------------------------------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------|
| <b>Ativo</b>                                    | 681,6        | 1.166,7      | 1.644,8        | 2.218,7        | 2.692,1        | 3.031,4        | 2.381,9        | 2.651,1        | 2.937,8        | 3.200,5        | 3.480,9        | 3.769,5        | 4.065,9        | 4.370,8        | 4.684,6        | 5.007,8        |            |
| <b>Ativo circulante</b>                         | <b>461,9</b> | <b>902,8</b> | <b>1.153,9</b> | <b>1.602,4</b> | <b>1.823,1</b> | <b>2.033,0</b> | <b>1.957,4</b> | <b>2.163,6</b> | <b>2.390,6</b> | <b>2.599,1</b> | <b>2.825,5</b> | <b>3.061,5</b> | <b>3.306,4</b> | <b>3.560,6</b> | <b>3.824,2</b> | <b>4.097,7</b> | <b>68%</b> |
| Caixa e equivalentes de caixa                   | 46,5         | 149,9        | 240,3          | 475,4          | 256,4          | 416,8          | 403,4          | 441,5          | 485,3          | 526,0          | 569,5          | 614,7          | 661,4          | 709,7          | 759,7          | 811,3          | 13%        |
| Aplicações financeiras                          | 9,8          | 31,4         | 30,0           | 31,5           | 84,9           | 75,5           | N/A            | 2%         |
| Contas a receber de clientes                    | 198,8        | 461,7        | 570,9          | 646,3          | 833,1          | 911,7          | 943,5          | 1.036,0        | 1.145,0        | 1.245,2        | 1.353,5        | 1.466,6        | 1.584,2        | 1.706,4        | 1.833,2        | 1.964,8        | 31%        |
| Estoques                                        | 180,6        | 214,2        | 224,3          | 318,9          | 458,0          | 470,8          | 482,8          | 542,6          | 601,3          | 654,8          | 713,8          | 775,2          | 838,9          | 905,1          | 973,8          | 1.045,2        | 16%        |
| Impostos a recuperar                            | 3,4          | 18,0         | 53,0           | 70,3           | 143,5          | 115,8          | 84,9           | 95,4           | 105,7          | 115,1          | 125,5          | 136,2          | 147,5          | 159,1          | 171,2          | 183,7          | 4,2%       |
| Despesas antecipadas                            | 1,3          | 5,7          | 6,6            | 2,4            | 3,4            | 5,5            | 4,7            | 5,3            | 5,9            | 6,4            | 7,0            | 7,6            | 8,2            | 8,9            | 9,6            | 10,3           | 0%         |
| Outros créditos                                 | 21,3         | 21,8         | 28,8           | 57,5           | 43,7           | 36,9           | 38,1           | 42,8           | 47,4           | 51,6           | 56,3           | 61,1           | 66,1           | 71,4           | 76,8           | 82,4           | 2%         |
|                                                 |              |              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                | 0,0        |
| <b>Ativo não circulante</b>                     | <b>219,7</b> | <b>263,9</b> | <b>490,9</b>   | <b>616,3</b>   | <b>869,0</b>   | <b>998,4</b>   | <b>424,5</b>   | <b>487,5</b>   | <b>547,2</b>   | <b>601,4</b>   | <b>655,3</b>   | <b>708,0</b>   | <b>759,5</b>   | <b>810,2</b>   | <b>860,4</b>   | <b>910,1</b>   | <b>29%</b> |
| Contas a receber de clientes                    | 0,0          | 13,9         | 16,3           | 18,2           | 34,7           | 75,2           | 39,4           | 43,3           | 47,8           | 52,0           | 56,5           | 61,3           | 66,2           | 71,3           | 76,6           | 82,1           | 1%         |
| Partes relacionadas - Outras contas a receber   | 0,0          | 10,5         | 11,3           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 5,0            | 5,6            | 6,2            | 6,7            | 7,3            | 7,9            | 8,6            | 9,3            | 10,0           | 10,7           | 0%         |
| Imposto de renda e contribuição social diferido | 140,7        | 139,7        | 141,3          | 140,5          | 133,5          | 148,0          | 167,4          | 188,1          | 208,4          | 227,0          | 247,5          | 268,7          | 290,8          | 313,8          | 337,6          | 362,3          | 8%         |
| Impostos a Recuperar                            | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 49,4           | 20,2           | 9,2            | 10,3           | 11,5           | 12,5           | 13,6           | 14,8           | 16,0           | 17,3           | 18,6           | 19,9           | 0%         |
| Depósitos judiciais                             | 13,1         | 15,6         | 14,9           | 14,2           | 13,9           | 18,0           | 17,5           | 19,7           | 21,8           | 23,8           | 25,9           | 28,2           | 30,5           | 32,9           | 35,4           | 38,0           | 1%         |
| Despesas Antecipadas                            | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0%         |
| Outros créditos                                 | 0,3          | 0,4          | 0,2            | 0,2            | 0,5            | 0,2            | 0,4            | 0,4            | 0,4            | 0,5            | 0,5            | 0,6            | 0,6            | 0,7            | 0,7            | 0,8            | 0%         |
| Imobilizado                                     | 39,6         | 53,8         | 268,6          | 399,6          | 587,6          | 679,4          | 185,7          | 220,1          | 251,0          | 278,9          | 304,0          | 326,5          | 346,8          | 365,1          | 381,5          | 396,3          | 15%        |
| Intangível                                      | 26,0         | 29,9         | 38,4           | 43,5           | 49,4           | 57,5           | 40,6           | 25,4           | 11,7           | -0,6           | -11,7          | -21,7          | -30,6          | -38,7          | -46,0          | -52,5          | 2%         |
| Depreciação do period imob                      |              |              |                |                |                |                | -13,3          | -18,6          | -22,0          | -25,1          | -27,9          | -30,4          | -32,7          | -34,7          | -36,5          | -38,2          | 0%         |
| Depreciação do period intang                    |              |              |                |                |                |                | -5,7           | -4,1           | -2,5           | -1,2           | 0,1            | 1,2            | 2,2            | 3,1            | 3,9            | 4,6            | 0%         |

Fonte: Elaborado pelo autor

#### 4.4.1.1 Caixa e equivalentes de caixa (e aplicações financeiras)

Foi calculada uma média das razões da conta patrimonial caixa e equivalentes de caixa sobre todas as despesas SG&A da DRE entre 2017 e 2022, excluindo-se os outliers 2017 e 2020 (IPO) chega-se a 55%. O período utilizado é todo o que se terá acesso à informação auditada. Aplicando-se o percentual à despesa já projetada se terá o caixa projetado/necessário. Diferentemente do balanço atual da companhia, a conta de aplicações financeiras foi considerada como equivalente de caixa para facilitação das projeções, por este motivo estando como “N/A” no balanço projetado.

Tabela 40 - Posição de caixa

| 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------|------|------|------|------|------|
| 18%  | 50%  | 63%  | 98%  | 54%  | 54%  |

Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

#### 4.4.1.2 Contas a receber de clientes

Segundo a soma do contas a receber de curto e longo prazo da empresa (circulante e não circulante) consta a linha “Accounts receivable” da tabela 41, dividindo-se este dado pelo número de dias do ano se terá o dado “Days of receivables” ou prazo médio de recebimento. Excetuando 2017 e 2020, considerados outliers para o período analisado (2020 foi o ano do IPO e em 2017 não havia a operação de crédito consolidada), se terá a média dos prazos médios de recebimento dos clientes como 131. Analisando a estabilidade do dado para o período

analisado, utiliza-se a projeção “flat” para todos os períodos projetados, isto é, sem alterações de 2023 até 2032.

Tabela 41 - Projeção de contas a receber

| (Em milhões de Reais) | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    | 2031    | 2032    |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Days of receivables   | 66    | 130   | 130   | 120   | 126   | 137   | 131   | 131     | 131     | 131     | 131     | 131     | 131     | 131     | 131     | 131     |
| Accounts receivable   | 198,8 | 475,6 | 587,2 | 664,5 | 867,8 | 986,9 | 982,9 | 1.079,3 | 1.192,8 | 1.297,2 | 1.410,0 | 1.527,9 | 1.650,4 | 1.777,6 | 1.909,8 | 2.046,9 |
| Percent circulant     | 100%  | 97%   | 97%   | 97%   | 96%   | 92%   | 96%   | 96%     | 96%     | 96%     | 96%     | 96%     | 96%     | 96%     | 96%     | 96%     |

Fonte: Elaborado pelo autor

Com o número de dias de recebimento para cada período, aplica-se a inversa da função Days of Receivables com a receita bruta projetada para se obter o contas a receber total projetado. Dada a necessidade de dividir por circulante e não circulante, foi utilizada a média da razão contas a receber de curto pelo de longo prazo histórica desde 2018. A média 2018 até 2022 foi de 96%, conforme a tabela 41. Com isso, chega-se ao valor informado no balanço de contas a receber que consta no ativo circulante, bem como o não circulante.

#### 4.4.1.3 Estoques

Ao invés de utilizar o custo total da empresa para cálculo do “Days Of Stock” (Prazo médio de estocagem), utiliza-se somente o custo de venda de mercadorias, informado na tabela 42, pois o custo de serviços se refere à operação de cartões, que não interfere no estoque.

Tabela 42 - Projeção de estoques

| (Em milhões de Reais)                  | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021     | 2022     | 2023     | 2024     | 2025     | 2026     | 2027     | 2028     | 2029     | 2030     | 2031     | 2032     |
|----------------------------------------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Custos das mercadorias vendidas</b> | -588,5 | -744,4 | -802,0 | -951,4 | -1.239,7 | -1.543,5 | -1.589,6 | -1.731,7 | -1.895,0 | -2.047,7 | -2.234,9 | -2.423,1 | -2.618,6 | -2.821,6 | -3.032,5 | -3.251,4 |
| Venda de mercadorias                   | -569,8 | -657,3 | -642,1 | -811,4 | -1.026,6 | -1.207,0 | -1.241,0 | -1.394,7 | -1.545,5 | -1.683,1 | -1.834,8 | -1.992,5 | -2.156,4 | -2.326,5 | -2.503,2 | -2.686,6 |
| Serviços prestados                     | -18,7  | -87,1  | -159,9 | -139,9 | -213,0   | -336,5   | -348,6   | -337,0   | -349,5   | -364,6   | -400,0   | -430,5   | -462,2   | -495,1   | -529,3   | -564,8   |
| Days of stock (mercadorias)            | 116    | 119    | 128    | 143    | 163      | 142      | 142      | 142      | 142      | 142      | 142      | 142      | 142      | 142      | 142      | 142      |
| Stock                                  | 180,6  | 214,2  | 224,3  | 318,9  | 458,0    | 470,8    | 482,8    | 542,6    | 601,3    | 654,8    | 713,8    | 775,2    | 838,9    | 905,1    | 973,8    | 1.045,2  |

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme já discutido, a abertura agressiva de lojas se iniciou em 2018, e se intensificou mais em metros quadrados de novas lojas a partir de 2020 até 2022, devido à entrada da companhia no mercado de capitais. A abertura de novas lojas no varejo de construção civil implica em compra de estoque antecipado, e outro fator a ser considerado é a maturação de lojas novas que implica em um giro de estoque menor em um primeiro momento. Ponderando estes fatores, e o plano de expansão da companhia, realiza-se a opção de utilizar somente o indicador de 2022 (142 dias de estocagem), que reflete melhor o nível de estoques de uma companhia em expansão no patamar o qual projeta-se, como base para projeção do prazo médio de estoques até 2032.

- 2017 a 2019: Expansão em ritmo menos acelerado;
- 2020: Ano do IPO;
- 2021: Houve abertura de lojas em ritmo o qual a empresa não pretende permanecer;
- 2022: Ano de abertura de lojas mais semelhante ao projetado.

Aplicando-se o inverso da função usada para obter os dias de estoque, obtém-se o estoque para o período projetado na tabela 42 segundo o nível de estoques de 2022.

#### 4.4.1.4 Imobilizado e intangível

Conforme o demonstrativo de fluxo de caixa das atividades de investimento para o período analisado, foi projetado o valor de investimentos necessário para a expansão e manutenção da companhia.

##### 4.4.1.4.1 Fluxo de caixa dos investimentos

Anualmente, a companhia divulga seus investimentos divididos pelas categorias informadas na seção mais abaixo da tabela 43. Como os investimentos em logística e TI tem naturezas fundamentalmente diferentes, um sendo mais caracterizado como intangível, outro imobilizado, houve-se de separar este valor nas linhas com fonte azul-claro através da seguinte operação: Toda a adição de intangível constante no demonstrativo de fluxo de caixa dos investimentos da LJQQ no período analisado foi inserida na linha “TI e Outros”, a diferença entre “Logística, TI e outros” e a “TI e Outros” foi caracterizada como logística.

De fato, como denota o resultado obtido na tabela 43 para 2020 a empresa passou a acelerar seus investimentos em logística, com as inaugurações dos CDs Saporanga e Corbélia (2021) e Santo Cristo (2020) cujas obras iniciaram antes do ano exato de inauguração. O gasto em TI também teve aceleração nestes períodos considerando o investimento no projeto Digital da companhia (Novo modelo de vendas através de computadores e smartphones).

Tabela 43 - Divulgação de investimentos da empresa e re-separação do autor

| Novas lojas/Logística |                                         | 114%              | 39%               | 44%               | 119%              | 122%              | 99%               |
|-----------------------|-----------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <i>(Em reais)</i>     |                                         | 2017              | 2018              | 2019              | 2020              | 2021              | 2022              |
| <b>CATEGORIA</b>      | <b>Capex (segundo o autor)</b>          | <b>24.504.000</b> | <b>30.185.000</b> | <b>45.401.000</b> | <b>58.591.000</b> | <b>85.092.000</b> | <b>73.689.000</b> |
| Imobilizado           | Novas lojas                             | 5.267.000         | 10.139.000        | 14.582.000        | 14.962.000        | 25.582.000        | 25.487.000        |
| Imobilizado           | Reformas e Projetos em Lojas            | 7.645.000         | 9.058.000         | 12.279.000        | 13.558.000        | 16.080.000        | 10.963.000        |
| Imobilizado           | Logística                               | 5.982.081         | 3.967.832         | 6.466.000         | 17.735.000        | 31.202.000        | 25.193.000        |
| Intangível            | TI e outros                             | 5.609.919         | 7.020.168         | 12.074.000        | 12.336.000        | 12.228.000        | 12.046.000        |
| <b>CATEGORIA</b>      | <b>Capex (Apresentado pela empresa)</b> | <b>24.504.000</b> | <b>30.185.000</b> | <b>45.401.000</b> | <b>58.591.000</b> | <b>85.092.000</b> | <b>73.689.000</b> |
| Imobilizado           | Novas lojas                             | 5.267.000         | 10.139.000        | 14.582.000        | 14.962.000        | 25.582.000        | 25.487.000        |
| Imobilizado           | Reformas e Projetos em Lojas            | 7.645.000         | 9.058.000         | 12.279.000        | 13.558.000        | 16.080.000        | 10.963.000        |
| [?]                   | Logística, TI e Outros                  | 11.592.000        | 10.988.000        | 18.540.000        | 30.071.000        | 43.430.000        | 37.239.000        |

Fonte: Elaborado pelo autor

Utilizando esta separação, tais foram as premissas utilizadas para encontrar o investimento para o período projetado. Cada uma delas será explicada individualmente:

Tabela 44 - Premissas adotadas para cálculo dos investimentos

| <b>PREMISSAS</b>                    |                                          |
|-------------------------------------|------------------------------------------|
| <b>Novas lojas</b>                  | <b>694 CAPEX/m<sup>2</sup></b>           |
| <b>Reformas e Projetos em Lojas</b> | <b>12.387.600 Média 2018-2022</b>        |
| <b>Logística</b>                    | <b>94% do inv. Em novas lojas</b>        |
| <b>TI e outros</b>                  | <b>11.140.834 do inv. Em novas lojas</b> |

Fonte: Elaborado pelo autor

19. Cálculo do investimento em novas lojas: Utilizou-se a variação do indicador CUB-RS durante o ano de 2022 (1,1%) que mede a variação dos custos de construção civil para atualizar o “Capex novas lojas/m<sup>2</sup>”, uma medida do custo de construção de novas lojas por metro quadrado. Chega-se, portanto, a 694 R\$/m<sup>2</sup> de loja. Por fim, o valor dispendido na construção de novas lojas permanece idêntico no período projetado, conforme o plano de abertura de lojas em metros quadrados que já discutido. Tal valor é resultado do produto entre metros quadrados construídos e o R\$/m<sup>2</sup> de loja e encontra-se mais à direita da tabela 45.

Tabela 45 - Capex em novas lojas

| <i>(Em reais)</i>                      | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       | 2024       |
|----------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Novas lojas                            | 5.267.000  | 10.139.000 | 14.582.000 | 14.962.000 | 25.582.000 | 25.487.000 | 20.879.453 | 20.879.453 |
| Novos m <sup>2</sup>                   | 9.049,00   | 24.423,00  | 31.988,00  | 32.915,00  | 45.031,00  | 37.108,00  | 30.086     | 30.086     |
| <b>CAPEX novas lojas/m<sup>2</sup></b> | <b>582</b> | <b>415</b> | <b>456</b> | <b>455</b> | <b>568</b> | <b>687</b> | <b>694</b> | <b>694</b> |

Fonte: Elaborado pelo autor

20. Cálculo do investimento em reformas e projetos em lojas: aplicou-se a média de todo o período analisado, exceto 2017, pois havia menor volume de abertura de lojas obtendo-se o valor de R\$ 12.387.600. É possível realizar esta aproximação dada a menor variabilidade desta linha.
21. Cálculo do investimento em logística: Foi somado todo o investimento em logística do período analisado e dividido pela soma de todo o investimento em novas lojas do período analisado. Tais dados apresentam uma correlação forte de Pearson (0,91), por isso pareceu apropriado realizar esta operação, chegando-se ao valor de 94% do investimento em loja deve ser investido em logística. Analisando a tabela 43, na linha “Novas lojas/Logística” verifica-se que em 4/6 do período analisado a razão anual teve resultado maior ou igual aos 94%. A diferença se excetuasse 2017 seria de 1 ponto percentual para baixo.
22. Cálculo do investimento em TI e outros: Seguiu-se o mesmo critério do Cálculo do investimento em reformas e projetos em lojas, obtendo-se R\$ 11.140.834.

