

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia



RELATÓRIO FINAL DE MONOGRAFIA

UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA PETZ S.A.

por

Raphael Almeida Katz

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia



UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA:

Petz S.A

Raphael Almeida Katz

Matrícula nº 1611938

Professora Orientadora: Maria Elena Gava Reddo Alves

Julho de 2021

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pela professora tutora.

As opiniões expressas nesse trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Ana e Alexandre, por toda orientação e pela formação educacional que me proporcionaram. À minha irmã, por sua companhia nessa trajetória. Aos meus avós, especialmente minha avó Fortune, por sempre se interessar pelo meu desenvolvimento.

Aos integrantes do Departamento de Economia da PUC-Rio, por serem fundamentais em todos os pontos dessa jornada, em especial aos professores, por todo o tempo e conhecimento doado.

À minha orientadora, professora Maria Helena, por sua atenção, paciência e ensinamentos ao longo do desenvolvimento desse projeto.

Aos meus grandes amigos do curso de economia, que estiveram comigo desde o primeiro dia. Em especial, ao Nicolas Chor e ao Lucas Souza.

SUMÁRIO

1. Introdução	
2. O setor de varejo <i>pet</i> no Brasil	
2.1. Principais tendências no Mercado de Produtos para <i>Pets</i>.....	
3. A Petz S.A.....	
3.1. Histórico da Empresa.....	
3.2. Principais Atividades da Companhia.....	
3.2.1 Canais de Venda.....	
3.3. Composição Acionária.....	
3.4 Governança Corporativa.....	
4. Fundamentos do <i>Valuation</i> e Demonstrativos Financeiros.....	
4.1. Explicando <i>Valuation</i>.....	
4.2. Demonstrações Financeiras.....	
4.2.1. Balanço Patrimonial.....	
4.2.2. Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).....	
5. Fluxo de Caixa Descontado.....	
5.1. <i>Equity Valuation e Firm Valuation</i>.....	
5.2. Taxas de Desconto.....	
5.2.1 <i>Cost of Equity (Ke)</i>	

5.2.2. *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*.....

6. Valuation da Petz S.A.

7. Conclusão

8. Bibliografia.....

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1. Maiores mercados de Produtos para <i>Pets</i> no Mundo e Maiores Países Latinos (US\$ Bilhões) e gasto anual por <i>pet</i> (US\$ por <i>pet</i>) em 2019e.....	10
Figura 2. Evolução do Mercado de produtos para Pets no Brasil, a preços correntes (R\$ bilhões).....	10
Figura 3. Evolução dos canais de vendas para produtos <i>pets</i> no Brasil (R\$ Bilhões).....	11
Figura 4. Resiliência do Mercado de <i>Pets</i> no Brasil.....	12
Figura 5. Crescimento da população de Cães e Gatos Vs Crianças com menos de 14 anos no Brasil (Em milhares).....	14
Figura 6. <i>Market share</i> por canal (%) em 2019.....	16
Figura 7. Presença geográfica e distribuição da rede de lojas e Seres.....	19
Figura 8. Evolução das vendas digitais (<i>ecommerce</i> + <i>Omnichannel</i>) e penetração nas vendas totais.....	23
Figura 9. Comparação de preços nos sites das principais empresas <i>Pet</i> e empresas de comércio eletrônico generalista.....	24
Figura 10. Comparação de preços nos sites de produtos “marca própria” na Petz e Zee Dog.....	25
Figura 11. Comparação de preços nos sites das principais empresas <i>Pet</i> e empresas de comércio eletrônico generalista.....	26
Figura 12. Comparação dos programas de assinatura entre os principais <i>players</i> especializados e Amazon.....	27
Figura 13. Composição acionária da Petz S.A em 31/05/2021.....	29
Figura 14. Composição do Conselho de Administração.....	30
Figura 15. Composição da Diretoria Estatutária.....	30
Figura 16. Exemplo teórico de um balanço patrimonial.....	33
Figura 17. DRE da Petz, referente ao ano cheio de 2020.....	34

Figura 18. Exemplo do racional do Fluxo de Caixa Descontado.....	35
Figura 19. Exemplo do racional do Fluxo de Caixa Livre para o Acionista descontado pelo custo do <i>equity</i>	37
Figura 20. Exemplo do racional do Fluxo de Caixa Livre para a Firma descontado pelo WACC (Weighted average cost of capital).....	38
Figura 21. Evolução do índice Ibovespa em uma janela longa escolhida pelo autor, de 2/01/2014 até 11/06/2021.....	42
Figura 22. Evolução do preço histórico negociado da Petz (<i>Ticker: PETZ3</i>) na B3, desde o <i>IPO</i> até 11/06/2021.....	43
Figura 23. Evolução da abertura de lojas.....	47
Figura 24. Projeção da Receita líquida Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.....	47
Figura 25. Projeção da Receita Bruta. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais indicados.....	48
Figura 26. Evolução do <i>Market share</i> da Petz. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.....	48
Figura 27. Evolução dos custos da Petz. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.....	49
Figura 28. Dinâmica de lucro bruto e margem bruta da Companhia Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.....	50
Figura 29. Evolução das despesas operacionais. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.....	51
Figura 30. Evolução do resultado operacional. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.....	53
Figura 31. Evolução do <i>Capex</i> . Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.....	55
Figura 32. Evolução da Depreciação e Amortização. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.....	56

Figura 33. Evolução do Capital de Giro. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.....	58
Figura 34. Evolução do lucro líquido e do pagamento de proventos. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.....	59
Figura 35. Evolução da taxa da Nota do Tesouro Nacional série B com vencimento em 2030....	60
Figura 36. Projeção do fluxo de dividendos futuros descontados. Valores em R\$ milhões ou percentuais, quando mostrados.....	61
Figura 37. Valor na perpetuidade da PETZ3.....	62
Figura 38. Valor justo da ação PETZ3.....	62

1. Introdução

O presente trabalho objetiva estimar um valor justo para a Petz S.A, uma das maiores empresas do varejo *pet*¹ no Brasil, através de uma análise de seus fundamentos.

A estrutura de avaliação a ser elaborada consistirá em uma análise do fluxo de caixa descontado, isto é, será observado a capacidade de geração de fluxo de caixa futuros da empresa num horizonte longo de tempo, descontando-os a valor presente, com uma taxa que reflita os riscos associados ao empreendimento.

Interessante notar que a avaliação do preço justo de uma empresa busca estabelecer um entendimento de sua situação atual e quais seriam as melhores decisões empresariais que estariam maximizando o retorno para o acionista.

Além disso, é importante ressaltar que empresas que se concentram em construir valor ao longo do tempo consequentemente estarão contribuindo para um ambiente econômico mais próspero para a sociedade.

Primeiramente se faz necessário entender o histórico da companhia, suas vantagens competitivas, seus produtos, governança corporativa e o setor em que está inserida, de modo a estabelecer o cenário para o desenvolvimento das premissas que irão fundamentar o trabalho.

Em seguida, a base teórica do método de avaliação torna-se objeto de discussão relevante, uma vez que, organizará as ideias e o arcabouço teórico para um maior embasamento das premissas. Os principais demonstrativos financeiros serão destrinchados e explicados a fim de se obter um entendimento a fundo da metodologia utilizada.

No capítulo seguinte, após definida a contextualização e o cenário teórico, serão indicadas as principais premissas derivadas do estudo e que auxiliarão na realização do modelo de avaliação, de modo que o resultado esperado será o valor justo da Petz S.A e como este se compara com a cotação atual da ação da empresa. Após a comparação, poderemos entender se a ação está sendo

¹ Animal de estimação

negociada com uma margem de segurança significativa, e, portanto, a decisão ótima para o investidor.

2. O setor de varejo *pet* no Brasil

Para entender o tamanho da oportunidade no Brasil, faz-se necessário uma contextualização do mercado para produtos *pet* no mundo, primeiramente.

Segundo o relatório da Euromonitor International Limited, “Pesquisa Pet Care 2020”, que pode ser acessado no prospecto definitivo de abertura de capital da Companhia, esse mercado como um todo movimentou vendas anuais de U\$131,1 bilhões em 2019, sendo 72% dessas vendas referentes a produtos relacionados a alimentos e o restante a não-alimentos. O Brasil é o quarto maior mercado de produtos para *pets* no mundo, tendo movimentado cerca de U\$6,1 bilhões em 2019, e estando atrás apenas de EUA, China e Reino Unido. Sua representatividade no mercado global chega a 5%, enquanto o EUA chega a 40%, China a 7% e Reino Unido aproximadamente 5% também.

Porém, apesar de ser o quarto maior mercado para produtos *pets*, o gasto anual por *pet* ainda é significativamente inferior do que nos outros mercados, ainda segundo o relatório apontado no início. Na média, os brasileiros gastam U\$69 por ano por *pet*, o que se compara com U\$375 para o Reino Unido e U\$326 para o EUA. Podemos ainda, comparar com um dos maiores mercados da América Latina, como Chile e México, os quais possuem um mercado de U\$1,3 bilhões com um gasto por *pet* por ano de U\$208 e um mercado de U\$2,3 bilhões e um gasto por *pet* por ano de U\$55, respectivamente.

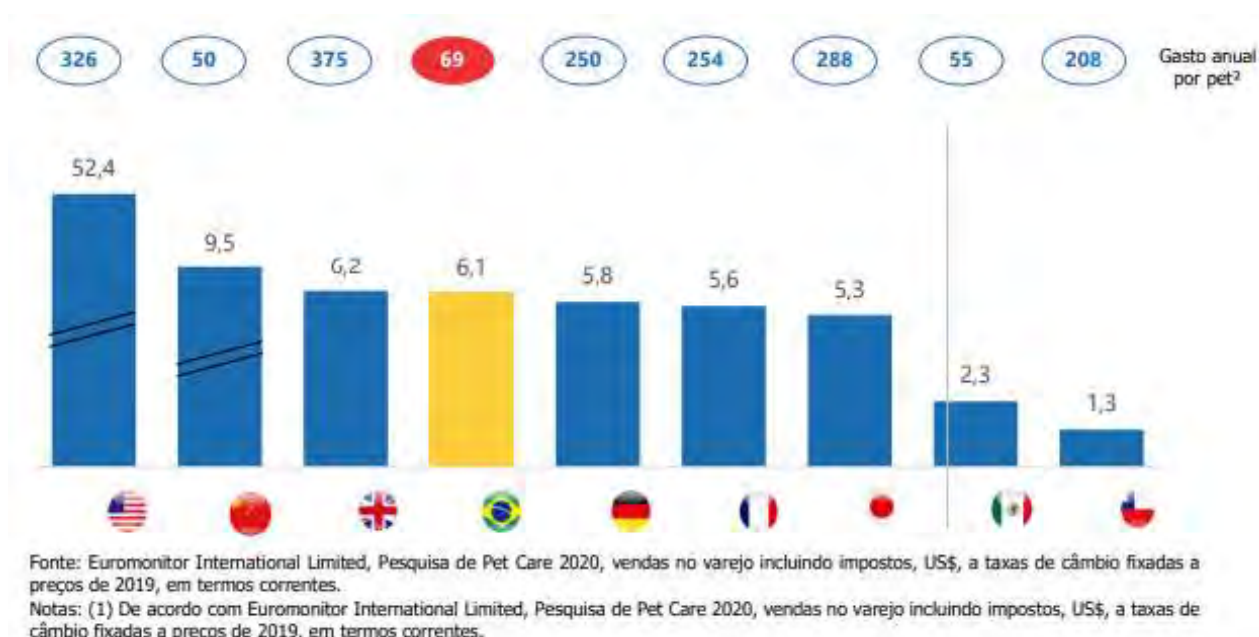
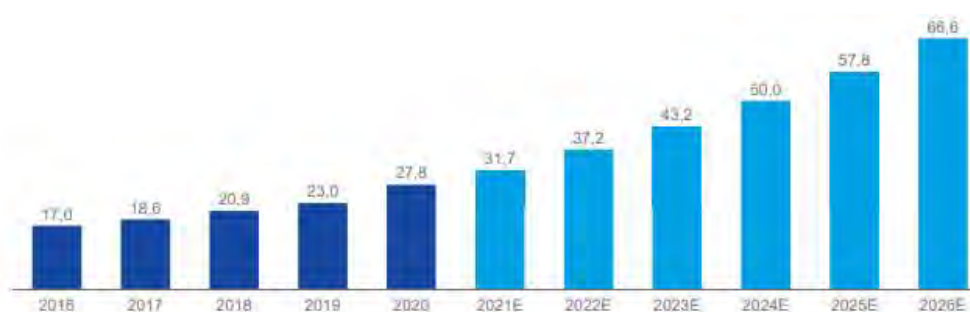