Ter-se-á, portanto, um investimento total de R\$ 64.097.209 constante ao longo do período projetado, do qual somente a parcela referente a TI e outros é classificada como intangível no balanço.

#### 4.4.1.4.2 Cálculo do imobilizado e intangível por período

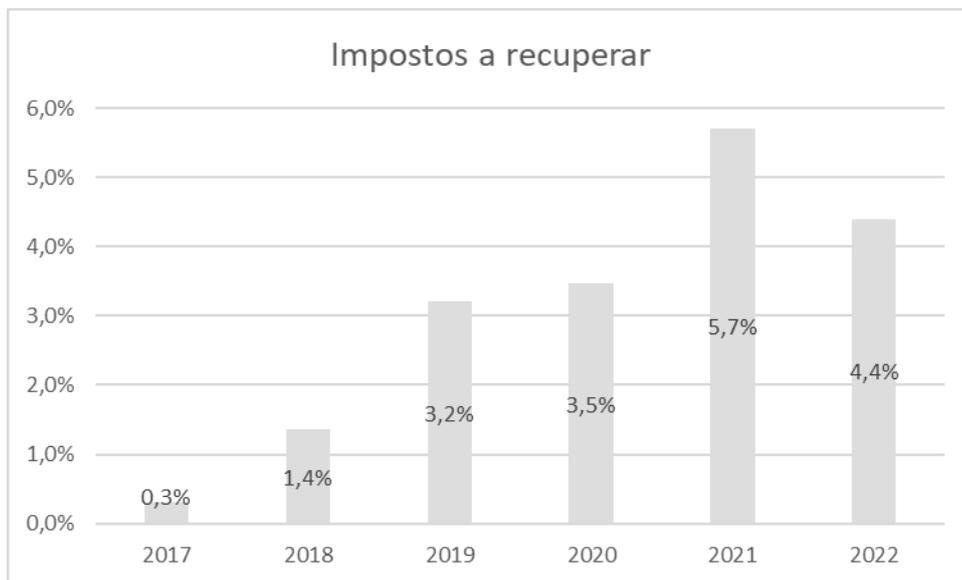
Tendo em mãos a alíquota de 10% de depreciação já demonstrada, aplica-se esta sobre o imobilizado final do ano fiscal anterior, obtendo a depreciação do período. A seguir, aplica-se a equação 26 para obtenção do imobilizado, e, de maneira análoga para o intangível:

$$\text{Equação 26: Imobilizado ano corrente} = \text{Imobilizado ano anterior} - 10\% * \\ \text{Imobilizado ano anterior} + \text{Adições de imobilizado no período corrente}$$

#### 4.4.1.5 Impostos a recuperar

Foi operado como as linhas de menor materialidade, mas ao invés de utilizar a média entre os percentuais ano a ano de todo o período analisado, fez-se somente em relação ao período de 2019 a 2022, resultando em 4,2%, isto pela razão de que a conta apresenta maior expressividade, e analisou-se uma trajetória ascendente para esta, como se verifica no gráfico 10.

Gráfico 10: Impostos a recuperar/Receita bruta líquida de devoluções



Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

#### 4.4.2 PASSIVOS E PATRIMÔNIO LÍQUIDO

A tabela 46 ilustra os passivos e patrimônio líquido da empresa para o período analisado e o período projetado. Segundo o critério de materialidade no resultado, identificou-se a necessidade de priorizar esforços em determinadas linhas, que serão explanadas adiante neste tópico. Já as linhas de menor materialidade foram projetadas segundo um percentual histórico da receita bruta líquida de devoluções, constante na coluna mais à direita da tabela 46, mesmo tratamento demonstrado para as contas de ativos.

Tabela 46 - Projeção de passivo e patrimônio líquido

| (Em milhões de Reais)                | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021           | 2022           | 2023           | 2024           | 2025           | 2026           | 2027           | 2028           | 2029           | 2030           | 2031           | 2032           |            |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------|
| <b>Passivo e patrimônio líquido</b>  | 681,6        | 1.166,7      | 1.644,8      | 2.218,7      | 2.692,1        | 3.031,4        | 2.381,9        | 2.651,1        | 2.937,8        | 3.200,5        | 3.480,9        | 3.769,5        | 4.065,9        | 4.370,8        | 4.684,6        | 5.008,0        | 97%        |
| <b>Passivo circulante</b>            | <b>423,5</b> | <b>569,0</b> | <b>707,5</b> | <b>977,1</b> | <b>1.126,6</b> | <b>1.075,0</b> | <b>1.039,0</b> | <b>1.125,1</b> | <b>1.228,9</b> | <b>1.324,4</b> | <b>1.427,4</b> | <b>1.535,2</b> | <b>1.647,1</b> | <b>1.763,4</b> | <b>1.884,1</b> | <b>2.009,5</b> | <b>43%</b> |
| Fornecedores                         | 191,7        | 208,5        | 267,5        | 357,3        | 434,5          | 371,1          | 377,5          | 424,3          | 470,2          | 512,0          | 558,2          | 606,2          | 656,0          | 707,8          | 761,5          | 817,3          | 16%        |
| Fornecedores - convênio              | 20,9         | 37,3         | 46,6         | 12,1         | 41,3           | 24,6           | 36,0           | 40,5           | 44,9           | 48,9           | 53,3           | 57,8           | 62,6           | 67,5           | 72,7           | 78,0           | 2%         |
| Empréstimos e financiamentos         | 44,1         | 106,7        | 69,2         | 167,9        | 109,5          | 64,1           | 64,1           | 64,1           | 64,1           | 64,1           | 64,1           | 64,1           | 64,1           | 64,1           | 64,1           | 64,1           | 5%         |
| Quotas seniores FIDC Verdecard       | 0,0          | 29,1         | 63,3         | 81,4         | 132,1          | 181,8          | 172,9          | 189,9          | 209,8          | 228,2          | 248,0          | 268,8          | 290,3          | 312,7          | 336,0          | 360,1          | 4%         |
| Passivos de Arrendamento             | 0,0          | 0,0          | 37,3         | 45,8         | 58,0           | 67,3           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 2%         |
| Obrigações com conveniadas           | 92,6         | 101,8        | 105,9        | 120,7        | 147,7          | 184,0          | 196,5          | 201,4          | 220,7          | 239,0          | 257,4          | 277,0          | 297,4          | 318,6          | 340,5          | 363,4          | 7%         |
| Impostos e contribuições a recolher  | 11,7         | 11,8         | 13,1         | 17,6         | 20,2           | 19,2           | 17,3           | 19,5           | 21,6           | 23,5           | 25,6           | 27,8           | 30,1           | 32,5           | 34,9           | 37,5           | 1%         |
| Salários e férias a pagar            | 31,6         | 37,2         | 54,1         | 70,8         | 75,5           | 69,5           | 84,7           | 93,0           | 102,8          | 111,8          | 121,5          | 131,7          | 142,3          | 153,2          | 164,6          | 176,5          | 3%         |
| Receita diferida                     | 2,6          | 2,4          | 1,6          | 1,5          | 0,1            | 0,3            | 2,0            | 2,3            | 2,5            | 2,7            | 3,0            | 3,2            | 3,5            | 3,8            | 4,1            | 4,4            | 0%         |
| Dividendos a pagar                   | 0,0          | 0,0          | 5,1          | 15,1         | 15,1           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0%         |
| Obrigações por repasse               | 5,7          | 16,2         | 18,1         | 16,7         | 16,5           | 22,5           | 17,4           | 19,6           | 21,7           | 23,6           | 25,8           | 28,0           | 30,3           | 32,7           | 35,2           | 37,7           | 1%         |
| Outras obrigações                    | 22,8         | 18,0         | 25,8         | 70,3         | 76,1           | 70,5           | 70,5           | 70,5           | 70,5           | 70,5           | 70,5           | 70,5           | 70,5           | 70,5           | 70,5           | 70,5           | 2%         |
|                                      |              |              |              |              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                | 0,0        |
| <b>Passivo não circulante</b>        | <b>140,0</b> | <b>459,0</b> | <b>791,7</b> | <b>762,3</b> | <b>1.024,0</b> | <b>1.419,6</b> | <b>786,5</b>   | <b>938,8</b>   | <b>1.071,7</b> | <b>1.169,7</b> | <b>1.275,6</b> | <b>1.374,6</b> | <b>1.465,4</b> | <b>1.546,5</b> | <b>1.616,5</b> | <b>1.673,9</b> | <b>38%</b> |
| Empréstimos e financiamentos         | 79,5         | 138,8        | 266,8        | 207,8        | 158,3          | 348,9          | 242,3          | 362,8          | 455,8          | 501,0          | 550,0          | 589,4          | 618,4          | 635,2          | 638,5          | 626,6          | 11%        |
| Quotas seniores FIDC Verdecard       | 0,0          | 260,6        | 296,1        | 214,9        | 378,3          | 494,9          | 470,6          | 516,7          | 571,1          | 621,1          | 675,1          | 731,5          | 790,2          | 851,1          | 914,3          | 980,0          | 14%        |
| Contas a pagar por aquisição de it   | 45,0         | 46,3         | 46,5         | 47,8         | 18,5           | 14,5           | 14,5           | 14,5           | 14,5           | 14,5           | 14,5           | 14,5           | 14,5           | 14,5           | 14,5           | 14,5           | 2%         |
| Receita diferida                     | 5,9          | 3,5          | 1,5          | 0,2          | 0,2            | 17,9           | 5,3            | 6,0            | 6,6            | 7,2            | 7,9            | 8,6            | 9,3            | 10,0           | 10,7           | 11,5           | 0%         |
| Passivos de Arrendamento             | 0,0          | 0,0          | 170,3        | 262,2        | 395,5          | 466,1          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 9%         |
| Outras obrigações                    | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 48,2           | 52,2           | 34,8           | 17,4           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 1%         |
| Provisão para riscos tributários, tr | 9,7          | 9,8          | 10,6         | 29,4         | 25,1           | 25,1           | 19,1           | 21,4           | 23,7           | 25,8           | 28,2           | 30,6           | 33,1           | 35,7           | 38,4           | 41,2           | 1%         |
|                                      |              |              |              |              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                | 0,0        |
| <b>Patrimônio líquido</b>            | <b>118,0</b> | <b>138,7</b> | <b>145,7</b> | <b>479,3</b> | <b>541,5</b>   | <b>536,8</b>   | <b>556,3</b>   | <b>587,2</b>   | <b>637,2</b>   | <b>706,4</b>   | <b>777,9</b>   | <b>859,7</b>   | <b>953,4</b>   | <b>1.060,9</b> | <b>1.184,0</b> | <b>1.324,7</b> | <b>16%</b> |
| Capital social                       | 139,8        | 139,8        | 139,8        | 450,6        | 450,6          | 450,6          | 450,6          | 450,6          | 450,6          | 450,6          | 450,6          | 450,6          | 450,6          | 450,6          | 450,6          | 450,6          | 15%        |
| Reserva de capital                   | 91,1         | 93,0         | 2,5          | -26,4        | -15,5          | 4,6            | 4,6            | 4,6            | 4,6            | 4,6            | 4,6            | 4,6            | 4,6            | 4,6            | 4,6            | 4,6            | 2%         |
| Reserva Legal                        | 0,0          | 0,0          | 0,4          | 3,8          | 7,2            | 7,2            | 8,5            | 10,0           | 12,5           | 15,9           | 19,5           | 23,6           | 28,2           | 33,6           | 39,7           | 46,7           | 0%         |
| Reserva de Incentivos Fiscais        | 0,0          | 0,0          | 2,9          | 6,9          | 11,2           | 11,2           | 4,7            | 5,3            | 5,8            | 6,4            | 6,9            | 7,5            | 8,2            | 8,8            | 9,5            | 10,2           | 0%         |
| Reserva de Lucros                    | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 44,4         | 88,0           | 63,2           | 88,0           | 116,7          | 163,6          | 228,9          | 296,3          | 373,4          | 461,9          | 563,4          | 679,6          | 812,7          | 1%         |
| Lucros (Prejuízos) Acumulados        | -112,9       | -94,2        | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | -3%        |

Fonte: Elaborado pelo autor

#### 4.4.2.1 Fornecedores

O cálculo do prazo médio, utilizado para a projeção de fornecedores, é dividido em três passos:

Passo 1 - Obter o valor total de fornecedores: Na linha “*fornecedores*” da tabela 47 demonstra-se o valor de Fornecedores + Fornecedores Convênio.

Passo 2 - Obter o valor de compras no ano “n”: É o custo de mercadorias vendidas no ano “n” (não o de serviços prestados, pois assume-se que o modelo de negócios bancário não trabalha com quantia relevante de fornecedores de estoques) somado à variação do estoque do ano “n-1” para o ano “n”.

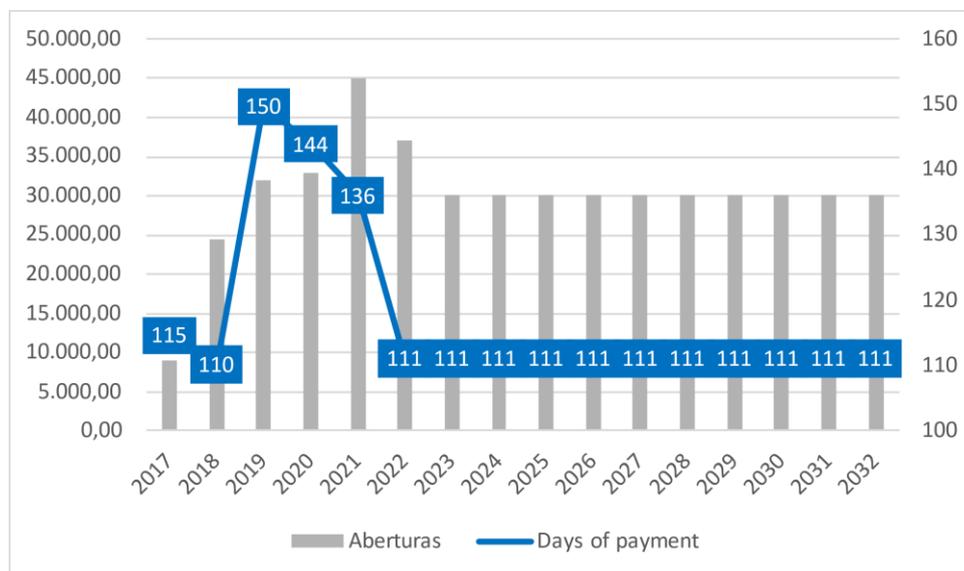
Passo 3 – Aplique a equação 2 para chegar ao prazo médio de pagamento (PMP), descrito como “*Days of Payment*” na tabela 47.

Desde o período mais acentuado de aceleração de abertura das lojas da empresa (2019) houve um prazo médio de fornecedores atípico, ao passo que em janeiro de 2022 a empresa chegou a emitir uma série de debêntures totalizando R\$ 150 milhões, sendo possível inferir que foi direcionada ao pagamento de fornecedores, conta que teve redução de R\$ 186 milhões do 4T21 para o 1T22.

Além disso, ao questionar-se a companhia acerca da redução da conta fornecedores, recebeu-se a resposta de que este fato decorreu da diminuição do nível de compras, para readequar o nível de estoque. De tal fato, depende-se que quando a empresa diminui seu nível de estoque, o prazo médio de fornecedores tende a decrescer, sendo ambos correlacionados. Já foi discutido no tópico de projeção dos estoques que a empresa deve evitar um estoque excessivo no período projetado, visando a um crescimento mais modesto do que houve em 2021, quando o mercado se encontrava mais aquecido, criando um plano de crescimento mais estável, como projetou-se, trazido agora no gráfico 11.

Ponderando estes fatores, e enfrentando a dificuldade de projetar um dado que apresenta uma variância e perturbações elevadas, assim como para o estoque, estabeleceu-se que a empresa deve permanecer no mesmo patamar de 2022 durante todo o período projetado, conforme o gráfico 11.

Gráfico 11: Relação entre abertura de lojas (em m<sup>2</sup> de ALV) e prazo de pagamento



Fonte: Elaborado pelo autor

Com o prazo de estoque e a compra projetada em mãos, torna-se fácil calcular o valor de fornecedores para todo o período projetado, aplicando-se a inversa da Equação 2, conforme o resultado da tabela 47.

Tabela 47 - Cálculo da conta de fornecedores por período

| (Em milhões de Reais)                  | 2017          | 2018          | 2019          | 2020          | 2021            | 2022            | 2023            | 2024            | 2025            | 2026            | 2027            | 2028            | 2029            | 2030            | 2031            | 2032            |
|----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Estoques                               | 180,6         | 214,2         | 224,3         | 318,9         | 458,0           | 470,8           | 482,8           | 542,6           | 601,3           | 654,8           | 713,8           | 775,2           | 838,9           | 905,1           | 973,8           | 1.045,2         |
| Fornecedores                           | 191,7         | 208,5         | 267,5         | 357,3         | 434,5           | 371,1           | 377,5           | 424,3           | 470,2           | 512,0           | 558,2           | 606,2           | 656,0           | 707,8           | 761,5           | 817,3           |
| <b>Custos das mercadorias vendidas</b> | <b>-588,5</b> | <b>-744,4</b> | <b>-802,0</b> | <b>-951,4</b> | <b>-1.239,7</b> | <b>-1.543,5</b> | <b>-1.589,6</b> | <b>-1.731,7</b> | <b>-1.895,0</b> | <b>-2.047,7</b> | <b>-2.234,9</b> | <b>-2.423,1</b> | <b>-2.618,6</b> | <b>-2.821,6</b> | <b>-3.032,5</b> | <b>-3.251,4</b> |
| Venda de mercadorias                   | -569,8        | -657,3        | -642,1        | -811,4        | -1.026,6        | -1.207,0        | -1.241,0        | -1.394,7        | -1.545,5        | -1.683,1        | -1.834,8        | -1.992,5        | -2.156,4        | -2.326,5        | -2.503,2        | -2.686,6        |
| Serviços prestados                     | -18,7         | -87,1         | -159,9        | -139,9        | -213,0          | -336,5          | -348,6          | -337,0          | -349,5          | -364,6          | -400,0          | -430,5          | -462,2          | -495,1          | -529,3          | -564,8          |
| Compras                                | 610,3         | 690,9         | 652,2         | 906,0         | 1.165,7         | 1.219,9         | 1.252,9         | 1.454,5         | 1.604,2         | 1.736,6         | 1.893,9         | 2.053,9         | 2.220,1         | 2.392,7         | 2.571,9         | 2.758,0         |
| Days of payment                        | 115           | 110           | 150           | 144           | 136             | 111             | 111             | 111             | 111             | 111             | 111             | 111             | 111             | 111             | 111             | 111             |
| Ciclo de caixa                         | 67            | 139           | 107           | 119           | 153             | 168             | 162             | 162             | 162             | 162             | 162             | 162             | 162             | 162             | 162             | 162             |

Fonte: Elaborado pelo autor

#### 4.4.2.2 Fornecedores – convênio

Foi projetada segundo percentual da receita, destaca-se aqui tão somente para não confundir esta conta com a de fornecedores, pois ambas possuem naturezas operacionais diferentes.