Figura 1: Maiores mercados de Produtos para *Pets* no Mundo e Maiores Países Latinos (US\$ Bilhões) e gasto anual por *pet* (US\$ por *pet*) em 2019e.

Fonte: Euromonitor, Prospecto Definitivo da Companhia

Como mencionado anteriormente, o mercado brasileiro de produtos para *pets* configura-se como um dos maiores do mundo em volume de vendas. Segundo o relatório da Euromonitor “Pesquisa Pet Care 2022”, onde há alguns números mais atualizados, o tamanho desse mercado em 2020 foi de R\$27,8 bilhões e espera-se que chegue a R\$66,6 bilhões em 2026.



Fonte: Euromonitor International Limited, Pesquisa de Pet Care 2022, vendas no varejo incluindo impostos, em moeda local, em termos correntes.

Figura 2: Evolução do Mercado de produtos para *Pets* no Brasil, a preços correntes (R\$ bilhões).

Fonte: Euromonitor, Formulário de referência da companhia

Olhando para o ambiente competitivo brasileiro no segmento *pet*, evidencia-se um mercado altamente fragmentado dividindo *Megastores* (como a Petz, Cobasi e cadeias regionais menores) com um *market share* de aproximadamente 8%, enquanto 51% desse mercado está pulverizado na mão de pequenos *pet shops* locais e clínicas veterinárias, e também há o *e-commerce* com uma participação de 4% (em 2019), os Supermercados, Hipermercados e Mercados com uma fatia de 25% e, por fim, 12% desse mercado é representado por Outros (Clubes de armazéns, como o Sam's Club e *Non-grocery specialist*).

Esse cenário é bem diferente do que se observa em países desenvolvidos, os quais possuem as cadeias de *Megastores* e *e-commerce* com uma fatia muito mais representativa do mercado. Nesse sentido, pode-se inferir que o curso natural do comportamento do consumidor é buscar por mais conveniência, sortimento e melhor nível de serviço, os quais são atributos que cadeias especializadas e consolidadoras conseguem atingir com mais eficiência.

Abaixo um gráfico exemplificando a distribuição de vendas pelos diferentes canais no Brasil, desde 2016 até a expectativa para 2021.



Fonte: Euromonitor International Limited, Pesquisa de Pet Care 2022, valor de vendas incluindo impostos, em moeda local, em termos correntes.

Figura 3: Evolução dos canais de vendas para produtos *pets* no Brasil (R\$ Bilhões).

Fonte: Euromonitor, Prospecto Definitivo da Companhia

Ainda segundo a “Pesquisa de Pet Care 2020” da Euromonitor, em relação ao mix de produtos por categorias no Brasil, produtos relacionados a alimentos representaram 89% do total vendido, enquanto não-alimentícios foram apenas 11% em 2019. Ao observamos economias mais desenvolvidas, a penetração de produtos não-alimentícios é maior, e provavelmente isso se dá pela maior renda disponível das famílias e fatores socioeconômicos diversos. Mas ainda podemos ver espaço para um aumento de participação de categorias não-alimentícios no Brasil, e que oferecem melhor rentabilidade.

Segundo a *Euromonitor “Pesquisa Pet Care 2022”*, além de ser o quarto maior mercado de produtos para *pets* no mundo, o Brasil possui a terceira maior população de cães e gatos domesticados do mundo, os quais chegaram a representar aproximadamente 59% do total de *pets* em 2019. Vale notar que em 2015 essa população era de 77,4 milhões e em 2020 chegou a 93 milhões de cães e gatos, e a expectativa é que até 2025 com um tamanho de população na ordem 113 milhões.