#### 4.4.2.3 Empréstimos e financiamentos

É projetado como o valor de empréstimo do ano anterior somado à diferença (ativos) – (passivos + patrimônio líquido). Em outras palavras, é o quanto a companhia precisa para financiar o crescimento de seus ativos. Este movimento encontra-se ilustrado na tabela 48, com os valores a captar/amortizar estando em azul.

Tabela 48 - Cronograma de captação de empréstimos

| (Em milhões de Reais) | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  | 2031  | 2032  |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Divida bancária       | 123,6 | 245,5 | 336,0 | 375,7 | 267,8 | 413,1 | 306,4  | 426,9 | 519,9 | 565,2 | 614,1 | 653,6 | 682,5 | 699,3 | 702,7 | 690,7 |
| Captacao LP           |       |       |       |       |       |       | -106,7 | 120,5 | 93,0  | 45,3  | 48,9  | 39,5  | 28,9  | 16,9  | 3,3   | -12,0 |

Fonte: Elaborado pelo autor

A linha de empréstimos do ativo circulante permanece idêntica ao valor de 2022. Realizar somente captações de longo prazo consiste com a realidade da empresa, que deseja promover um crescimento sustentável de longo prazo, afora o fato de que como se está aplicando a taxa de juros sobre o total de empréstimos e financiamentos do balanço (tópico já explicado em “Demais projeções de resultado”, não existe diferença entre alocar no curto e longo prazo um empréstimo, pois ambos sofrerão com a mesma alíquota média.

Atenta-se o leitor que existe uma referência circular: A captação depende do volume de lucro apurado no patrimônio líquido, mas o lucro depende do volume de dívidas atual da empresa. Apesar disso, tal questão é resolvida através de cálculo iterativo no software MS Excel, que identifica uma solução ótima para o problema.

#### 4.4.2.4 Quotas seniores FIDC Verdecard

O envio do contas a receber para o FIDC, bem como a redução ou aumento do percentual de quotas seniores dentro desse é uma decisão particular da companhia, no entanto, como nossa projeção de margem de serviços financeiros (influenciada pela quantidade de cotas sêniores) foi feita com base no histórico, também se utilizará o histórico do período analisado, considerando 2017 e 2020 como outliers. A tabela 49 denota a razão (TOTAL DE COTAS SÊNIORES/TOTAL DE CONTAS A RECEBER) ao longo dos anos, bem como ao final a média adotada.

Tabela 49 - Percentual de contas a receber financiado por cotas seniores

| 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | média 18-22 |
|------|------|------|------|------|------|-------------|
|      | 0%   | 61%  | 61%  | 45%  | 59%  | 69%         |
|      |      |      |      |      |      | 62%         |

Fonte: Elaborado pelo autor

Assume-se, então, que 62% do contas a receber será financiado pelo FIDC ao longo de todo o período projetado, exceto 2023, para evitar uma mudança abrupta nesta conta. Não realizar este ajuste seria afirmar que a empresa teria de captar empréstimos rapidamente para quitar parte das cotas sêniores.

Havendo uma lacuna de 7% entre o 69% de 2022 e o 62% projetado, assumimos em 2023 como 65,5%, atingindo metade da lacuna.

Aplica-se, portanto, estes percentuais às linhas de contas a receber e chega-se ao valor total de quotas sêniores no balanço, conforme a tabela 50. No balanço patrimonial que se demonstrou anteriormente este valor consta dividido entre circulante e não circulante com fim meramente informativo, com 27% circulante (razão de 2022).

Tabela 50 - Projeção de quotas sêniores

| <i>(Em milhões de Reais)</i>           | 2017  | 2018  | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    | 2031    | 2032    |
|----------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Ativo circulante</b>                | 461,9 | 902,8 | 1.153,9 | 1.602,4 | 1.823,1 | 2.033,0 | 1.957,4 | 2.163,6 | 2.390,6 | 2.599,1 | 2.825,5 | 3.061,5 | 3.306,4 | 3.560,6 | 3.824,2 | 4.097,7 |
| Contas a receber de clientes           | 198,8 | 461,7 | 570,9   | 646,3   | 833,1   | 911,7   | 943,5   | 1.036,0 | 1.145,0 | 1.245,2 | 1.353,5 | 1.466,6 | 1.584,2 | 1.706,4 | 1.833,2 | 1.964,8 |
| <b>Ativo não circulante</b>            | 219,7 | 263,9 | 490,9   | 616,3   | 869,0   | 998,4   | 424,5   | 487,5   | 547,2   | 601,4   | 655,3   | 708,0   | 759,5   | 810,2   | 860,4   | 910,1   |
| Contas a receber de clientes           | 0,0   | 13,9  | 16,3    | 18,2    | 34,7    | 75,2    | 39,4    | 43,3    | 47,8    | 52,0    | 56,5    | 61,3    | 66,2    | 71,3    | 76,6    | 82,1    |
| <b>Dívida do FIDC (cotas sêniores)</b> | 0,0   | 289,6 | 359,3   | 296,3   | 510,4   | 676,7   | 643,5   | 706,6   | 780,9   | 849,3   | 923,1   | 1.000,3 | 1.080,5 | 1.163,8 | 1.250,3 | 1.340,1 |

Fonte: Elaborado pelo autor

#### 4.4.2.5 Passivos de Arrendamento

Não foi projetado, a lembrar que todas as nossas projeções são sem efeito do CPC06/IFRS16.

#### 4.4.2.6 Obrigações com conveniadas

Segundo a companhia: "Em obrigações com conveniadas estão registrados os valores devidos aos estabelecimentos conveniados, referentes às transações com cartões de crédito VerdeCard." Este valor é conhecido como tarifa MDR no mercado de varejo. Nossa projeção para todo o período analisado é o saldo do período anterior aplicado o crescimento da receita bruta líquida de devoluções do período contra o período anterior.

#### 4.4.2.7 Salários e férias a pagar

Segundo os dados disponíveis no momento, calcula-se a razão entre a rubrica de "Salários e férias a pagar" do balanço pela "Despesas com pessoal" do resultado, e a média das razões dos períodos disponíveis é de 19%, conforme a tabela 51.

Tabela 51 - Média das razões de Salários

| 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | méd  |
|------|------|------|------|------|
| -20% | -21% | -19% | -16% | -19% |

Fonte: Adaptado de demonstrações financeiras auditadas LJQQ

Aplica-se, portanto, a inversa dessa função, com a razão constante (19%) para todo o período projetado, pois já se projeta a linha "Despesas com pessoal".

#### 4.4.2.8 Dividendos a pagar

Torna-se zero durante todo o período projetado, supondo que os dividendos serão quitados até o fim do exercício.

#### 4.4.2.9 Outras obrigações

Foi replicado o valor de 2022 para todo o período projetado para as outras obrigações do passivo circulante, dada a sua estabilidade ao longo do período analisado. Já para o trecho que consta no não circulante trata-se diferentemente, devido ao que explica a própria companhia:

“Refere-se ao valor a ser repassado a antigos controladores fundadores da Companhia conforme previsão contratual entre as partes, correspondendo ao montante líquido a ser restituído junto a Receita Federal do Brasil, relativo à ação transitada em julgado de exclusão do ICMS da base de cálculo do PIS e da COFINS, conforme descrito no item “c” da nota explicativa nº 11.” (Demonstração financeira auditada LJQQ 2022).

Com isso, projeta-se que o valor será devolvido para os antigos sócios em 1/3 durante 2023, 1/3 em 2024, e o restante em 2025.

#### 4.4.2.10 Contas a pagar por aquisição de investimento

Mantém-se o valor divulgado em 2022, devido à indefinição de quando este valor será pago aos sócios. Informa-se que, segundo a empresa, esta linha se trata de:

“Refere-se à retenção contratual para garantia do cumprimento de obrigações assumidas pelos antigos acionistas fundadores da Companhia conforme Instrumento Particular de Assunção de Dívida e Outras Avenças, celebrado em 5 de outubro de 2010. O passivo foi assumido pela Companhia como resultado de reorganização societária ocorrida em fevereiro de 2016. A dívida está sujeita à atualização com base em 100% da taxa DI.” (Demonstração financeira auditada LJQQ 2022).

#### 4.4.2.11 Capital social

Sem a previsão de novas ofertas primárias, mantém-se o valor constante desde a data do IPO para todo o período projetado.

#### 4.4.2.12 Reserva de capital

Dada a baixa materialidade desta linha, e a sua não correlação com a receita, replica-se o saldo de 2022.

#### 4.4.2.13 Reserva Legal

Conforme a Lei das S.A. (LSA, art. 193) atribui-se 5% do lucro líquido devido a obrigatoriedade legal de realizar esta reserva. Observa-se que até o fim do período projetado não existirá a ultrapassagem do limite de 20% do capital social.

#### 4.4.2.14 Reserva de Lucros

Como forma de estimular o crescimento da empresa, atribui-se 95% do lucro líquido do exercício (descontando os 5% da reserva legal) como reserva de lucros. Tal fato é considerado importante, na medida em que a empresa, em nossas projeções, aumenta seu grau de alavancagem para o crescimento, podendo o indicador *Debt to Equity* assumir uma proporção cada vez mais alta se não houver mais capital próprio no balanço da empresa.

### 4.5 DETERMINAÇÃO DO VALUATION

Nesta etapa serão aplicadas as metodologias de *valuation* explicadas na revisão bibliográfica. Em alguns tópicos, foram utilizados diversos jargões em inglês, visto que as tabelas e planilhas base utilizadas nas projeções financeiras foram feitas no idioma americano. Existirá, porém, a explicação detalhada do que significa cada termo.

#### 4.5.1 VALOR ATUAL

Conforme discutido, o valor da empresa (*Enterprise Value*) é o valor da dívida líquida somado ao valor do *equity* (*Market Capitalization*), obtendo-se 1,298 bilhões conforme a tabela 52.

Tabela 52 - Cálculo do EV atual LJQQ3

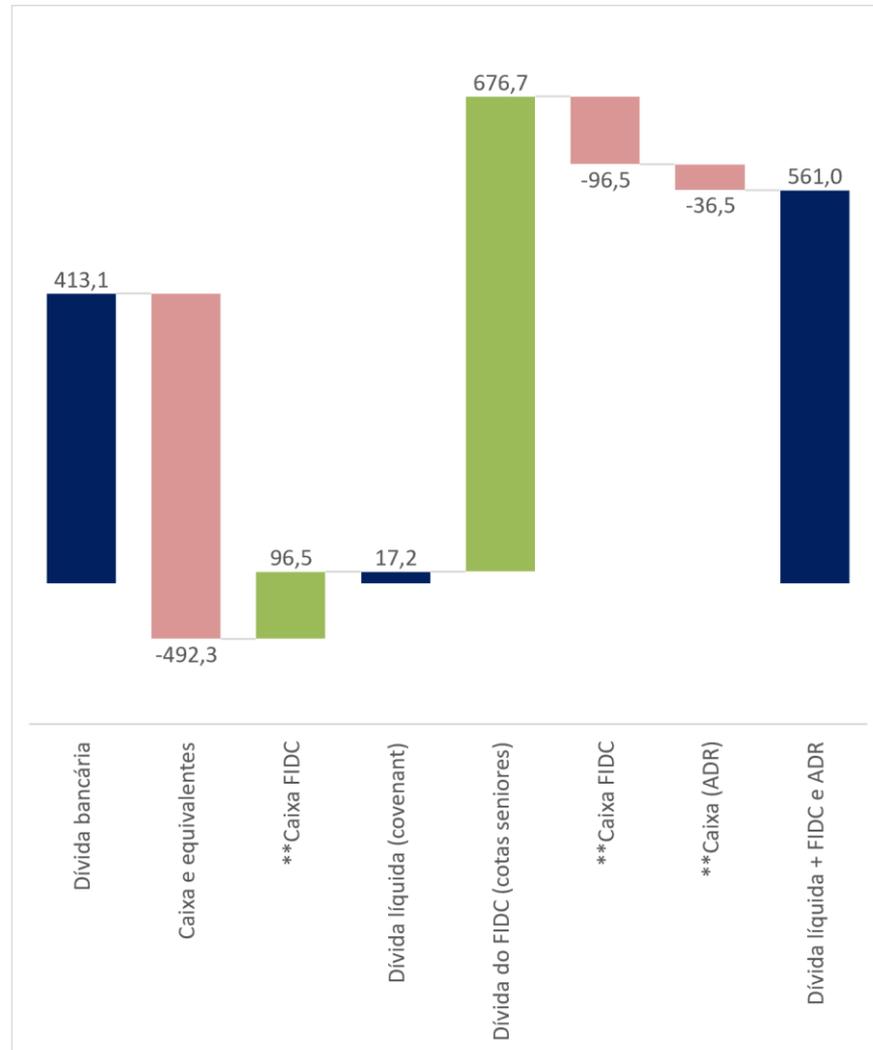
| <i>Method 2 - Actual Value</i> |                  |
|--------------------------------|------------------|
| <b>EV</b>                      | <b>1.298,9</b>   |
| DÍVIDA LÍQUIDA                 | 561,0            |
| Market Cap                     | 737,9 27/04/2023 |

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da Microsoft em 27/04/2023

No gráfico 12 os valores considerados para chegar à dívida líquida de 561 milhões de reais. Este valor difere da dívida líquida apresentada pela empresa em seus resultados divulgados basicamente por uma divergência de interpretação financeira. Considera-se as cotas seniores emitidas no FIDC como dívida líquida pelos motivos: i) A LJQQ depende do FIDC; ii) Estas cotas recebem o pagamento de CDI + ~2% a.a. ao invés de remuneração variável; iii)

Cotas sêniores tem direito superior às subordinadas da Quero-Quero; iv) A Quero-Quero é consolidadora do FIDC.

Gráfico 12: Memória de cálculo – Dívida líq. 2022



Fonte – Elaborado pelo autor

#### 4.5.2 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

Foram selecionados players mais e menos semelhantes à LJQQ a fim de utilizar seus múltiplos de mercado para avaliar a empresa, sendo que para os mais semelhantes foi atribuído um peso superior, conforme demonstrado abaixo:

#### 4.5.2.1 Benchmarks escolhidos

##### 4.5.2.1.1 The Home Depot

A Home Depot é uma empresa americana que atua no setor de varejo de produtos de construção, reforma e decoração. Seu modelo de negócio estratégico é baseado em três pilares principais:

23. Enorme seleção de produtos: A Home Depot oferece uma ampla gama de produtos para atender às necessidades dos clientes em todas as áreas da construção, reforma e decoração. Eles têm mais de 40.000 produtos em suas lojas físicas e ainda mais em sua loja online, o que significa que os clientes podem encontrar tudo o que precisam em um só lugar.
  
24. Atendimento ao cliente excepcional: A empresa coloca grande ênfase em fornecer atendimento ao cliente de alta qualidade. Eles treinam seus funcionários para serem especialistas em suas áreas de atuação, para que possam ajudar os clientes a escolher os produtos certos e oferecer conselhos práticos de como usá-los. Além disso, eles fornecem serviços de instalação e manutenção para ajudar os clientes a completar seus projetos com sucesso.
  
25. Preços competitivos: A Home Depot é capaz de manter preços competitivos, oferecendo grandes volumes de produtos a preços mais baixos. Eles também oferecem descontos e ofertas especiais aos clientes que compram em grandes quantidades ou que se inscrevem em seu programa de fidelidade.

Além desses três pilares principais, a Home Depot também investe em tecnologia para melhorar a experiência do cliente, como a oferta de compras online e a entrega em domicílio. A empresa também está focada em sustentabilidade e responsabilidade social corporativa, oferecendo produtos ecológicos e implementando práticas comerciais responsáveis. Em resumo, o modelo de negócio estratégico da Home Depot é baseado em fornecer aos clientes uma ampla seleção de produtos, atendimento excepcional e preços competitivos, enquanto se esforça para inovar e melhorar continuamente.

Dados do portal de relações com investidores da The Home Depot indicam que a empresa finaliza 2022 com lojas de aproximadamente 9 mil metros quadrados. Tal valor é mais do que dez vezes superior à da LJQQ. Além disso, considerando a diferença entre o mercado de ações norte-americano e o brasileiro em termos de múltiplos, principalmente devido à diferença das taxas de juros entre os países, havendo um menor custo de oportunidade, que estimula o crescimento de todos os múltiplos nos Estados Unidos adota-se o peso 1 para a The Home Depot. Pelos mesmos critérios definidos acima, haverá peso 1 para a Lowes.

#### 4.5.2.1.2 Lowes

A Lowe's é uma empresa de melhorias domésticas que opera uma rede de lojas de varejo nos Estados Unidos, Canadá e México. A empresa foi fundada em 1946 e se tornou a segunda maior empresa de melhorias domésticas do mundo, ficando atrás apenas de sua principal concorrente, a Home Depot.

O modelo de negócios da Lowe's é focado em oferecer uma ampla variedade de produtos e serviços tanto para clientes que fazem seus próprios projetos (*Do It Yourself*) quanto para clientes profissionais. A empresa oferece uma extensa seleção de produtos de melhorias domésticas e ferragens, incluindo eletrodomésticos, ferramentas, madeira, materiais de construção, suprimentos de encanamento e elétrica, iluminação e decoração. Suas diferenças com a principal concorrente são:

**Seleção de Produtos:** Embora as duas empresas ofereçam produtos similares, a Home Depot costuma ter uma variedade maior no geral. A Home Depot tem uma tradição de atender a profissionais e empreiteiros, e por isso, eles dispõem de uma gama maior de produtos relacionados à construção, incluindo maiores quantidades de madeira, concreto e materiais de construção. Em contraste, a Lowe's tem se concentrado mais em atender aos proprietários que fazem seus próprios projetos e tem uma variedade maior de produtos de decoração e mobília. No entanto, essa diferença está se tornando menos evidente ao longo do tempo, pois ambas as empresas têm ampliado suas linhas de produtos.