Interessante notar a resiliência desse segmento em relação aos ciclos macroeconômicos, onde podemos observar que foi capaz de entregar números positivos até em períodos de contração do PIB real, evidenciado segundo a **figura 4**:

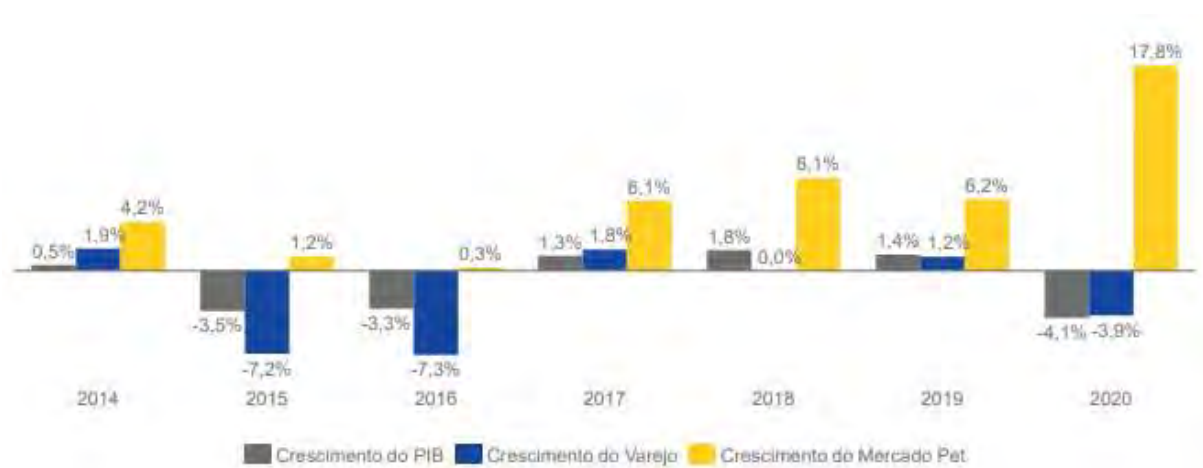


Figura 4: Resiliência do Mercado de *Pets* no Brasil

Fonte: Euromonitor, Formulário de referência da Companhia

2.1 Principais tendências no Mercado de Produtos para *Pets*

- **“Humanização” dos *Pets*:** Uma das principais alavancas do crescimento desse setor é o processo de “humanização” dos animais domésticos, ou seja, cada vez mais os tutores² enxergam seus *pets* como membros da família, o que influencia as decisões de compra e eleva os gastos por *pet*.
Segundo uma pesquisa realizada em 2017 pela CNDL (Confederação Nacional de Dirigentes Lojistas) e pelo SPC Brasil (Serviço de Proteção de Crédito) com uma amostra de 27 capitais brasileiras, 61% dos entrevistados consideram seus *pets* como membros da família.
- **Acesso à informação leva a aumento do consumo de produtos e serviços *pet*:** Como consequência do movimento de “humanização” dos animais domésticos, o tutor tende a se informar mais para tomar decisões que, de fato, sejam as melhores para seu *pet*. Com o intuito de aumentar a qualidade de vida e sua longevidade, os consumidores acabam optando por produtos mais *premium*³ (alimentos e não-alimentos) para dar a seu animal de estimação. Essa crescente preocupação com o bem estar do *pet* também podem ser observadas no âmbito dos serviços, onde cada vez mais surgem testes de saúde e suplementos para prevenção de doenças, juntamente com medicamentos personalizados.
- **Mudança na estrutura das famílias brasileiras:** Segundo o IBGE, no Brasil, a taxa de natalidade atual é de 1,77 crianças por mulher e a estimativa é que caia para 1,66 crianças por mulher até 2060. Em termos comparativos, esse indicador era de 2,54 em 1996.

Por outro lado, observamos um aumento no tamanho da população *pet* nos últimos anos, que combinado ao efeito de redução na taxa de natalidade causam mudanças na estrutura das famílias.

²Atualmente não se utiliza a palavra “dono” para a posse de animais de estimação. A palavra tutor se encaixa melhor, já que o significado de tutor é indivíduo que exerce uma tutela, aquele que ampara, protege.

³ Algo de qualidade maior ou superior.

Outro dado relevante do IBGE é em relação a taxa de nupcialidade do país, a qual em 2018 foi de 6,4 para cada 1.000 pessoas em idade para se casar. Em 1970 essa taxa era de 13 por mil, e no fim dos anos 80 chegou a 7 por mil, enquanto o número de divórcios tem crescido. Esses fatos apontados, contribuem para entendermos um possível comportamento das pessoas no futuro, onde podem preferir a companhia de um *pet* em diferentes estágios de suas vidas.

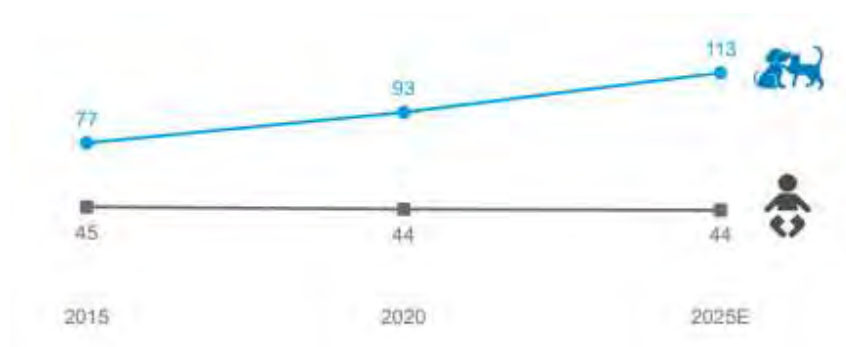


Figura 5: Crescimento da população de Cães e Gatos Vs Crianças com menos de 14 anos no Brasil (Em milhares)

Fonte: Euromonitor, Formulário de referência da Companhia e IBGE

- **Crescente urbanização:** Movimento bem observado no Brasil, onde segundo o último censo conduzido pelo IBGE, 84% da população brasileira já reside em centros urbanos. Nesse sentido, é comum em grandes cidades terem residências menores devido à alta concentração de moradias por famílias. Tal fato contribui para impulsionar o aumento da população de animais de pequeno porte que precisam de menos espaço. De acordo com o Instituto Pet Brasil, a procura por gatos foi a que mais cresceu no período de 2013 a 2018, dentre os outros *pets*, representando 8,1% de aumento.
- **Impactos do COVID-19 no mercado *Pet* no Brasil:** As Companhias de varejo de produtos *pet* foram consideradas como serviços essenciais pelo Governo e puderam continuar operando durante a pandemia. Nesse sentido, tendências seculares que já estavam em curso, foram aceleradas nesse segmento também.