**Estratégias de Marketing:** As estratégias de marketing da Home Depot e da Lowe's também são diferentes. As campanhas publicitárias da Home Depot são voltadas mais para profissionais e empreiteiros, enfatizando a qualidade e a durabilidade de seus produtos. Eles

costumam usar slogans como "*More Saving. More Doing.*" para atrair profissionais que precisam de ferramentas e materiais confiáveis para seus trabalhos. Por outro lado, as campanhas publicitárias da Lowe's costumam focar mais nos aspectos emocionais da melhoria da casa e na satisfação que vem com a realização de projetos (*Do It Yourself*). Eles usam slogans como "*Let's Build Something Together*" e frequentemente mostram famílias trabalhando em projetos juntas.

**Atendimento ao Cliente:** Tanto a Home Depot quanto a Lowe's priorizam oferecer um atendimento ao cliente excepcional, mas suas abordagens são um pouco diferentes. A Home Depot é frequentemente vista como tendo funcionários mais experientes e com mais conhecimento nas indústrias de construção e edificação, pois eles focam muito em atender a profissionais e empreiteiros. Eles também oferecem mais serviços nas lojas, como aluguel de ferramentas e serviços de instalação, que podem ser benéficos para empreiteiros que precisam concluir trabalhos rapidamente. A Lowe's, por sua vez, tende a ter uma experiência de atendimento ao cliente mais acessível, com funcionários simpáticos e dispostos a ajudar com projetos. Eles também oferecem mais recursos online, como vídeos instrutivos e planos de projetos.

**Estratégia de Preços:** Tanto a Home Depot quanto a Lowe's são conhecidas por oferecer preços competitivos, mas a Home Depot tem tradicionalmente sido vista como tendo preços um pouco mais baixos no geral. A Home Depot também oferece um programa de fidelidade mais robusto, conhecido como o programa Home Depot Pro Xtra, que oferece descontos e benefícios adicionais para empreiteiros que fazem compras frequentes.

#### 4.5.2.1.3 Lojas Renner (B3: LREN3)

Lojas Renner é uma das principais empresas de moda do Brasil que opera uma rede de lojas que oferecem uma ampla variedade de roupas, acessórios e produtos de beleza. O modelo de negócios da empresa é baseado em oferecer produtos de moda de alta qualidade a preços acessíveis, com foco em proporcionar uma experiência de compra excepcional para os clientes. Lojas Renner é comprometida com inovação e tecnologia, com iniciativas digitais que melhoram a experiência do cliente tanto online quanto nas lojas. A empresa também tem um forte compromisso com a sustentabilidade, com programas voltados para reduzir seu impacto ambiental e apoiar a responsabilidade social.

Mesmo com os desafios da pandemia de COVID-19, Lojas Renner tem continuado a ter um bom desempenho e manter sua posição como uma das principais empresas de moda da América Latina. O foco da empresa em inovação e tecnologia tem ajudado a se adaptar às mudanças do mercado e oferecer aos clientes experiências novas e envolventes. Lojas Renner também tem investido pesadamente em comércio eletrônico, com uma gama de plataformas online que oferecem uma experiência de compra integrada para os clientes.

<https://www.bing.com/images/search?view=detailV2&ccid=g+fAmnBL&id=A62CA12262F714BDE38A6421A7B8D9707797F921&thid=OIP.g-fAmnBLZ341-gY33FozDAHAE8&mediaurl=https://storage.googleapis.com/sf-image-cache/0011I00000KMbAKQA1.jpg&cdnurl=https://th.bing.com/th/id/R.83e7c09a704b677e35fa0637dc5a330c?rik=IfmXd3DZuKchZA&pid=ImgRaw&r=0&exph=4480&expw=6720&q=lojas+renner&simid=608010354179069986&FORM=IRPRST&ck=25630D90DCF5366636918B47BC84D9CA&selectedIndex=0&ajaxhist=0&ajaxs-erp=0>

Apesar de estar no mercado brasileiro, e compartilhar um tamanho de loja mais semelhante, bem como custos operacionais como de folha e aluguéis análogos à da LJQQ, dada a diferença entre o mercado de moda e de varejo de construção civil, principalmente na margem e giro do estoque intrínsecos dos produtos, utiliza-se o peso 2 para a Lojas Renner. O mesmo critério foi utilizado para o grupo Somma.

#### 4.5.2.1.4 Grupo Somma (B3: SOMA3)

Somma é uma empresa brasileira de varejo que possui um portfólio diversificado de negócios em vários setores, como farmácias, supermercados e eletrodomésticos. O modelo de negócios da empresa é baseado em adquirir e investir em empresas bem-sucedidas nesses setores, com foco em impulsionar o crescimento e a eficiência operacional. Somma é reconhecida por sua abordagem estratégica de negócios, com uma equipe de especialistas que analisam as tendências do mercado e identificam oportunidades de crescimento. O objetivo da empresa é criar valor de longo prazo para seus acionistas, construindo um portfólio forte e sustentável de negócios que geram resultados superiores. As principais empresas que compõem o grupo são Farm e Hering.

#### 4.5.2.1.5 Via Varejo (B3: VVAR3)

Via Varejo é uma das principais empresas de varejo do Brasil que opera uma rede de lojas de eletrodomésticos e móveis. O modelo de negócios da empresa é centrado em oferecer uma ampla variedade de produtos a preços competitivos, com foco em proporcionar uma experiência de compra integrada para os clientes. As lojas da Via Varejo oferecem uma gama

de serviços, como instalação, conserto e manutenção, que ajudam a diferenciar a empresa de seus concorrentes.

Além disso, a Via Varejo tem uma forte presença online, com plataformas de comércio eletrônico que oferecem uma variedade de produtos e serviços. O foco da empresa em inovação e tecnologia tem ajudado a se manter à frente da concorrência e manter sua posição como uma das principais empresas de varejo do Brasil. A Via Varejo se compromete a entregar valor aos seus clientes e acionistas por meio de crescimento sustentável e excelência operacional.

Figura 7 - Fachada Lojas Casas Bahia



Fonte: Vagas Bahia (2019)

Como se verifica pela figura 7, principalmente analisando a empresa PontoFrio, hoje chamada simplesmente “Ponto”, se terá a linha de eletrodomésticos e linha branca (fogões, geladeiras, etc.) parecem ser importante parte do modelo de negócios da Via Varejo. Esta é a similaridade a mais que a Via Varejo possui com a Lojas Quero-Quero em relação às empresas de moda citada acima, seguindo este critério, adota-se o peso 3 (maior peso) para a Via Varejo S.A.

#### 4.5.2.1.6 Falabella S.A. (FALABELLA.SN)

Na tabela 53, se pode analisar a composição de receitas do grupo Falabella. A conclusão é de que praticamente metade da receita do grupo é oriunda da categoria “*Home Improvement*”, outro nome dado para as Lojas de Materiais de Construção Civil.

Tabela 53 - Percentual de receita por atividade grupo Falabella

| Receita líquida de 2022 (CLP BB) |     |                                                                                     |     |
|----------------------------------|-----|-------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Ativ. Bancária                   | 1,4 |  | 12% |
| Home Improvement                 | 5,6 |  | 49% |
| Department Stores                | 3,4 |  | 30% |
| Supermarkets                     | 1,0 |  | 9%  |

Fonte: Resultados financeiros do quatro trimestre de 2022 divulgados pela companhia

Além disso, o grupo Falabella opera a Sodimac/Dicico no Brasil desde 2014, uma loja que também opera com materiais de construção.

Por último, lembra-se que a Lojas Quero-Quero S.A. também possui atividades bancárias similares, e considerando as congruências entre o grupo Sodimac e a LJQQ se utilizará o peso 3 para seus múltiplos.

#### 4.5.2.1.7 Lojas Quero-Quero S.A. (B3: LJQQ3)

O último múltiplo analisado trata-se do praticado no mercado para a própria Lojas Quero-Quero. Recordar-se que o objetivo inicial é chegar a um múltiplo que caracterize o valor adequado para a empresa, portanto, ainda que pareça haver uma referência circular no fato de utilizar o múltiplo praticado para a LJQQ3, entende-se como apropriado seguir com este modelo, pois seguindo o objetivo inicial, o modo como a empresa é vista pelo mercado atualmente não o atrapalha, mas auxilia na conclusão do múltiplo do valor adequado.

#### 4.5.2.2 Avaliação pelo indicador EV/EBITDA

Abaixo, na tabela 54, se terá os múltiplos encontrados:

Tabela 54 - Múltiplos de mercado na data 19/03/2023

| 19/03/2023              | HD    | LOW   | LREN3 | SOMA  | VIIA | LJQQ | FALAB |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|
| Weight on mean          | 1     | 1     | 2     | 2     | 3    | 3    | 3     |
| Enterprise Value/EBITDA | 12,57 | 12,74 | 6,43  | 10,09 | 8,69 | 6,95 | 5,47  |

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do portal Gurufocus

Como resultado da ponderação pelos pesos acima mencionados, se terá um múltiplo de 8,11 vezes EBITDA para a Lojas Quero-Quero.

Como o EBITDA utilizado para os números demonstrados na tabela 55 não realiza o ajuste para excetuar a adoção do IFRS16 (prática de mercado) também se utilizará o EBITDA de 2022 sem nenhum ajuste para a LJQQ.

Tabela 55 - Enterprise value (EV) LJQQ por EV/EBITDA

|                         |                |            |
|-------------------------|----------------|------------|
| EBITDA 2022             | 193,9          |            |
| <b>EV</b>               | <b>1.572,7</b> |            |
| DÍVIDA LÍQUIDA          | 561,0          |            |
| Market Cap <sup>2</sup> | 1.011,7        | 19/03/2023 |

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do portal Gurufocus

Obtém-se, portanto, um valor de R\$ 1.572.689.664,00 para o valor da firma neste modelo, conforme o EBITDA de 2022, que foi de R\$ 193.872.000,00. O valor do *equity* (*Market Cap*) também pode ser obtido descontando-se o valor de dívida líquida já calculado anteriormente.

#### 4.5.2.3 Avaliação pelo indicador EV/RECEITA

Abaixo, na tabela 56, se terá os múltiplos encontrados:

Tabela 56 - Múltiplos de mercado na data 19/03/2023

| 19/03/2023               | HD   | LOW  | IREN3 | SOMA | VIA  | LJQQ | FALAB |
|--------------------------|------|------|-------|------|------|------|-------|
| Weight on mean           | 1    | 1    | 2     | 2    | 3    | 3    | 3     |
| Enterprise Value/Revenue | 2,16 | 1,60 | 1,44  | 1,57 | 0,46 | 0,53 | 0,40  |

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do portal Gurufocus

Como resultado da ponderação pelos pesos acima mencionados, se terá um múltiplo de 0,93 vezes Receita (líquida) para a Lojas Quero-Quero.

Tabela 57 - Enterprise value (EV) LJQQ por EV/Receita

|                         |                |            |
|-------------------------|----------------|------------|
| EBITDA 2022             | 193,9          |            |
| <b>EV</b>               | <b>1.572,7</b> |            |
| DÍVIDA LÍQUIDA          | 561,0          |            |
| Market Cap <sup>2</sup> | 1.011,7        | 19/03/2023 |

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do portal Gurufocus

Obtém-se, portanto, um valor de R\$ 2.150.781.240,00 para o valor da firma neste modelo, conforme o EBITDA de 2022, que foi de R\$ 2.312.668.000,00. O valor do equity (Market Cap) também pode ser obtido descontando-se o valor de dívida líquida já calculado anteriormente.

#### 4.5.3 AVALIAÇÃO POR VALOR PATRIMONIAL

A avaliação por valor de liquidação será feita descontando os ativos e passivos, obtendo-se o valor do equity, após isto, somando-se a dívida líquida (*Net debt*), se terá o valor da firma (EV), como demonstrado na tabela 58.

Tabela 58 - Dados patrimoniais da LJQQ

|                 |                |
|-----------------|----------------|
| Ativo           | 3.031,4        |
| Passivo         | 2.494,5        |
| Patrimônio Líq. | 536,8          |
| Net debt        | 561,0          |
| <b>EV</b>       | <b>1.097,8</b> |

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da demonstração financeira da empresa do 4T22

Obtém-se, portanto, um valor de R\$ 1.097.803.000,00 para o valor da firma neste modelo

#### 4.5.4 OBTENÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL

O custo de capital é o custo associado ao financiamento de uma empresa ou projeto. Refere-se ao custo que uma empresa incorre para obter financiamento de fontes externas, como empréstimos bancários, emissão de títulos de dívida ou venda de ações, e também ao custo de capital próprio, que é o retorno esperado pelos acionistas em relação aos seus investimentos na empresa.

##### 4.5.4.1 Custo de capital próprio

A seguir, na tabela 59, serão demonstrados todos os fatores utilizados no cálculo do custo de capital próprio segundo a metodologia CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Os itens com descrição em azul representam as entradas, já os itens em preto cálculos indiretos com as entradas.

O item  $K_e$ , última linha da tabela, apresenta o resultado obtido após todos os cálculos, sendo o custo de capital próprio 16,29% a.a. Ademais, vale destacar que este valor é apresentado em juros reais, pois, conforme já discutido, nossas projeções não levam em conta a inflação projetada no Brasil ao longo dos anos. Cada um dos fatores utilizados será explicado adiante segundo seu índice na coluna “#n” da tabela 59.

Tabela 59 - Cálculo do custo de capital próprio

| #n | Descrição                       | Valor         | Fonte                         |
|----|---------------------------------|---------------|-------------------------------|
| 1  | Unleveraged beta                | 0,86          | H. Depot/Lowes Beta           |
| 2  | Alavancagem D/E                 | 173%          | Balancesheet 2022             |
| 3  | Imposto corporativo             | 34%           |                               |
| 4  | $\beta$ (Beta alavancado)       | 1,85          |                               |
| 5  | RF                              | 1,50%         | 10Y TIPS (Mean 6m)            |
| 6  | RISCO PAÍS                      | 2,54%         | -<br>EMBI JP Morgan (Mean 6m) |
| 7  | PREMIUM (RM-RF)                 | 5,55%         | -<br>-                        |
| 8  | RM (Inflated)                   | 11,48%        | -<br>S&P 500 1942-2022        |
| 8  | Inflation (a.a.)                | 3,63%         | CPI US 1942-2022              |
| 8  | RM (Minus inflation)            | 7,05%         | S&P (-) CPI 2000-22           |
| 9  | Inflação Brasileira             | 5,67%         | IPCA 2006-22 (stability)      |
| 9  | Diferencial de inflacao         | 2,04%         |                               |
| 10 | <b>Ke - CAPM (Not inflated)</b> | <b>16,33%</b> |                               |

Fonte: Elaborado pelo autor

Optou-se por calcular o custo do *equity* do acionista da Lojas Quero-Quero com dados de mercado dos Estados Unidos pela instabilidade apresentada atualmente no mercado de capitais brasileiro, apresentando resultados menores do que a taxa livre de risco do país e variabilidade elevada a depender do período analisado, mas principalmente porque o acionista da empresa Lojas Quero-Quero possui acesso ao mercado de capitais norte-americano, destacado o fato de que nossa análise é voltada para o lado comprador da empresa.

#### 4.5.4.1.1 Unleveraged beta (Beta desalavancado):

Já foi explanada a similaridade entre o modelo de negócios entre as três empresas demonstradas na tabela 59, no tópico “3.5.2. Avaliação por múltiplos”. A seção de estatísticas do Yahoo atualiza o indicador beta alavancado com base na análise de 5 anos de correlação da empresa com o indicador mais utilizado no mercado o qual a empresa está inserida, a saber, Lowes e Home Depot serão avaliadas segundo o indicador SP&500 (índice das 500 empresas listadas mais valiosas dos Estados Unidos), ao passo que a Falabella será avaliada pelo IPSA (*Índice de Precios Selectivo de Acciones* – 40 empresas mais negociadas em volume na bolsa de Santiago). Tais valores foram incluídos na coluna “Beta Lev.” Da tabela.

Já a terceira coluna da tabela “D/E” consiste no “Grau de alavancagem” explicado no tópico 2.3.4.2.2.1 do presente trabalho, ele é utilizado para desalavancar o beta. Seus valores são calculados a partir das demonstrações financeiras das empresas.

A quarta coluna, “Corp Tax” consiste na taxa de imposto corporativo aplicada no país. Nos Estados Unidos, local onde as duas primeiras empresas possuem a maior parte de suas receitas, a taxa é de 21% sobre lucros. Já no Chile, se terá 25%, aplicando-se para a Falabella.

Por fim, a quinta coluna da tabela 60 “Beta Unlev” descreve o beta desalavancado obtido para cada uma das empresas em questão.

Tabela 60 - Cálculo do Beta desalavancado

| Company Name         | Beta LEV | D/E  | CORP TAX                    | BETA UNLEV  |
|----------------------|----------|------|-----------------------------|-------------|
| Lowe's Companies Inc | 1,09     | 0,28 | 0,21                        | 0,89        |
| Home Depot Inc       | 0,93     | 0,15 | 0,21                        | 0,83        |
|                      |          |      | <b>Mediana s/ Falabella</b> | <b>0,86</b> |
| Falabella S.A.       | 0,91     | 1,25 | 0,25                        | 0,47        |
|                      |          |      | <b>Mediana c/ Falabella</b> | <b>0,83</b> |

Fonte: Elaborado pelo autor

Para aplicação do CAPM, deve-se realizar a medição em relação a somente um único indicador, deste modo, se utilizará a mediana entre o beta desalavancado da Lowes e Home Depot, que é 0,86, excluindo a Falabella desta medida.

#### 4.5.4.1.2 Alavancagem D/E:

Tendo em vista que em 2022 o indicador da empresa teve um aumento significativo em relação aos últimos anos de operação da companhia, em um cenário de incerteza se isto decorre extraordinariamente, ou se é um fato que haverá de se manter ao longo do tempo, utiliza-se a média entre os indicadores D/E calculados do balanço de 2021 e 2022 demonstrados na tabela 59, que é de 173%.

O fato de as quotas sêniores do FIDC Verdecard ser considerado como “*Debt like*” (que possui caráter de dívida) para o cálculo do valor da dívida da empresa já foi discutido anteriormente. Portanto, o racional é simplesmente somar as linhas de empréstimos e as quotas sêniores para chegar à dívida (*Debt*) e dividir pelo patrimônio líquido (*Equity*)

Caso haja dúvida da parte do leitor acerca do histórico do indicador ser mais alto inclusive do que 2022, indica-se que é prática das companhias de capital fechado aumentar seu grau de alavancagem com capital de terceiros visando a se preparar para uma abertura de capital (IPO), como ocorreu ao final do exercício de 2020 para a empresa Lojas Quero-Quero, quando as dívidas foram diluídas pela oferta primária de ações.

Tabela 61 - Cálculo do Debt to Equity (D/E)

| <i>(Em milhões de Reais)</i>   | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021           | 2022           |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| <b>Passivo circulante</b>      | <b>423,5</b> | <b>569,0</b> | <b>707,5</b> | <b>977,1</b> | <b>1.126,6</b> | <b>1.075,0</b> |
| Empréstimos e financiamentos   | 44,1         | 106,7        | 69,2         | 167,9        | 109,5          | 64,1           |
| Quotas sêniores FIDC Verdecard | 0,0          | 29,1         | 63,3         | 81,4         | 132,1          | 181,8          |
| <b>Passivo não circulante</b>  | <b>140,0</b> | <b>459,0</b> | <b>791,7</b> | <b>762,3</b> | <b>1.024,0</b> | <b>1.419,6</b> |
| Empréstimos e financiamentos   | 79,5         | 138,8        | 266,8        | 207,8        | 158,3          | 348,9          |
| Quotas sêniores FIDC Verdecard | 0,0          | 260,6        | 296,1        | 214,9        | 378,3          | 494,9          |
| <b>Patrimônio líquido</b>      | <b>118,0</b> | <b>138,7</b> | <b>145,7</b> | <b>479,3</b> | <b>541,5</b>   | <b>536,8</b>   |
| D/E (to leverage beta)         | ● 105%       | ● 386%       | ● 477%       | ● 140%       | ● 144%         | ● 203%         |

Fonte: Adaptado das demonstrações financeiras da empresa

#### 4.5.4.1.3 Imposto corporativo:

Segundo a Receita Federal do Brasil, a taxa do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) para empresas no Brasil é de 15% para empresas optantes pelo regime de lucro real. Além disso, as empresas também devem pagar a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), que tem uma taxa de 9% para empresas no regime do lucro real. Adicionalmente, empresas que apuram o lucro real anual e que têm uma base de cálculo de CSLL superior a R\$

20 mil por mês devem pagar uma alíquota adicional de 10% sobre a parcela que exceder esse valor.

Por fim, como a Lojas Quero-Quero participa do Lucro Real, e possui faturamento muito superior aos R\$ 20 mil reais por mês, a melhor aproximação para seu imposto corporativo é de  $(15\%+9\%+10\%) = 34\%$ .

#### 4.5.4.1.4 $\beta$ (Beta alavancado):

Aplicando-se a mesma fórmula utilizada para desalavancar o beta, utilizando o imposto corporativo e D/E acima mencionados, chega-se ao beta alavancado específico da empresa Lojas Quero-Quero.

#### 4.5.4.1.5 RF (Taxa livre de risco):

Reiterando o fato de que a avaliação desconsidera a inflação nos cálculos, foi utilizado o rendimento fixo dos TIPS (*Treasury Inflation-Protected Securities*) de 10 anos cuja oferta é feita pelo Departamento do Tesouro dos Estados Unidos com a mediana dos fechamentos mensais para os últimos 6 meses para representar a taxa livre de risco do mercado estadunidense (mar/23 1,16%; fev/23 1,50%; jan/23 1,16%; dez/22 1,58%; nov/22 1,39%; out/22 1,57%; set/22 1,66%) que resulta em 1,50%. Para conhecimento do leitor, esta taxa é análoga à do título IPCA + comercializado através do portal Tesouro Direto.

#### 4.5.4.1.6 RISCO PAÍS:

O risco país foi calculado através do indicador EMBI apurado diariamente pelo JP Morgan para a relação Brasil/E.U.A com a mediana dos fechamentos mensais para os últimos 6 meses para representar a taxa livre de risco do mercado estadunidense (mar/23 2,53%; fev/23 2,48%; jan/23 2,58%; dez/22 2,56%; nov/22 2,51%; out/22 2,55%) que resulta em 2,54%. Este indicador mede a reflete a diferença entre a taxa de juros real paga pelo Tesouro Americano e o Tesouro Brasileiro, e é entendido no mercado financeiro como indicador do risco de um país em relação ao outro pela interpretação de que a taxa de juros real de um país reflete o risco do mesmo.

#### 4.5.4.1.7 PREMIUM (Prêmio de risco):

O prêmio de risco já foi explorado na fundamentação teórica, e é calculado pelo rendimento de mercado de capitais referência (Rm) menos a taxa livre de risco menos.

#### 4.5.4.1.8 RM (Retorno do mercado):

Representa o rendimento do mercado de capitais referência, a saber, a rentabilidade nominal anualizada do indicador SP&500. O critério para escolha do período foi aplicar o maior período de dados encontrado para evitar variações de curto prazo do mercado em questão, utilizando a rentabilidade entre 1932 e 2022 (70 anos), que é de 10,94% a.a.

Descontando a inflação norte-americana, medida através do CPI (Consumer Price Index dos Estados Unidos) que foi de 3,63% no período, se terá a rentabilidade real do mercado a ser utilizada, que é de 7,05%.

#### 4.5.4.1.9 Cálculo do CAPM

Aplicando-se, portanto, a fórmula do CAPM já mencionada no referencial teórico, se terá:

$Ke = 1,50\% + 1,85 * (7,05\% - 1,50\%) + 2,54\% + 2,04\% = 16,33\%$  é o custo de capital próprio.

#### 4.5.4.2 Custo de capital ponderado (WACC)

Conforme a metodologia demonstrada no referencial teórico, será calculado o WACC

##### 4.5.4.2.1 Custo do capital de terceiros (Kd)

Conforme definido no tópico “3.3.3.1. Juros sobre empréstimos”, o custo do serviço da dívida da Lojas Quero-Quero é de CDI+1,81% a.a. Em consulta à curva de juros na data de 20/04/2023 segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), o mercado precifica o juro real em 2.520 dias úteis (10 anos) como 5,9962% a.a. Tal foi a taxa utilizada para se obter que  $Kd = 6,00\% + 1,81\% = 7,80\%$  a.a. Destacando que o presente dado desconsidera a inflação.

##### 4.5.4.2.2 Estrutura de capital

Seguindo o mesmo critério aplicado anteriormente ao indicador *Debt to Equity*, devido à mudança de 2021 para 2022, aplicar-se-á a média entre estes dois períodos para definir a composição da estrutura de capital de capital da empresa.

Tabela 62 - Estrutura de capital LJQQ

|                           |       |
|---------------------------|-------|
| Capital de terceiros 2022 | 413,1 |
| Equity 2022               | 541,5 |
| Capital de terceiros 2021 | 267,8 |
| Equity 2021               | 536,8 |
| % Terceiros méd. 2 anos   | 38%   |
| % Equity méd 2 anos       | 62%   |

Fonte: Elaborado pelo autor com dados das demonstrações financeiras da empresa

Há o que aparenta ser um contrassenso durante o cálculo do valor em capital de terceiros compondo a estrutura de capital da empresa, visto que para o *Debt to Equity* do CAPM foi utilizado o valor em cotas sêniores do FIDC, no entanto, dado o impacto elevado destas assunções e a complexidade contábil de analisar uma empresa que consolida um Fundo de Investimento de Crédito em seu balanço patrimonial, faz-se necessário entender primeiro o objetivo do valor em capital de terceiros utilizado para o WACC e para o CAPM:

- No CAPM a função é definir o risco da empresa.
- O WACC é um valor que descontará os fluxos de caixa para a firma para remunerar o acionista e o credor.

Acerca do CAPM já foi dissertado acerca das razões pelas quais definimos o FIDC como um risco, mas observe o leitor que segundo as regras contábeis seguidas pela LJQQ a remuneração do FIDC já vem embutida no “Custo de serviços prestados”, em mistura com diversos outros custos da operação do FIDC, com isso, o contrassenso na realidade seria aplicar novamente a remuneração do FIDC aos fluxos de caixa.

Explicar-se-á a questão em mais um ponto de vista: Conforme nossa bibliografia, o fluxo de caixa para a firma (DCFF), sobre o qual será aplicado o WACC, deve estar isento de juros e encargos e empréstimos, todavia, como a remuneração do FIDC encontra-se embutida junto a diversos outros custos no “Custo de serviços prestados”, e não se terá a capacidade de segregar este custo de outros. Esta dificuldade enfrentada justifica por que razão prefere-se conceder maior atenção para o fluxo de caixa para o *equity* em relação ao fluxo de caixa para a firma, dada a sua maior confiabilidade para analisar operações bancárias (como de fato é uma

parcela da Quero-Quero) e também empresas que possuem estrutura de capital mutável, caso da Quero-Quero, que teve aumento de 59 p.p. no D/E de 2021 para 2022.

#### 4.5.4.2.3 Cálculo do WACC

Após aplicar também a taxa corporativa de 34% utilizada no Brasil, chega-se ao valor desejado, com a fórmula definida na revisão bibliográfica.

$$\text{WACC} = 16,33\% * 61,72\% + 7,81\% * 38,28\% * (1-34\%) = 12,05\%$$

#### 4.5.5 MODELO DE DIVIDENDOS

De maneira clássica, o modelo de dividendos de Gordon é aplicado segundo o lucro líquido do último exercício da companhia, no entanto, como a empresa teve prejuízo líquido em 2022, se utilizará o valor de 2021 (R\$ 68.227.000,00). Vale destacar que esta premissa pode ser arrojada do lado do comprador, pois este é o maior lucro obtido na história da empresa.

Este modelo de avaliação é voltado para perenidade das empresas, não sendo adequado para a acelerada expansão que a Quero-Quero passa atualmente. Com isso, seguir-se-á neste mesmo propósito, avaliando a empresa como se interrompesse seu plano de expansão e passasse a distribuir o maior lucro possível, ao invés de tentar calcular um dividendo que restasse aos acionistas após os custos de expansão, o que poderia assemelhar o método ao do fluxo de caixa descontado. Com isto em mente, na falta de benchmarks mais semelhantes que cumpram este mesmo propósito, se utilizará a empresa Coca-Cola, empresa fundada em 1886 e conhecida por sua perenidade e estabilidade.

Dados do portal Gurufocus.com.br demonstram a média de *Payout* (Dividendos/Lucro líquido) da empresa ao longo de 10 anos:

26. Mínima: 59%;

27. Média: 80%;

28. Máxima: 510%.

Aplicando-se o *Payout* médio da Coca-Cola ao lucro líquido de 2021 da empresa Quero-Quero, chega-se ao dividendo suposto de R\$ 54.581.600,00, ilustrado na tabela 63.



Tabela 63 - Cálculo do dividendo suposto LJQQ

|                          |             |
|--------------------------|-------------|
| Lucro líquido            | 68,2        |
| Payout                   | 80%         |
| <b>Dividendo suposto</b> | <b>54,6</b> |

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do portal Gurufocus e demonstração financeira da empresa do 4T22

Tabela 64 - Cálculo do valor da firma LJQQ pelo modelo de dividendos

|                            |              |
|----------------------------|--------------|
| <b>Dividendo suposto</b>   | <b>54,6</b>  |
| Cost of capital (only to e | 16,33%       |
| g (perpetual growth)       | 2,21%        |
| Market Cap                 | 386,4        |
| Net debt                   | 561,0        |
| <b>EV</b>                  | <b>947,4</b> |

Fonte: Elaborado pelo autor

A tabela 64 demonstra a aplicação do custo de capital próprio (16,33%) ao dividendo suposto, bem como o crescimento perpétuo igual à média do PIB brasileiro entre 2001 e 2022, qual seja de 2,21%. Portanto, o valor de mercado da empresa (Market Cap) obtido somado à dívida líquida totaliza R\$ 947,4 milhões em valor da firma.

O fato de o valor por este método (sem expansão) chegar a um valor superior ao do valor atual, discutido no item 4.5.1, demonstra que os investidores do mercado de capitais possuem expectativa de geração de valor na empresa com o plano de expansão.

#### 4.5.6 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO PARA A FIRMA (DCFF)

O cálculo do fluxo de caixa livre é a consolidação de tudo o que outrora já foi calculado. Conforme afirmado antes, a maior parte do trabalho e maior possibilidade de alterações ocorre nas projeções já demonstradas no presente trabalho. A seguir, será aplicado o conceito técnico do FCF: A soma do valor presente dos fluxos de caixa para a firma (linha 11, chamada “VP (+Perpetual)” na tabela 65) representará o valor final da firma. Cada uma das linhas para se chegar no valor presente será detalhada nos próximos passos:

Tabela 65 - Aplicação do FCFF ano 1 ao 10

|           |                                 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
|-----------|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>1</b>  | NET INCOME AFTER TAXES          | 26,1   | 30,3   | 49,4   | 68,7   | 71,0   | 81,2   | 93,1   | 106,8  | 122,4  | 140,0   |
| <b>2</b>  | Interest expense                | 28,1   | 36,3   | 41,8   | 41,3   | 47,1   | 50,2   | 52,4   | 53,7   | 53,9   | 53,0    |
| <b>3</b>  | Fee FIDC cotas seniores         | 59,7   | 56,5   | 58,9   | 58,6   | 66,9   | 72,6   | 78,6   | 84,7   | 91,1   | 97,8    |
| <b>4</b>  | Noncash charges                 | 85,0   | 94,0   | 100,8  | 105,9  | 112,4  | 118,3  | 124,1  | 129,7  | 135,2  | 140,5   |
| <b>5</b>  | Δ Cap. Giro                     | 19,3   | -149,8 | -150,1 | -121,2 | -133,3 | -138,7 | -144,0 | -149,6 | -155,3 | -161,3  |
| <b>6</b>  | CFO (Cashflow from Opearations) | 218,16 | 67,3   | 100,7  | 153,3  | 164,1  | 183,7  | 204,1  | 225,4  | 247,3  | 270,0   |
| <b>7</b>  | Tax shield on interest          | -9,6   | -12,3  | -14,2  | -14,0  | -16,0  | -17,1  | -17,8  | -18,3  | -18,3  | -18,0   |
| <b>8</b>  | CAPEX                           | -64,1  | -64,1  | -64,1  | -64,1  | -64,1  | -64,1  | -64,1  | -64,1  | -64,1  | -64,1   |
| <b>9</b>  | FC TO FIRM                      | 144,5  | -9,2   | 22,4   | 75,2   | 83,9   | 102,5  | 122,2  | 143,0  | 164,9  | 187,9   |
| <b>10</b> | Perpetual                       |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 1.951,1 |
| <b>11</b> | VP (+perpetual)                 | 129,0  | -7,3   | 15,9   | 47,7   | 47,5   | 51,8   | 55,1   | 57,5   | 59,2   | 685,4   |
|           | % valor total                   | 11%    | -1%    | 1%     | 4%     | 4%     | 5%     | 5%     | 5%     | 5%     | 60%     |

Fonte: Elaborado pelo autor

#### 4.5.6.1 Net Income After Taxes (Lucro Líquido)

Trata-se do lucro líquido da empresa. Nos tópicos 4.3 e 4.2 já foram explicados os racionais de todas as projeções e demonstrado o lucro da empresa. A seguir se terá a DRE para todo o período projetado, bem como a do período analisado (2017-2022) caso o leitor deseje fazer alguma comparação.

Tabela 66 - Projeção de lucro líquido

| <b>(Em milhões de Reais)</b>                                     | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    | <b>2020</b>    | <b>2021</b>    | <b>2022</b>    | <b>2023</b>    | <b>2024</b>    | <b>2025</b>    | <b>2026</b>    | <b>2027</b>     | <b>2028</b>     | <b>2029</b>     | <b>2030</b>     | <b>2031</b>     | <b>2032</b>     |
|------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Venda de mercadorias                                             | 913,6          | 1.053,6        | 1.229,9        | 1.573,3        | 1.947,7        | 1.960,6        | 2.023,9        | 2.274,6        | 2.520,6        | 2.744,9        | 2.992,5         | 3.249,7         | 3.516,8         | 3.794,3         | 4.082,5         | 4.381,6         |
| Serviços prestados                                               | 190,9          | 279,9          | 423,4          | 455,9          | 570,6          | 669,1          | 714,6          | 732,7          | 802,9          | 869,4          | 936,1           | 1.007,5         | 1.081,7         | 1.158,7         | 1.238,6         | 1.321,7         |
| <b>Receita Bruta, Líquida de Devolução e Abatimentos</b>         | <b>1.104,5</b> | <b>1.333,5</b> | <b>1.653,3</b> | <b>2.029,2</b> | <b>2.518,4</b> | <b>2.629,7</b> | <b>2.738,5</b> | <b>3.007,3</b> | <b>3.323,6</b> | <b>3.614,4</b> | <b>3.928,6</b>  | <b>4.257,2</b>  | <b>4.598,5</b>  | <b>4.953,0</b>  | <b>5.321,1</b>  | <b>5.703,3</b>  |
| <b>Lucro bruto</b>                                               | <b>384,0</b>   | <b>436,1</b>   | <b>542,0</b>   | <b>669,8</b>   | <b>793,9</b>   | <b>769,1</b>   | <b>813,8</b>   | <b>901,5</b>   | <b>1.014,3</b> | <b>1.115,7</b> | <b>1.202,5</b>  | <b>1.300,9</b>  | <b>1.403,2</b>  | <b>1.509,5</b>  | <b>1.619,8</b>  | <b>1.734,3</b>  |
| <b>Receitas (despesas) operacionais</b>                          | <b>-311,3</b>  | <b>-360,1</b>  | <b>-428,1</b>  | <b>-516,2</b>  | <b>-630,0</b>  | <b>-681,6</b>  | <b>-742,6</b>  | <b>-814,5</b>  | <b>-894,9</b>  | <b>-969,6</b>  | <b>-1.049,1</b> | <b>-1.131,6</b> | <b>-1.216,7</b> | <b>-1.304,4</b> | <b>-1.394,9</b> | <b>-1.488,4</b> |
| <b>Lucro Operacional antes do Resultado Financeiro Líquido</b>   | <b>72,7</b>    | <b>76,0</b>    | <b>114,0</b>   | <b>153,6</b>   | <b>163,9</b>   | <b>87,6</b>    | <b>71,2</b>    | <b>87,0</b>    | <b>119,4</b>   | <b>146,1</b>   | <b>153,3</b>    | <b>169,3</b>    | <b>186,6</b>    | <b>205,1</b>    | <b>224,9</b>    | <b>246,0</b>    |
| <b>Lucro antes do imposto de renda, e da contribuição social</b> | <b>23,4</b>    | <b>32,2</b>    | <b>47,5</b>    | <b>98,4</b>    | <b>92,2</b>    | <b>-24,7</b>   | <b>35,7</b>    | <b>41,4</b>    | <b>67,6</b>    | <b>94,0</b>    | <b>97,1</b>     | <b>111,2</b>    | <b>127,5</b>    | <b>146,2</b>    | <b>167,6</b>    | <b>191,7</b>    |
| <b>Lucro líquido do período</b>                                  | <b>17,2</b>    | <b>19,4</b>    | <b>30,1</b>    | <b>67,9</b>    | <b>68,2</b>    | <b>-18,7</b>   | <b>26,1</b>    | <b>30,3</b>    | <b>49,4</b>    | <b>68,7</b>    | <b>71,0</b>     | <b>81,2</b>     | <b>93,1</b>     | <b>106,8</b>    | <b>122,4</b>    | <b>140,0</b>    |
| Margem Varejo                                                    | 25,2%          | 24,4%          | 23,8%          | 23,6%          | 23,4%          | 23,1%          | 23,4%          | 23,4%          | 23,4%          | 23,4%          | 23,4%           | 23,4%           | 23,4%           | 23,4%           | 23,4%           | 23,4%           |
| Margem serv. Fin                                                 | 80,8%          | 63,8%          | 58,9%          | 65,5%          | 59,3%          | 47,2%          | 47,7%          | 50,5%          | 52,9%          | 54,5%          | 53,7%           | 53,7%           | 53,7%           | 53,7%           | 53,7%           | 53,7%           |
| (=) EBITDA (com CPC)                                             | 82,6           | 88,5           | 162,5          | 214,8          | 246,3          | 193,9          | 136,9          | 159,9          | 197,9          | 230,0          | 242,5           | 263,6           | 285,7           | 309,0           | 333,5           | 359,2           |
| (=) EBITDA (ex. CPC)                                             | 82,6           | 88,5           | 109,8          | 151,1          | 161,7          | 83,7           | 86,4           | 105,4          | 139,3          | 167,3          | 175,7           | 192,6           | 210,6           | 229,8           | 250,1           | 271,5           |

Fonte: Elaborado pelo autor

#### 4.5.6.2 Interest expense (Despesas financeiras)

Trata-se tão somente do valor em despesas financeiras projetadas, com o fim de retirar seu efeito do fluxo de caixa. Ver tópico 4.3.3.1 onde foram demonstradas.