O maior tempo de quarentena em casa, aumentou o contato dos tutores com seus animais domésticos e reforçou o fenômeno da “humanização” e toda sua repercussão nos maiores cuidados com seus *pets*.

Além disso, muito importante notar a relevância do canal do digital, o qual foi bastante incentivado pelas medidas de isolamento social, com o objetivo de prover uma experiência segura para o cliente e aumentar nível de vendas.

2.2 Principais Concorrentes

Como mencionado anteriormente, o mercado *Pet* é altamente fragmentado e, portanto, suscetível a um potencial consolidação. Nesse sentido, a concorrência se dá nas diferentes geografias do país, e nos diferentes canais de venda.

Interessante observar que, não existem muitas cadeias de loja *Pet* regionais que sejam relevantes, sendo a Petz, atualmente, a com maior número de lojas espalhados pelo país.

Assim, podemos dividir a competição em:

- (i) *pet Megastores* especializadas, e como exemplo mais relevante temos a Cobasi;
- (ii) Pequenos *petshops* e clínicas veterinárias, majoritariamente com presença limitada a bairros;
- (iii) No canal *Online*, a Petlove tem uma presença forte, e não possui presença física e;
- (iv) Hipermercados e Supermercados como um todo. Porém, vale destacar que o sortimento oferecido por esses *players* é mais limitado, quando comparado com os especializados.

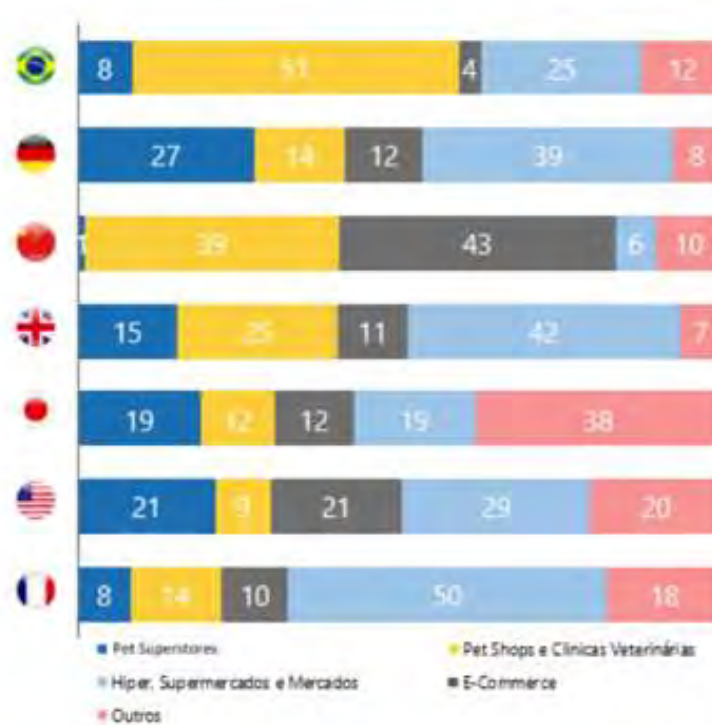


Figura 6: Market share por canal (%) em 2019.

Fonte: Euromonitor, Prospecto Definitivo da Companhia

3. Petz S.A.

3.1 Histórico da Empresa

A história da companhia tem início em 2002 quando seu fundador Sérgio Zimmerman, inaugurou a primeira loja em São Paulo, localizada na Marginal Tietê e denominada, na época, de “Pet Center Marginal”. O segmento de atuação se dava na comercialização de produtos para animais domésticos, como rações e acessórios e na prestação de serviços, como veterinário e tosa.

Em 2005, houve a inauguração da segunda loja da Companhia em Campinas-SP, a qual seguiu os padrões de formato e operação da primeira loja. Em 2008 houve o lançamento do *e-commerce* e a criação de um programa de fidelidade baseado em *cashback*, denominado “Vale a Pena Ser Fiel”. Em 2012, para suportar o maior crescimento da empresa, foi inaugurado o centro de distribuição, localizado na Rodovia Anhanguera, e que contava com 5 mil metros quadrados. Ainda nesse ano, deu-se início à expansão nacional da Companhia, abrindo a primeira loja fora do estado de São Paulo, em Brasília.

O ano de 2013 é marcante para a história da Companhia, pois evidencia o investimento do fundo de *Private Equity*⁴, Warburg Pincus⁵, assumindo como acionista majoritário, adquirindo uma fatia de 55% da empresa. Vale ressaltar que nesse ano, a Pet Center Marginal já tinha inaugurado 27 lojas no total, sendo apenas uma fora do estado de São Paulo. Com a entrada do Warburg Pincus, deu-se início a um processo de profissionalização da estrutura organizacional, implementação de uma cultura meritocrática e também se criou um novo formato de loja.

Interessante notar que o período compreendido entre 2014 e 2016 foi muito importante para organizar processos e ganhar eficiência na operação, de modo que foram promovidas uma série de iniciativas para aprimorar os controles internos. Nesse sentido, em 2015 a Companhia lançou uma nova marca “Petz”, e visando a expansão nacional, também passou a implementar o novo formato de lojas: *Megastores* especializadas em produtos e serviços para *pets*, com uma forte

⁴ Modalidade de investimento onde uma gestora adquire parte de uma empresa em crescimento, com objetivo de tornar-se sócia e alavancar a companhia, preparando-a para seu ingresso na bolsa de valores.