#### 4.5.6.3 Fee FIDC cotas seniores

Realiza-se a tentativa de aproximar o valor em despesas financeiras projetadas com cotas seniores, com o fim de retirar seu efeito do fluxo de caixa. Verifica-se a taxa da última emissão de cotas do FIDC Quero-Quero: A taxa é de CDI + 1,8%. Com isso, aplica-se esse percentual sobre o saldo médio da conta do FIDC (média do ano atual com o ano anterior) e chega-se ao que se acredita que será pago às cotas seniores em cada período. Conforme já se afirmou, este não é um cálculo que apresenta elevada confiabilidade, por isso indica-se o método DCFE que virá adiante.

#### 4.5.6.4 Noncash charges

Para facilitar a explicação deste tópico, que tem relação com conceitos contábeis, apresenta-se o demonstrativo de fluxo de caixa (DFC) da companhia para o período analisado (2017-2022), bem como para o período projetado, na tabela 67.

Tabela 67 - Demonstrativo de fluxo de caixa projetado

| (Em milhões de Reais) |                                                                                                                             | 2017        | 2018        | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026         | 2027         | 2028         | 2029         | 2030         | 2031         | 2032         |
|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| x                     | Fluxo de caixa das atividades operacionais                                                                                  |             |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|                       | <b>Lucro do período</b>                                                                                                     | <b>17,2</b> | <b>19,4</b> | <b>30,1</b>  | <b>67,9</b>  | <b>68,2</b>  | <b>-18,7</b> | <b>26,1</b>  | <b>30,3</b>  | <b>49,4</b>  | <b>68,7</b>  | <b>71,0</b>  | <b>81,2</b>  | <b>93,1</b>  | <b>106,8</b> | <b>122,4</b> | <b>140,0</b> |
|                       | <b>Ajustes para conciliar o lucro do período com o caixa e equivalentes de caixa aplicados nas atividades operacionais:</b> |             |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|                       | Depreciação e amortização                                                                                                   | 9,9         | 12,4        | 48,5         | 61,2         | 82,3         | 106,3        | 19,0         | 22,6         | 24,5         | 26,3         | 27,8         | 29,2         | 30,5         | 31,6         | 32,6         | 33,6         |
|                       | Reversão créditos fiscais depreciação e amortização                                                                         | 0,0         | 0,0         | 2,0          | 2,6          | 3,4          | 4,4          | 3,8          | 4,2          | 4,7          | 5,1          | 5,5          | 6,0          | 6,4          | 6,9          | 7,5          | 8,0          |
|                       | Créditos fiscais passivo de arrendamento                                                                                    | 0,0         | 0,0         | 0,7          | 0,8          | 1,4          | 2,0          | ZERO         |
|                       | Provisão para créditos de liquidação duvidosa                                                                               | 0,6         | 24,9        | 58,7         | -31,6        | 34,6         | 31,4         | 30,9         | 34,2         | 37,6         | 40,6         | 43,9         | 47,3         | 50,9         | 54,7         | 58,5         | 62,5         |
|                       | Equivalência patrimonial                                                                                                    | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | ZERO         |
|                       | Perda de investimentos                                                                                                      | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | ZERO         |
|                       | Ganho na venda e/ou custo de ativo imobilizado e ir                                                                         | 0,0         | -0,1        | 0,0          | 0,0          | -2,2         | -0,5         | ZERO         |
|                       | Encargos financeiros sobre contas a pagar por aquisi                                                                        | 4,1         | 2,5         | 2,6          | 1,3          | 0,8          | 2,0          | ZERO         |
|                       | Encargos financeiros sobre empréstimos e                                                                                    | 18,7        | 15,4        | 20,4         | 18,8         | 23,3         | 49,4         | 59,3         | 69,2         | 75,9         | 75,3         | 82,3         | 86,0         | 88,6         | 90,2         | 90,5         | 89,4         |
|                       | Encargos financeiros passivo de arrendamentos                                                                               | 0,0         | 0,0         | 15,1         | 19,4         | 30,7         | 41,7         | ZERO         |
|                       | Plano de opção de compra de ações                                                                                           | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 2,6          | 11,0         | 9,4          | ZERO         |
|                       | Provisão para riscos tributários, trabalhistas e cíveis                                                                     | 6,7         | 0,1         | 1,0          | 18,8         | -4,6         | 0,3          | ZERO         |
|                       | Provisão para perdas em estoques                                                                                            | 0,2         | -0,1        | 1,5          | -1,0         | 1,0          | 1,2          | ZERO         |
|                       | Apropriação receita diferida                                                                                                | -4,4        | -2,6        | -2,8         | -1,4         | -1,5         | -8,0         | ZERO         |
|                       | Imposto de renda e contribuição social diferidos                                                                            | -0,9        | 2,2         | 2,1          | 0,7          | 7,1          | -14,5        | ZERO         |
|                       | <b>Lucro Ajustado</b>                                                                                                       | <b>52,1</b> | <b>74,1</b> | <b>179,8</b> | <b>160,1</b> | <b>255,6</b> | <b>206,5</b> | <b>139,2</b> | <b>160,6</b> | <b>192,0</b> | <b>215,9</b> | <b>230,5</b> | <b>249,7</b> | <b>269,6</b> | <b>290,2</b> | <b>311,5</b> | <b>333,5</b> |
|                       | <b>(Aumento) redução nos ativos operacionais:</b>                                                                           |             |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| nig                   | Contas a receber de clientes e partes relacionadas                                                                          | -21,9       | -302,3      | -170,3       | -45,7        | -237,9       | -150,5       | 4,0          | -96,5        | -113,5       | -104,4       | -112,8       | -117,9       | -122,5       | -127,2       | -132,1       | -137,2       |
| nig                   | Estoques                                                                                                                    | -40,7       | -33,6       | -11,6        | -93,6        | -140,0       | -14,1        | -12,0        | -59,8        | -58,7        | -53,5        | -59,0        | -61,4        | -63,7        | -66,2        | -68,7        | -71,4        |
|                       | Créditos diversos                                                                                                           | -4,7        | -23,2       | -42,1        | -45,9        | -109,6       | 57,8         | 17,4         | -40,5        | -39,8        | -36,2        | -40,0        | -41,6        | -43,2        | -44,8        | -46,6        | -48,3        |
|                       | <b>Aumento (redução) nos passivos operacionais:</b>                                                                         |             |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| nig                   | Fornecedores e fornecedores - convênio                                                                                      | 66,8        | 32,1        | 66,7         | 53,3         | 101,3        | -83,3        | 6,4          | 46,8         | 45,9         | 41,8         | 46,2         | 48,0         | 49,8         | 51,8         | 53,7         | 55,8         |
|                       | Quotas seniores FIDC Verdecard                                                                                              | 0,0         | 289,6       | 69,7         | -63,1        | 214,2        | 166,3        | -33,2        | 63,1         | 74,3         | 68,3         | 73,8         | 77,2         | 80,2         | 83,3         | 86,5         | 89,8         |
| nig                   | Obrigações com conveniadas                                                                                                  | 9,4         | 9,2         | 4,1          | 14,8         | 27,0         | 36,3         | 12,5         | 5,0          | 19,3         | 18,3         | 18,3         | 19,6         | 20,4         | 21,2         | 22,0         | 22,8         |
|                       | Impostos e contribuições a recolher                                                                                         | 3,0         | 4,2         | 6,3          | 18,1         | 12,5         | 1,4          | -1,9         | 2,1          | 2,1          | 1,9          | 2,1          | 2,2          | 2,3          | 2,4          | 2,5          | 2,6          |
|                       | Imposto de renda e contribuição social pagos                                                                                | -3,0        | -4,0        | -5,1         | -14,6        | -11,6        | -2,3         | 1,9          | -2,1         | -2,1         | -1,9         | -2,1         | -2,2         | -2,3         | -2,4         | -2,5         | -2,6         |
|                       | Outras obrigações e contas a pagar                                                                                          | 4,8         | 10,2        | 24,1         | 59,8         | 28,5         | 18,4         | -9,1         | -4,8         | -3,4         | 12,8         | 14,0         | 14,6         | 15,1         | 15,7         | 16,3         | 17,0         |
|                       | <b>Caixa líquido gerado das atividades operacionais</b>                                                                     | <b>65,7</b> | <b>56,4</b> | <b>121,6</b> | <b>43,2</b>  | <b>139,9</b> | <b>236,3</b> | <b>125,2</b> | <b>73,9</b>  | <b>116,2</b> | <b>163,1</b> | <b>171,0</b> | <b>188,2</b> | <b>205,8</b> | <b>223,9</b> | <b>242,7</b> | <b>262,0</b> |

Fonte: Elaborado pelo autor

Como se percebe, a primeira parte do demonstrativo de fluxo de caixa (como da maior parte das empresas) é o ajuste do “Lucro do período” para o “Lucro ajustado”. Esta é a regra do CPC 03 aplicado pelas empresas brasileiras. Entre esses dois tipos de lucro existem todas as linhas que foram apuradas na DRE, mas que não interferem no caixa. Resumidamente, o lucro ajustado é o lucro líquido ajustado para refletir as receitas e despesas que realmente impactam o caixa das operações.

Como se percebe, por si só, o fato de a empresa apurar seu fluxo de caixa das atividades operacionais auditado com estas linhas, já justifica que são ajustes de despesas/receitas não caixa, no entanto, ainda explicar-se-á para o leitor cada linha com o fim de que entenda por que razão não tem efeito caixa:

29. Encargos financeiros sobre empréstimos e financiamentos: Não faz parte do fluxo de caixa das operações, mas sim do fluxo de caixa das atividades de financiamentos. Por isso, é retirado daqui para ser computado depois.

30. Encargos financeiros passivo de arrendamentos: A despesa de arrendamento para estes contratos da LJQQ é um ajuste visando a cumprir o IFRS16, mas

não tem efeito caixa. É bastante importante ressaltar que o período analisado está considerando a adoção do IFRS16, já o período projetado está com ajuste para ex-IFRS16, perdendo a comparabilidade. O período projetado carrega cerca de R\$ 150 milhões em todos os anos em despesas de aluguel.

31. Provisão para créditos de liquidação duvidosa: Também chamada de PCLD, é uma provisão, e não a perda efetiva. Única linha projetada à parte da DRE e balanço, foi calculada a média das razões (Provisão para créditos de liquidação duvidosa/Carreira de cartões) para todo o período analisado (exceto 2017: outlier), chegando a 3,1%. Tal taxa foi aplicada sobre a carteira com juros + sem juros em todo o período projetado.

Tabela 68 - Cálculo da Provisão para créditos de liquidação duvidosa

|                   | 2017        | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | 2022          |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| PDD LÍQ REVERSOES | -634.590    | -24.895.000 | -58.683.000 | 31.646.000  | -34.615.000 | -31.430.000   |
| CARTEIRA          | 495.729.000 | 569.169.000 | 675.595.000 | 739.817.000 | 903.636.000 | 1.032.929.000 |
| PDD/CARTEIRA      | 0%          | 4%          | 9%          | -4%         | 4%          | 3%            |

Fonte: Elaborado pelo autor

32. Depreciação e amortização: É a mesma depreciação da DRE.
33. Reversão créditos fiscais depreciação e amortização: Os créditos fiscais nem sempre são recebidos no mesmo período de competência.
34. Créditos fiscais passivo de arrendamento: Os créditos fiscais nem sempre são recebidos no mesmo período de competência. Não projetado pela sua baixa materialidade.
35. Equivalência patrimonial: A valoração de uma participação/investimento só se torna caixa quando realizada. Não projetado pela sua baixa materialidade.
36. Perda de investimentos: A valoração de um participação/investimento só se torna caixa quando realizada. Não projetado pela sua baixa materialidade.
37. Ganho na venda e/ou custo de ativo imobilizado e intangível baixados: Venda de ativos não recebida no mesmo período da competência. Não projetado pela sua baixa materialidade.

38. Encargos financeiros sobre contas a pagar por aquisição de investimento: Despesas de juros “acruadas” (apuradas), mas não pagas. Não projetado pela sua baixa materialidade.
39. Plano de opção de compra de ações: A emissão de opções não impacta o caixa da empresa de maneira direta. Não projetado pela sua baixa materialidade.
40. Provisão para riscos tributários, trabalhistas e cíveis: Trata-se de uma provisão, não saída de caixa. Não projetado pela sua baixa materialidade.
41. Provisão para perdas em estoques: Trata-se de uma provisão, não saída de caixa. Não projetado pela sua baixa materialidade.
42. Apropriação receita diferida: Uma receita diferida é uma receita que foi recebida antecipadamente, mas que ainda não foi reconhecida contabilmente como receita, pois o serviço ou produto correspondente ainda não foi entregue ou concluído. Não projetado pela sua baixa materialidade.
43. Imposto de renda e contribuição social diferidos: Impostos nem sempre são pagos no mesmo período de competência. Não projetado pela sua baixa materialidade.

Por fim, o movimento de somar “Noncash charges” nada mais é do que somar todas essas linhas de volta ao lucro líquido para chegar mais próximo do caixa efetivamente gerado. A única exceção é a linha de despesas financeiras, não somada aqui, pois conforme explicado em 4.5.6.2 já foi somada.

#### 4.5.6.5 $\Delta$ Cap. Giro (Variação do capital de giro)

Entre o lucro ajustado e o caixa líquido das atividades operacionais existem os aumentos e diminuições de contas patrimoniais especificamente relacionadas à operação, como na tabela 69.

Tabela 69 - Cálculo do capital de giro

| (Em milhões de Reais)                                   | 2017        | 2018        | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026         | 2027         | 2028         | 2029         | 2030         | 2031         | 2032         |
|---------------------------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Lucro Ajustado</b>                                   | <b>52,1</b> | <b>74,1</b> | <b>179,8</b> | <b>160,1</b> | <b>255,6</b> | <b>206,5</b> | <b>139,2</b> | <b>160,6</b> | <b>192,0</b> | <b>215,9</b> | <b>230,5</b> | <b>249,7</b> | <b>269,6</b> | <b>290,2</b> | <b>311,5</b> | <b>333,5</b> |
| <b>(Aumento) redução nos ativos operacionais:</b>       |             |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Contas a receber de clientes e partes relacionadas      | -21,9       | -302,3      | -170,3       | -45,7        | -237,9       | -150,5       | 4,0          | -96,5        | -113,5       | -104,4       | -112,8       | -117,9       | -122,5       | -127,2       | -132,1       | -137,2       |
| Estoques                                                | -40,7       | -33,6       | -11,6        | -93,6        | -140,0       | -14,1        | -12,0        | -59,8        | -58,7        | -53,5        | -59,0        | -61,4        | -63,7        | -66,2        | -68,7        | -71,4        |
| Créditos diversos                                       | -4,7        | -23,2       | -42,1        | -45,9        | -109,6       | 57,8         | 17,4         | -40,5        | -39,8        | -36,2        | -40,0        | -41,6        | -43,2        | -44,8        | -46,6        | -48,3        |
| <b>Aumento (redução) nos passivos operacionais:</b>     |             |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Fornecedores e fornecedores - convênio                  | 66,8        | 32,1        | 66,7         | 53,3         | 101,3        | -83,3        | 6,4          | 46,8         | 45,9         | 41,8         | 46,2         | 48,0         | 49,8         | 51,8         | 53,7         | 55,8         |
| Quotas seniores FIDC Verdecard                          | 0,0         | 289,6       | 69,7         | -63,1        | 214,2        | 166,3        | -33,2        | 63,1         | 74,3         | 68,3         | 73,8         | 77,2         | 80,2         | 83,3         | 86,5         | 89,8         |
| Obrigações com conveniadas                              | 9,4         | 9,2         | 4,1          | 14,8         | 27,0         | 36,3         | 12,5         | 5,0          | 19,3         | 18,3         | 18,3         | 19,6         | 20,4         | 21,2         | 22,0         | 22,8         |
| Impostos e contribuições a recolher                     | 3,0         | 4,2         | 6,3          | 18,1         | 12,5         | 1,4          | -1,9         | 2,1          | 2,1          | 1,9          | 2,1          | 2,2          | 2,3          | 2,4          | 2,5          | 2,6          |
| Imposto de renda e contribuição social pagos            | -3,0        | -4,0        | -5,1         | -14,6        | -11,6        | -2,3         | 1,9          | -2,1         | -2,1         | -1,9         | -2,1         | -2,2         | -2,3         | -2,4         | -2,5         | -2,6         |
| Outras obrigações e contas a pagar                      | 4,8         | 10,2        | 24,1         | 59,8         | 28,5         | 18,4         | -9,1         | -4,8         | -3,4         | 12,8         | 14,0         | 14,6         | 15,1         | 15,7         | 16,3         | 17,0         |
| <b>Caixa líquido gerado das atividades operacionais</b> | <b>65,7</b> | <b>56,4</b> | <b>121,6</b> | <b>43,2</b>  | <b>139,9</b> | <b>236,3</b> | <b>125,2</b> | <b>73,9</b>  | <b>116,2</b> | <b>163,1</b> | <b>171,0</b> | <b>188,2</b> | <b>205,8</b> | <b>223,9</b> | <b>242,7</b> | <b>262,0</b> |

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme a literatura, ignora-se as demais variações patrimoniais. Considerar-se-á somente as relacionadas ao capital de giro.