⁵ Empresa de *private equity* com sede em Nova York, focada em investimentos em crescimento.

curadoria na venda e aumento do sortimento em loja. Assim, observa-se maior padronização do nível de serviço oferecido em toda a rede de lojas, consequência da ênfase dada na melhoria de controles centrais e estruturas regionais de gestão.

Os anos entre 2017 e 2019 evidenciam o forte crescimento da Companhia, com o plano de abertura de novas lojas pela malha nacional, inaugurando sua entrada nos mercados da região Sul e Nordeste. Vale destacar que nesse período a empresa atingiu a marca de 105 lojas, saindo de 63 em 2017.

Concomitantemente, os investimentos em melhorias operacionais continuavam e, com isso, houve a mudança do centro de distribuição para Embú das Artes-SP, em um espaço de 18 mil metros quadrados. Ademais, a estratégia *omnichannel*⁶ já se mostrava um pilar importante para o sucesso da operação, e também recebeu melhorias na execução operacional, de modo que podemos ressaltar a consolidação da plataforma digital da Companhia. E ainda em 2018, um importante passo foi dado na vertical de serviços com o lançamento da marca Seres, dedicada a prestação de serviços avançados e diagnósticos na área de veterinária.

O ano de 2020 foi extremamente distinto para o mundo, trazendo inúmeros desafios, aprendizados e até conquistas para algumas empresas.

Nesse sentido, a Petz pode ser considerada uma vencedora do seu setor ao longo do ano, tendo realizado uma Oferta Pública Inicial (“IPO”) bem sucedida na B3 que levantou aproximadamente R\$3 bilhões, e cujo objetivo foi dar seguimento à visão estratégica iniciada em 2014 de “Ser a maior e melhor rede de pet shops da América Latina, estando entre as 5 maiores operações mundiais até 2020”, e agora, a partir de 2021 dá-se início a uma nova postura, ainda mais ambiciosa de “Ser mundialmente reconhecido como o melhor ecossistema do segmento Pet até 2025”, segundo a apresentação de resultados do 4º trimestre de 2020, e para isso, os principais pilares vão ser essenciais para suportar o crescimento:

- (i) Expansão da rede de lojas e da marca “Seres”;
- (ii) Plataforma Digital;
- (iii) Experiência do cliente;

⁶ Uso simultâneo e interligado de diferentes canais de comunicação, integrando lojas físicas, lojas virtuais e compradores.

- (iv) *Petz Solution, Private Label* e produtos exclusivos;
- (v) Pessoas, cultura e ESG. Assim, atualmente a Companhia encerrou o primeiro trimestre de 2021 com 138 lojas, tendo inaugurado 28 unidades ao longo do ano de 2020 e 5 apenas no 1º trimestre desse ano, um recorde em sua história, e estando presente em 16 Unidades Federativas mais o Distrito Federal.

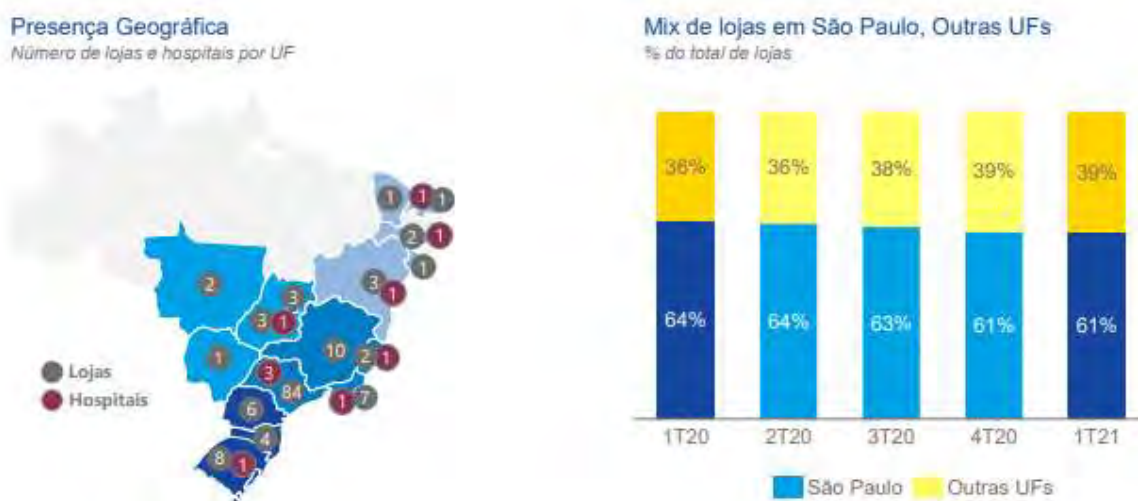


Figura 7: Presença geográfica e distribuição da rede de lojas e Seres

Fonte: Release de Resultados do 1º Trimestre de 2021

3.2 Principais Atividades da Companhia

A Petz pode ser considerada uma plataforma de soluções para animais domésticos mais abrangente do Brasil, operando através de uma estratégia eficiente de *omnichannel* a qual eleva drasticamente o nível de serviço prestado ao consumidor, tanto ao integrar os canais físicos e digitais como os segmentos de produtos e serviços.

Portanto, ao se olhar o amplo sortimento disponível, a variedade de canais de vendas, forte presença nacional, oferta de produtos e serviços, junto com sua robusta operação na loja física, podemos inferir que existe uma proposta de valor diferenciada dentro de um setor altamente fragmentado e composto por pequenos varejistas especializados

Nesse sentido, para analisarmos mais detalhadamente sua principal atividade devemos nos atentar ao ecossistema que está sendo construído, denominado de *Petz Solution*.

A plataforma em si objetiva estar presente na jornada do tutor e dos pets em todos os pontos de contato, podendo prover soluções proprietárias ou através de parcerias, em um ambiente de inovação aberta.

Tais soluções compreendem um sortimento de produtos de aproximadamente 20 mil *SKU*⁷s, os quais podem ser divididos em alimentos: Rações prescritas, *super premium*, e *standard*, rações úmidas e petiscos. E não-alimentícios: Itens de higiene, acessórios, medicamentos, brinquedos e roupas.

Vale destacar também a operação de *Private Label*⁸ da Companhia, que começou em 2017 e que já apresenta cerca de 300 *SKUs* em aproximadamente 25 categorias, sendo líder ou vice-líder na maioria.

Ao analisarmos o *release* de resultados do 4º trimestre de 2020, é interessante notar que no ano completo, aproximadamente 95% da receita da empresa veio da venda de produtos, e historicamente a proporção sempre se manteve em um patamar acima de 90% para mercadorias. E dentro do segmento de produtos, os alimentícios representam cerca de 54% do faturamento, enquanto os não-alimentícios representam o restante. O mesmo ocorreu no 1º trimestre de 2021, com a venda de produtos representando 95,3% da receita total, sendo aproximadamente 55% do faturamento oriundo de produtos alimentícios.

Além da vertical de produtos, a Petz possui pontos de atuação muito fortes em serviços, sendo em clínicas e hospitais veterinários dentro das lojas físicas, sob a marca “Seres”, e serviços de banho e tosa animal. Além disso, em determinadas lojas promovem centros de adoção de cães e gatos em parceria com diversas ONGs e inúmeros protetores, sob o programa “Adote Petz”, também destinam uma área para eventos com o objetivo de fortificar a experiência do tutor com seu *pet*, nos chamados “Petz Play”.

3.2.1 Canais de venda

⁷ Stock Keeping Unit, em português Unidade de Manutenção de Estoque (código utilizado para auxiliar a gestão do estoque).

⁸ Marca própria

A Petz opera através de três canais de vendas principais: *Megastores*, Digital e *Omnichannel*.

- **Megastores:** Atualmente são 138 lojas em 16 Unidades Federativas mais o DF, com 114 Centros Veterinários dentro das lojas, dos quais 10 são hospitais. Assim, as lojas oferecem uma experiência completa integrada ao canal digital, e são divididas em dois formatos: (i) Padrão e (ii) Expresso.

O primeiro formato representa a grande maioria das lojas físicas e é o foco da expansão em território nacional da Companhia para os próximos anos. Esse tipo de loja Padrão possui aproximadamente 1.000 metros quadrados de área de vendas, em média, entre 8 mil e 12 mil *SKUs* oferecendo o sortimento completo de produtos, serviços veterinários e de banho e tosa e um centro de adoção, são lojas de experiência.

Já o segundo formato busca trazer maior conveniência para o cliente, possui aproximadamente 500 metros quadrados de área de vendas em média, um sortimento de produtos mais direcionado para cães e gatos, que varia de 6 mil a 8 mil *SKUs* e sua proposta é direcionada para o adensamento de regiões onde a Petz já tenha uma presença reconhecida, ou até onde não caiba uma loja Padrão. Ambos os formatos operam integrados com o canal digital.

- **Digital:** Pode ser dividido em 4 canais: (i) *Website*, (ii) Aplicativo no celular, (iii) Aplicativos de *Deliveries* expressos, como o *Rappi* e (iv) *Marketplaces*, como o *Mercado Livre*.

O objetivo dessa alta exposição ao canal online é permitir que o cliente da Petz possa ter acesso a seus produtos em diferentes lugares e que o processo de compra continue ágil. Porém, a grande ênfase se dá nos seus canais diretos, que pode ser evidenciado pelos esforços para promovê-lo, através do programa de Assinatura que dá descontos em produtos e serviços, de até 10% e 20%, respectivamente.

Em 2017, a venda via *e-commerce* (vendas expedidas diretamente do CD para o cliente final) foi de aproximadamente R\$23 milhões com uma penetração de 3,2% nas vendas

totais, e em 2020 chegou a aproximadamente R\$80 milhões com uma penetração de 4,7% nas vendas totais.

- **Omnichannel:** Extremamente importante para o sucesso da operação de um *player* especializado no segmento *pet*, como a Petz, é entender que integrar a operação física com a digital proporciona uma experiência de compra diferenciada para o cliente.

Ao utilizar suas *megastores* como mini centros de distribuição, consegue otimizar custos, reduzindo o tempo de entrega e o frete, tendo seu estoque completo mais próximo do consumidor final, e ainda tem suporte de seu centro de distribuição em Embú das Artes – SP.

O *omnichannel* é suportado pelas iniciativas de *ship from store*⁹ e *pick-up in store*¹⁰, principalmente, e é operacional em 100% das lojas, totalmente integrado com os estoques da rede, o que proporciona a “prateleira infinita” no *website* e aplicativo.

Nesse sentido, para termos noção da evolução e do protagonismo que essa iniciativa ganhou, podemos ver que em 2017 as vendas *omnichannel* eram aproximadamente R\$280 mil, e em 2020 passaram a aproximadamente R\$316 milhões, representando uma penetração de 18% nas vendas totais da Companhia, como pode ser observado na Figura 8 abaixo:

⁹ Estratégia em que as lojas físicas funcionam como pontos de estoque da rede, ou seja, os varejistas usam o estoque de suas lojas físicas para atender pedidos realizados on-line. A grande vantagem dessa estratégia é estar próximo das casas dos clientes, possibilitando a entrega no mesmo dia.

¹⁰ Processo de atendimento no qual os lojistas utilizam o estoque das lojas físicas para atender os pedidos *on line*.