- Quotas seniores FIDC Verdecard: Único da lista que não será somado como variação do capital de giro. Já se explicou por que se considera o FIDC como dívida, não operação.
- Contas a receber de clientes e partes relacionadas: Trata-se da variação das contas a receber circulante e não circulante no balanço entre o ano atual e anterior.
- Estoques: Trata-se da variação do estoque no balanço entre o ano atual e anterior.
- Fornecedores e fornecedores - convênio: Trata-se da variação de fornecedores e convênio no balanço entre o ano atual e anterior.
- Obrigações com conveniadas: Já se explicou que este valor é referente às transações com cartões de crédito VerdeCard a pagar aos lojistas. Considera-se este item como se fosse de fornecedores, participando, portanto, do giro.
- Créditos diversos: Demais variações nas contas operacionais do ativo da empresa (segundo o critério utilizado atualmente pela empresa sobre o que é operacional ou não operacional).
- Impostos e contribuições a recolher: Variações da linha impostos do balanço patrimonial. Para o período projetado, fez-se que o imposto de competência do período será pago no mesmo período. Não havendo descasamento.

- Imposto de renda e contribuição social pagos: Variações da linha impostos do balanço patrimonial. Para o período projetado, fez-se que o imposto de competência do período será pago no mesmo período. Não havendo descasamento.
- Outras obrigações e contas a pagar: Demais variações nas contas operacionais dos passivos da empresa (segundo o critério utilizado atualmente pela empresa sobre o que é operacional ou não operacional).

A soma destas variações resulta na variação da necessidade de investimento em giro ( $\Delta$  Cap. Giro) Tais variações impactam normalmente negativamente no caixa gerado.

#### 4.5.6.6 CFO (Fluxo de caixa das operações)

É o caixa efetivamente gerado pela operação da empresa. Trata-se da soma de: net income after taxes, Interest expense, Fee FIDC cotas seniores, Noncash charges,  $\Delta$  NIG.

#### 4.5.6.7 Tax shield on interest

Conforme a literatura, aplica-se 34% (imposto corporativo) sobre a despesa de juros projetada (“Interest expense”).

#### 4.5.6.8 CAPEX

Trata-se da soma do fluxo de caixa dos investimentos total da empresa, explicado no item fluxo de caixa dos investimentos (4.4.1.4.1).

#### 4.5.6.9 FC TO FIRM

Soma do “CFO (Cashflow from Opearations)” com o “Capex” e “Tax Shield”, reflete o fluxo de caixa para a firma, passível de distribuição para acionistas e credores.

#### 4.5.6.10 Perpetual (Perpetuidade)

Trata-se da aplicação da equação 19. A taxa de crescimento perpétuo é a mesma observada no tópico 4.5.5.

## 4.5.6.11 VP (+perpetual)

Consiste em uma linha auxiliar para se chegar à equação 18, que demonstra o *ENTERPRISE VALUE*. É o valor presente dos fluxos de caixa segundo seu período e taxa de desconto aplicada WACC conforme o tópico 4.5.4.2

## 4.5.6.12 Valor da empresa segundo o método DCFE

Portanto, aplica-se a equação 18 sobre os fluxos de caixa “FC TO FIRM” e se terá o “EV”, que é o valor da firma de R\$ 1.141.826.116,09.

Tabela 70 - Fluxos de caixa para a firma

|                                 |                 |              |             |             |             |             |              |              |              |              |                |
|---------------------------------|-----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| <b>BUILD-UPS</b>                |                 |              |             |             |             |             |              |              |              |              |                |
| WACC                            |                 |              |             |             |             |             |              |              |              |              | 12,05%         |
| g (perpetual growth)            | <i>mean PIB</i> |              |             |             |             |             |              |              |              |              | 2,2%           |
| NET INCOME AFTER TAXES          |                 | 26,1         | 30,3        | 49,4        | 68,7        | 71,0        | 81,2         | 93,1         | 106,8        | 122,4        | 140,0          |
| CFO (Cashflow from Opearations) |                 | 218,16       | 67,3        | 100,7       | 153,3       | 164,1       | 183,7        | 204,1        | 225,4        | 247,3        | 270,0          |
| <b>FC TO FIRM</b>               |                 | <b>144,5</b> | <b>-9,2</b> | <b>22,4</b> | <b>75,2</b> | <b>83,9</b> | <b>102,5</b> | <b>122,2</b> | <b>143,0</b> | <b>164,9</b> | <b>187,9</b>   |
| <b>Perpetual</b>                |                 |              |             |             |             |             |              |              |              |              | <b>1.951,1</b> |
| VP (+perpetual)                 |                 | 129,0        | -7,3        | 15,9        | 47,7        | 47,5        | 51,8         | 55,1         | 57,5         | 59,2         | 685,4          |
| % valor total                   |                 | 11%          | -1%         | 1%          | 4%          | 4%          | 5%           | 5%           | 5%           | 5%           | 60%            |
| <b>EV</b>                       | <b>1.141,8</b>  |              |             |             |             |             |              |              |              |              |                |
| DÍVIDA LÍQUIDA                  | 561,0           |              |             |             |             |             |              |              |              |              |                |
| MARKET CAP                      | 580,8           |              |             |             |             |             |              |              |              |              |                |

Fonte: Elaborado pelo autor

## 4.5.7 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA O EQUITY (FCFE)

Conforme já se afirmou, este parece o método mais confiável para a avaliação atual, pois, como já assertado, o FIDC gera complexidades na apuração de resultados. Aqui se terá o valor efetivo do fluxo de caixa que pode ir para o acionista. O cálculo é demonstrado na tabela 71. Será explicada cada uma das linhas abaixo, em sua ordem:

Tabela 71 - Fluxo de caixa para o equity

|                                      | 2.017 | 2.018  | 2.019  | 2.020 | 2.021  | 2.022  | 2.023  | 2.024  | 2.025  | 2.026  | 2.027  | 2.028  | 2.029  | 2.030  | 2.031  | 2.032   |
|--------------------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 1 NET INCOME AFTER TAXES             | 17,2  | 19,4   | 30,1   | 67,9  | 68,2   | -18,7  | 26,1   | 30,3   | 49,4   | 68,7   | 71,0   | 81,2   | 93,1   | 106,8  | 122,4  | 140,0   |
| 2 Δ Cap. Giro                        | 13,7  | -307,4 | -127,9 | -53,8 | -329,9 | -136,4 | 19,3   | -149,8 | -150,1 | -121,2 | -133,3 | -138,7 | -144,0 | -149,6 | -155,3 | -161,3  |
| 3 Noncash charges                    | 16,2  | 39,3   | 129,3  | 73,4  | 164,1  | 175,8  | 85,0   | 94,0   | 100,8  | 105,9  | 112,4  | 118,3  | 124,1  | 129,7  | 135,2  | 140,5   |
| 4 CASH FROM OPERATIONS (-) INTERESTS | 47,0  | -248,6 | 31,5   | 87,5  | -97,6  | 20,7   | 130,3  | -25,5  | 0,1    | 53,4   | 50,0   | 60,9   | 73,2   | 86,9   | 102,3  | 119,2   |
| 5 Net borrowings                     | 123,6 | 121,9  | 90,5   | 39,7  | -107,9 | 145,3  | -106,7 | 120,5  | 93,0   | 45,3   | 48,9   | 39,5   | 28,9   | 16,9   | 3,3    | -12,0   |
| 6 FIDC Borrowings                    | 0,0   | 289,6  | 69,7   | -63,1 | 214,2  | 166,3  | -33,2  | 63,1   | 74,3   | 68,3   | 73,8   | 77,2   | 80,2   | 83,3   | 86,5   | 89,8    |
| 7 CAPEX                              | -18,8 | -29,4  | -43,9  | -56,6 | -77,8  | -65,0  | -64,1  | -64,1  | -64,1  | -64,1  | -64,1  | -64,1  | -64,1  | -64,1  | -64,1  | -64,1   |
| 8 FC TO EQUITY                       | 151,8 | 133,6  | 147,9  | 7,6   | -69,2  | 267,3  | -73,6  | 94,1   | 103,3  | 102,9  | 108,7  | 113,5  | 118,2  | 123,0  | 128,0  | 133,0   |
| 9 Perpetual                          |       |        |        |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 1.004,7 |

Fonte: Elaborado pelo autor

## 4.5.7.1 NET INCOME AFTER TAXES (LUCRO LÍQUIDO):

Os mesmos valores aplicados no tópico de Fluxo de caixa livre para a firma.

## 4.5.7.2 Δ Cap. Giro:

Os mesmos valores aplicados no tópico de Fluxo de caixa livre para a firma.

## 4.5.7.3 Noncash charges:

Os mesmos valores aplicados no tópico de Fluxo de caixa livre para a firma.

## 4.5.7.4 CASH FROM OPERATIONS (-) INTERESTS (Fluxo de caixa das operações com efeito negativo de juros):

O mesmo conceito aplicado no tópico de Fluxo de caixa livre para a firma, mas com as despesas de juros como ofensoras do resultado, sendo reduzido o fluxo de caixa gerado.

## 4.5.7.5 Net borrowings:

Trata-se da variação das linhas “Empréstimos e financiamentos” do passivo não circulante e circulante. Representa o acréscimo de capital na empresa por conta de capital de terceiros.

## 4.5.7.6 FIDC Borrowings

Também visando a representar acréscimo de capital de terceiros, trata-se da variação das linhas “Quotas seniores FIDC Verdecard” do passivo não circulante e circulante. Valor também demonstrado no fluxo de caixa.

#### 4.5.7.7 CAPEX:

Os mesmos valores aplicados no tópico de Fluxo de caixa livre para a firma.

#### 4.5.7.8 FC TO EQUITY

Trata-se da soma das linhas: (cash from operations (-) interests, Net borrowings, Fide borrowings, Capex)

#### 4.5.7.9 Perpetual (Perpetuidade)

É determinado o fluxo de caixa referente à perpetuidade, conforme os mesmos conceitos do tópico 4.5.6.10, com a diferença que se utiliza o último FC to equity R\$ 1.004.654.983,32, bem como o custo de capital para o equity em 2032, qual seja: 15,7% a ser explicado a seguir ao longo de 4.5.7.10.

#### 4.5.7.10 Conclusão do fluxo de caixa para o equity

Na tabela 72 há todos os itens utilizados para cálculo do Enterprise Value, a seguir a explicação de cada um deles, segundo a numeração à esquerda da tabela:

Tabela 72 - Fluxo de caixa para o equity, conclusão

|                                      | 2.017          | 2.018  | 2.019 | 2.020 | 2.021 | 2.022 | 2.023 | 2.024 | 2.025 | 2.026 | 2.027 | 2.028 | 2.029 | 2.030 | 2.031 | 2.032   |
|--------------------------------------|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 1 NET INCOME AFTER TAXES             | 17,2           | 19,4   | 30,1  | 67,9  | 68,2  | -18,7 | 26,1  | 30,3  | 49,4  | 68,7  | 71,0  | 81,2  | 93,1  | 106,8 | 122,4 | 140,0   |
| 4 CASH FROM OPERATIONS (-) INTERESTS | 47,0           | -248,6 | 31,5  | 87,5  | -97,6 | 20,7  | 130,3 | -25,5 | 0,1   | 53,4  | 50,0  | 60,9  | 73,2  | 86,9  | 102,3 | 119,2   |
| 8 FC TO EQUITY                       | 151,8          | 133,6  | 147,9 | 7,6   | -69,2 | 267,3 | -73,6 | 94,1  | 103,3 | 102,9 | 108,7 | 113,5 | 118,2 | 123,0 | 128,0 | 133,0   |
| 9 Perpetual                          |                |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 1.004,7 |
| A VP (+perpetual)                    |                |        |       |       |       |       | -63,3 | 68,8  | 64,0  | 54,6  | 49,4  | 44,4  | 40,1  | 36,5  | 33,5  | 264,6   |
| B Ke (CAPM)                          |                |        |       |       |       |       | 16,3% | 17,0% | 17,3% | 17,2% | 17,1% | 16,9% | 16,7% | 16,4% | 16,1% | 15,7%   |
| C BETA Alavancado                    |                |        |       |       |       |       | 1,83  | 1,96  | 2,02  | 2,00  | 1,99  | 1,96  | 1,91  | 1,86  | 1,80  | 1,73    |
| D D/E                                |                |        |       |       |       |       | 171%  | 193%  | 204%  | 200%  | 198%  | 192%  | 185%  | 176%  | 165%  | 153%    |
| <b>EV</b>                            | <b>1.153,4</b> |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| <b>DÍVIDA LÍQUIDA</b>                | <b>561,0</b>   |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| <b>Sum VP = M. CAP</b>               | <b>592,4</b>   |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |

Fonte: Elaborado pelo autor

- Trata-se do valor presente do fluxo de caixa “FC to Equity” segundo a taxa custo de capital próprio (Ke), lembrando que o período 1 é 2023, e o período 10 é 2032.
- Ke é determinado pela metodologia CAPM, segundo os exatos e mesmos parâmetros definidos em 4.6.4.1, com a diferença de que a alavancagem Debt

to equity muda conforme os períodos. Para cada período existe um beta alancado próprio.

- C. Beta alavancado: é uma função do “D/E” (Debt to equity), o restante dos parâmetros para seu cálculo é idêntico ao tópico 4.5.4.1.
- D. D/E é calculado ano a ano conforme o balanço patrimonial projetado, é possível consultar o nível de empréstimos e FIDC cotas sêniores no tópico 4.4, caso o leitor entenda necessidade de alguma conferência.

Tendo em mãos os valores presente dos fluxos de caixa de cada período “VP (+ Perpetual)”, conforme a literatura, é possível somá-los para obter o Market Cap. de R\$ 592.419.990,01. Por fim, assim como nas demais metodologias de *valuation*, para se chegar ao EV (Enterprise Value) soma-se a dívida líquida já calculada.

#### 4.5.8 CONSOLIDAÇÃO DAS PROJEÇÕES

Conclui-se a última etapa de desenvolvimento demonstrando a consolidação de todos os métodos de avaliação utilizados, conforme a tabela 73.

Tabela 73 - Consolidação das projeções

|             | Método 0        | Método 1        | Método 2          | Método 3.1       | Método 3.2      | Método 4        | Método 5        |
|-------------|-----------------|-----------------|-------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|             | DCF to Equity   | DCF to Firm     | Valor atual       | EV/EBITDA        | EV/Revenue      | Patrimonial     | Dividendos      |
| <b>EV</b>   | <b>1,15 B</b>   | <b>1,14 B</b>   | <b>1,30 B</b>     | <b>1,57 B</b>    | <b>2,15 B</b>   | <b>1,10 B</b>   | <b>0,95 B</b>   |
|             | <b>-11%</b>     | <b>-12%</b>     | <b>+0%</b>        | <b>+21%</b>      | <b>+66%</b>     | <b>-15%</b>     | <b>-27%</b>     |
| <b>Ação</b> | <b>R\$ 3,16</b> | <b>R\$ 3,10</b> | <b>R\$ 3,94</b>   | <b>R\$ 5,40</b>  | <b>R\$ 8,49</b> | <b>R\$ 2,87</b> | <b>R\$ 2,06</b> |
|             | BB R\$ 4,08     | BTG R\$ 11,00   | ITAU BBA R\$ 7,00 | Bradesco BBI 6,0 |                 |                 |                 |

Fonte: Elaborado pelo autor

Na parte inferior da tabela 73 reflete-se a avaliação mais atual para a ação da empresa segundo os bancos: BB (Banco do Brasil); BTG (BTG Pactual); Itaú e Bradesco.

Na análise dos resultados, e conforme as explicações anteriores, tem-se:

1. DCF to Equity: Reflete a avaliação em que a metodologia de avaliação pôde ser mais fielmente aplicada, podendo ser, portanto, considerada a mais

confiável, isto porque a empresa possui a operação financeira como parte relevante de seu negócio;

2. DCF to Firm: Pode estar prejudicada devido à análise do FIDC (Fundo de investimento de Crédito), conforme explanado anteriormente;
3. EV/EBITDA: Como esse tipo de avaliação é pautado na avaliação do mercado, existe a possibilidade de o mercado estar sobrestimando os riscos relacionados ao Fundo de Investimento de Crédito enquanto dívida da empresa.
4. EV/Revenue: A empresa tem margens menores sobre a receita do que os concorrentes analisados, por isso o indicador pode tende a apresentar um valor distorcido.
5. Patrimonial: A empresa está valorada acima do valor patrimonial no preço atual.
6. Dividends: O método dos dividendos corrobora que a empresa parece realmente não ter o valor atual de mercado.

Por último, na tabela 74, demonstra-se a análise de sensibilidade do método do FCFE. Como o custo de capital é variável ao longo do tempo neste método, isto geraria uma dificuldade para operacionalizar a análise de sensibilidade. Para isso utilizou-se um multiplicador para os valores de CAPM a serem aplicados em todos os períodos, isto é, se no período 1 o CAPM é de 16,3%, seria aplicado no teste o valor de  $16,3\% * 80\%$  que é 13,0%. Outra variável testada foi a margem de varejo, que vai desde a obtida em 2022 (23,1%) até a maior do histórico divulgado (25,2% em 2017). Com isso, por este método os preços podem variar entre R\$ 7,19 e R\$ 2,48.

Tabela 74 - Teste de sensibilidade com o preço da ação

|                                   | 3,16  | 80%  | 90%  | 100% | 110% |
|-----------------------------------|-------|------|------|------|------|
| COLUMNAS:<br>Múltiplicador CAPM   | 23,1% | 4,02 | 3,37 | 2,87 | 2,48 |
| LINHAS: Margem bruta<br>de varejo | 23,4% | 4,43 | 3,72 | 3,17 | 2,74 |
|                                   | 24,4% | 5,96 | 5,01 | 4,29 | 3,72 |
|                                   | 25,2% | 7,19 | 6,05 | 5,18 | 4,51 |

Fonte: Elaborado pelo autor

## 5 CONCLUSÃO

No presente trabalho, realizou-se uma análise de valuation da empresa Lojas Quero-Quero S.A., buscando determinar seu valor intrínseco com base em diferentes metodologias e premissas. Após uma análise criteriosa, conclui-se que o valor estimado para a empresa (R\$ 3,16) é inferior ao valor atual de mercado (R\$ 3,94) na data da avaliação.

Ademais, como antes afirmado, dentre as metodologias aplicadas, deve-se desconsiderar-se a avaliação por múltiplos devido a incongruências com as empresas comparáveis. Outro fator relevante é que foram adotadas premissas que podem ser consideradas arrojadas no sentido de aumentar o valor da empresa, que são a margem bruta e o benefício da dívida ao crescimento orgânico que foi assumido.

É importante destacar que a avaliação do valor de uma empresa envolve incertezas e está sujeita a interpretações diversas, o valor de mercado reflete a percepção coletiva dos investidores em relação à empresa e pode ser influenciado por fatores emocionais e expectativas futuras. Recomenda-se aos investidores e demais interessados que considerem essas informações como um dos insumos para a tomada de decisões, combinando-as com outras análises, pesquisas e dados disponíveis.

Através das análises estatísticas chegou-se a como a influência das taxas de juros na operação financeira da empresa é significativa, e de que como a performance de vendas nas mesmas lojas (Same Store Sales) parece inferior ao que é divulgado devido à maturação de lojas recentemente inauguradas. Por último, dada a volatilidade das condições de mercado, ressalta-se que o trabalho foi executado e concluído no primeiro trimestre de 2023

## 6 ANEXOS

### 6.1 ANEXO I – CONCORRENTES LOJAS QUERO-QUERO

Para os quatro primeiros concorrentes da lista, foi inserido o faturamento encontrado nas fontes: Neofeed, Revista Exame e Ranking 300 Varejo. Com essas, utiliza-se seu percentual de compras (13,40%) para calcular o tamanho do mercado, supondo que existe uma correlação entre o faturamento e este percentual.

Observa-se que a revista Anamaco (2020) utiliza o percentual de compras para estimar o faturamento do concorrente.

As demais foram calculadas conforme seu percentual, proporcionalizando seu volume de compras, conforme demonstrado abaixo.

Tabela 75 - Concorrentes diretos

| POSIÇÃO | RAZÃO SOCIAL                                                   | FATURAMENTO 2019 | % COMPRAS |
|---------|----------------------------------------------------------------|------------------|-----------|
| 1º      | LEROY MERLIN CIA. BRASILEIRA BRICOLAGEM                        | 5.773.857        | 4,40%     |
| 2º      | SAINT-GOBAIN DISTRIBUIÇÃO BRASIL LTDA. (TELHANORTE E TUMELERO) | 1.840.000        | 3,50%     |
| 3º      | SODIMAC BRASIL (DICICO E SODIMAC)                              | 1.400.000        | 2,90%     |
| 4º      | C&C CASA CONSTR. LTDA.                                         | 1.500.000        | 2,60%     |
| 5º      | FERREIRA COSTA & CIA. LTDA.                                    | 1.726.156        | 2,20%     |
| 6º      | CASSOL MAT. CONSTR. LTDA.                                      | 1.647.694        | 2,10%     |
| 7º      | CASAS DA ÁGUA MAT. CONSTR. LTDA.                               | 1.490.771        | 1,90%     |
| 8º      | CARAJÁS MAT. CONSTR. LTDA.                                     | 1.412.309        | 1,80%     |
| 9º      | BALAROTI COM. MAT. CONSTR. S.A.                                | 1.333.848        | 1,70%     |
| 10º     | LOJAS DE DEPARTAMENTO MILLIUM LTDA.                            | 1.098.463        | 1,40%     |
| 11º     | FORNECEDORA CHATUBA DE NILÓPOLIS S.A.                          | 1.020.001        | 1,30%     |
| 12º     | B. M. B. MAT CONSTR. S.A. (OBRAMAX)                            | 941.539          | 1,20%     |
| 13º     | LOJAS QUERO-QUERO                                              | 941.539          | 1,20%     |
| 14º     | BOTTINO MAT. CONSTR. LTDA. (AMOEDO)                            | 863.078          | 1,10%     |
| 15º     | COMÉRCIO MAT. CONSTR. JOLI LTDA.                               | 863.078          | 1,10%     |
| 16º     | POTIGUAR MAT. CONSTR. LTDA                                     | 784.616          | 1,00%     |
| 17º     | ARMAZÉM CORAL LTDA.                                            | 784.616          | 1,00%     |
| 18º     | TODIMO MAT. CONSTR. S.A.                                       | 706.155          | 0,90%     |

| MARKET-SIZE   |
|---------------|
| 78.461.621,32 |

| CADA 1% EM COMPRAS |
|--------------------|
| 784.616,21         |

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da Anamaco (2020)

## 6.2 ANEXO II – RELATÓRIO SIMILARWEB – ACESSOS ECOMMERCE QUERO-QUERO

No gráfico 13 e figura 8 as informações referentes ao número de acessos no canal digital da lojas Quero-Quero.

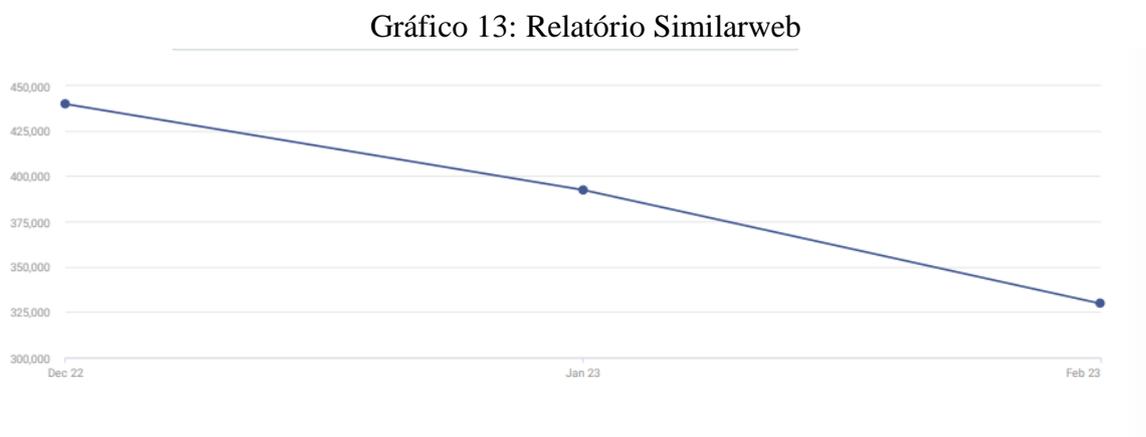
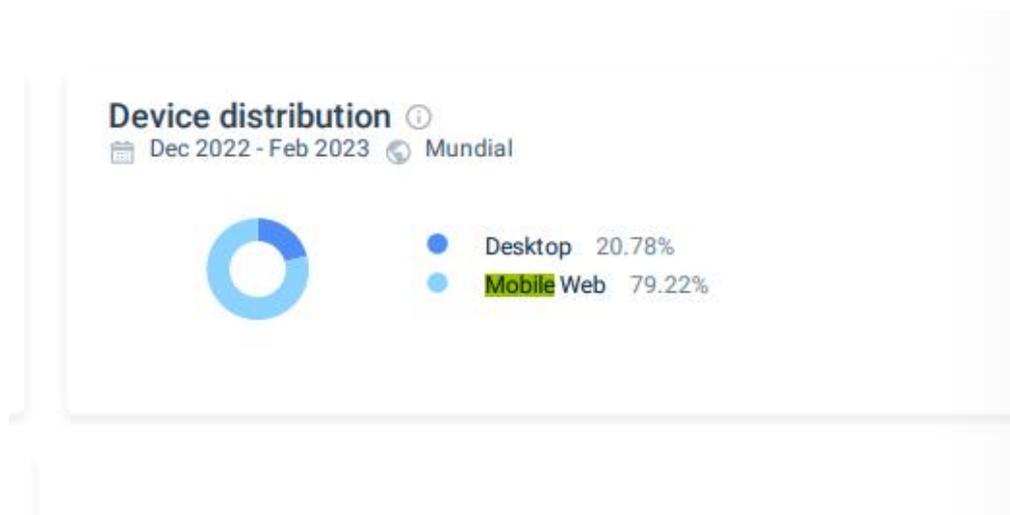


Figura 8 - Relatório Similarweb dispositivos



## REFERÊNCIAS

1. B3. Perfil pessoas físicas. [S. l.], 5 jul. 2022. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/genero/](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/genero/). Acesso em: 5 jul. 2022.
2. BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Presidência da República: Casa Civil. [S. l.], 15 dez. 1976.
3. BUAINAIN, Antônio Márcio et al. O mundo rural no Brasil do século 21: A formação de um novo padrão agrário e agrícola. Brasília-DF: [s. n.], 2021.
4. Curva ABC. Disponível em: <https://th.bing.com/th/id/OIP.sIwy61sY26FUqqFOtVmJLwAAAA?pid=ImgDet&rs=1>. Acesso em: 29 de abril de 2023.
5. DABIJA, Dan Cristian. The Life Cycle of Shopping Centers and Possible Revitalization Strategies. 2010. Disponível em: [https://www.researchgate.net/profile/Dan-Cristian-Dabija/publication/46533279\\_THE\\_LIFE\\_CYCLE\\_OF\\_SHOPPING\\_CENTERS\\_AND\\_POSSIBLE\\_REVITALIZATION\\_STRATEGIES/links/0046352638807557c8000000/THE-LIFE-CYCLE-OF-SHOPPING-CENTERS-AND-POSSIBLE-REVITALIZATION-STRATEGIES.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Dan-Cristian-Dabija/publication/46533279_THE_LIFE_CYCLE_OF_SHOPPING_CENTERS_AND_POSSIBLE_REVITALIZATION_STRATEGIES/links/0046352638807557c8000000/THE-LIFE-CYCLE-OF-SHOPPING-CENTERS-AND-POSSIBLE-REVITALIZATION-STRATEGIES.pdf). Acesso em: 29 abr. 2023. MCKINSEY & COMPANY.
6. DAMODARAN, A. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
7. DAMODARAN, Aswath. Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações. Rio de Janeiro: LTC, 2012.
8. EBIT. Relatório Webshoppers 44: Resultados E-commerce em 2021. Disponível em: [https://eyagencia.com.br/wp-content/uploads/2021/09/Webshoppers\\_44-relatorio-2021-resultados-e-commerce-ebit.pdf](https://eyagencia.com.br/wp-content/uploads/2021/09/Webshoppers_44-relatorio-2021-resultados-e-commerce-ebit.pdf). Acesso em: 30 abr. 2023.
9. ECONOMIA. IG. Máquina de Vendas volta a ser a 2ª maior do varejo de eletrônicos. Disponível em:

<https://economia.ig.com.br/empresas/comercioservicos/maquina-de-vendas-volta-a-ser-a-2-maior-do-varejo-de-eletronicos/n1597090930794.html>.

Acesso em: 30 abr. 2023.

10. EMBRAPA. Soja em números. In: Soja em números. [S. l.], 1 maio 2021. Disponível em: <https://www.embrapa.br/soja/cultivos/soja1/dados-economicos>. Acesso em: 8 jun. 2022.
11. ESTATÍSTICAS (Indústria). [S. l.], 18 mar. 2022. Disponível em: <https://www.portaldaindustria.com.br/estatisticas/importancia-da-industria/>. Acesso em: 30 jun. 2022.
12. Exame. Leroy Merlin aumenta faturamento em 13% no Brasil. Disponível em: <https://exame.com/negocios/a-hora-da-reforma-leroy-merlin-aumenta-faturamento-em-13-no-brasil/>. Acesso em: 29 abr. 2023.
13. Folha Dirigida. Sodimac abre 149 vagas para diferentes cargos em São Paulo. Disponível em: <https://folhadirigida.com.br/empregos/noticias/empregos/sodimac-abre-149-vagas-para-diferentes-cargos-em-sao-paulo>. Acesso em: 29 de abril de 2023.
14. FRED. 10-Year Breakeven Inflation Rate (T10YIE). [série on-line]. Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/DFII10>. Acesso em: 29 abr. 2023.
15. GAZETA DO POVO. Paraná tem 9 varejistas entre as 120 maiores do país. Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/economia/parana-tem-9-varejistas-entre-as-120-maiores-do-pais-dzfs26u48kmcw1ubk9fbos5j1/>. Acesso em: 29 abr. 2023.
16. GITMAN, Lawrence J. Princípios de Administração Financeira. 12. ed. São Paulo-SP: Pearson Education, 2010.,
17. GURUFOCUS. BSP:LJQQ3 - Stock Quote, Charts, Trade History, Share Chat, Financial Terms Glossary. Disponível em: <https://www.gurufocus.com/stock/BSP:LJQQ3/summary?search=ljqq3>. Acesso em: 29 abr. 2023.
18. HUNGER, J. David et al. Gestão estratégica: Princípios e práticas. Rio de Janeiro: Reichmann, 2002.

19. IBGE. Pesquisa Mensal do Comércio. 5 fev. 2022. Disponível em: [https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/230/pmc\\_2021\\_dez.pdf](https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/230/pmc_2021_dez.pdf). Acesso em: 29 abr. 2023.
20. INVESTOPEDIA. Organic Growth. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/o/organicgrowth.asp>. Acesso em: 30 abr. 2023.
21. IPEADATA. Taxa de desemprego (%) - PNAD Contínua - Brasil. [série online]. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>. Acesso em: 29 abr. 2023.
22. ITAÚ UNIBANCO. Planilha de Projeções Econômicas. Disponível em: <https://www.itau.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/projecoes>. Acesso em: 16 mar. 2023.
23. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Censo Demográfico 2022.
24. Loudoun Now. Lowe's Prepares for Store Opening in Leesburg. Disponível em: [https://www.loudounnow.com/business/lowes-prepares-for-store-opening-in-leesburg/article\\_d3ac7069-6d69-59de-a82e-1ed9b92d3483.html](https://www.loudounnow.com/business/lowes-prepares-for-store-opening-in-leesburg/article_d3ac7069-6d69-59de-a82e-1ed9b92d3483.html). Acesso em: 29 de abril de 2023.
25. MANKIW, N. Gregory. Princípios de Microeconomia. 6. ed. [S. l.: s. n.], 2013.
26. MATARAZZO, Dante C. Análise Financeira de Balan-ços. São Paulo: Atlas, 1998.
27. MELLEN, Chris M. Valuation For M&A: Building and Measuring Private Company Value. 3. ed. Hoboken: Wiley, 2018.
28. MSN. BSP:LJQQ3 - Resumo da cotação. Disponível em: <https://www.msn.com/pt-br/dinheiro/stockdetails/bsp-ljqq3/fi-bvcw52>. Acesso em: 29 abr. 2023.
29. NEOATLAS Geral 1º SEM 2019. myAGMexpress. Disponível em: <https://myagmexpress.com/downloads/E-book-Neoatlas-Geral-1SEM-2019.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2023.

30. NETO, Alexandre Assaf. Valuation: Métricas de valor e avaliação de empresas. 1. ed. São Paulo-SP: Atlas, 2013.
31. PORTER, M. E. Competitive strategy: techniques for analysing industries and competitors. New York: Free Press, 1980.
32. QUERO QUERO. SimilarWeb. Disponível em: <https://www.similarweb.com/website/queroquero.com.br/#ranking>. Acesso em: 30 abr. 2023.
33. QUERO-QUERO. Central de Resultados. Disponível em: <https://ri.queroquero.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 29 de abril de 2023.
34. Retail TouchPoints. Retailers Counting on Conversion Analysis to Drive Store Metrics. Disponível em: <https://www.retailtouchpoints.com/topics/store-operations/retailers-counting-on-conversion-analysis-to-drive-store-metrics>. Acesso em: 29 abr. 2023.
35. Revista Anamaco. Top 50 - Ranking Varejo – 2019, 25 abr. 2020. Disponível em: <http://www.revistaanamaco.com.br/top-50---ranking-varejo---2019>. Acesso em: 2023.
36. ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. Administração Financeira: Corporate Finance. 2. ed. São Paulo-SP: Atlas, 2007.
37. Seudinheiro. Vale a pena comprar ação do Grupo Soma (SOMA3) após reestruturação da Hering? Disponível em: <https://www.seudinheiro.com/2022/empresas/vale-a-pena-comprar-acao-do-grupo-soma-soma3-reestruturacao-hering-miql/>. Acesso em: 29 de abril de 2023.
38. SHOPPING BOULEVARD RJ. Lojas Renner. Disponível em: <https://www.shoppingboulevardrj.com.br/lojas/lojas-renner>. Acesso em: 30 abr. 2023.
39. SINCOMAVI. Material de construção: preços sobem 2,43% em janeiro. Disponível em: <https://sincomavi.org.br/material-de-construcao-precos-sobem-243-em-janeiro/Censo-2022>
40. SMITH, Adam. The Invisible Hand. 1. ed. [S. l.]: Penguin, 1790.

41. THE STREET. Same-Store Sales. Disponível em: <https://www.thestreet.com/dictionary/s/same-store-sales>. Acesso em: 30 abr. 2023.
42. Vagas Bahia. Via Varejo abre processo para a contratação de mais de 1,8 mil PCDs e Jovem Aprendiz. Disponível em: <https://vagasbahia.com.br/via-varejo-abre-processo-para-a-contratacao-de-mais-de-1-8-mil-pcds-e-jovem-aprendiz/>. Acesso em: 29 de abril de 2023.
43. Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.