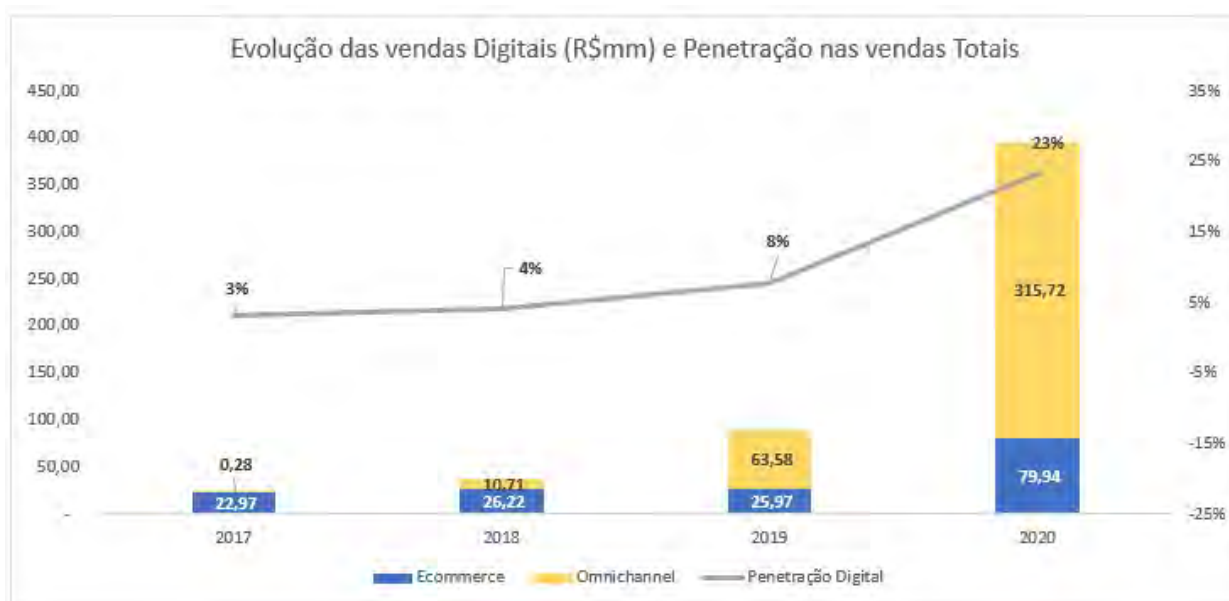


Figura 8: Evolução das vendas digitais (*ecommerce* + *Omnichannel*) e penetração nas vendas totais

Fonte: Site de RI da Companhia e relatórios de resultado

Elaboração: o autor

Como anteriormente observado, o mercado *Pet* é bastante pulverizado na presença de pequenas *Pet Shops* de bairro. Porém, para tornarmos mais tangível o potencial de consolidação desse segmento e sua dinâmica competitiva, podemos comparar como as empresas atuantes nesse setor buscam se diferenciar entre si, e também das companhias generalistas como a Magazine Luiza, Lojas Americanas, Amazon, Mercado Livre, Extra e Casas Bahia.

Primeiramente será evidenciado a proposta de valor da experiência de compra de um produto de higiene e de ração no site de cada empresa destacada, e em seguida será exposto um comparativo entre os programas de assinatura de cada agente que ofereça tal serviço. A localidade escolhida foi um bairro bem localizado em São Paulo, uma vez que todas essas empresas estão atuando fortemente na região.



Produto: Tapete Higiénico

São Paulo	Unidade	Petz	Cobasi	Petlove	Petland
Preço do produto	R\$	79,99	79,90	79,90	79,90
Custo da entrega	R\$	3,90	4,00	6,32	0,00
Preço total	R\$	83,89	83,90	86,22	79,90
Tempo de entrega	Dia útil	Até 1	Até 2	Até 2	Até 4 horas
Possibilidade de buscar na loja	R\$	Sem cobrança	Sem cobrança	Não oferece	Sem cobrança
			5% de desconto adicional		R\$4 em cashback
	Tempo	Em até 1 hora	Em 45 minutos		Em até 1 hora
Possibilidade de despachar da loja	R\$	-	-	-	-
	Tempo	-	-	-	-
Possibilidade de entrega expressa	R\$	7,67	5,90	-	-
	Tempo	Em até 2 horas	Em até 4 horas	-	-

São Paulo	Unidade	Magazine Luiza	Americanas	Mercado Livre	Amazon	Extra.com.br	Casas Bahia
Preço do produto	R\$	79,99	79,99	75,00	76,90	89,90	89,90
Custo da entrega	R\$	10,09	10,09	25,90	16,10	0,00	0,00
Preço total	R\$	90,08	90,08	100,90	93,00	89,90	89,90
Tempo de entrega	Dia útil	Até 7	Até 9	Até 1	Até 19	Até 4	Até 4
Possibilidade de buscar na loja	R\$	-	-	25,90	-	-	-
	Tempo	-	-	Dia seguinte em uma Agência do Meli	-	-	-
Possibilidade de despachar da loja	R\$	-	-	-	-	-	-
	Tempo	-	-	-	-	-	-
Possibilidade de entrega expressa	R\$	-	-	-	-	42,22	42,22
	Tempo	-	-	-	-	Até 4 dias úteis	Até 4 dias úteis

Figura 9: Comparação de preços nos sites das principais empresas *Pet* e empresas de comércio eletrônico generalista

Fonte: Site das companhias

Elaboração: o autor

Também é interessante compararmos o produto de mesma categoria ofertado através da marca própria (“*Private Label*”), comparando-o com um *player* com marca mais reconhecida nesse segmento de marca própria. Podemos observar que o produto da Petz oferece um preço 24% menor que o do competidor, com um custo de frete mais acessível, até na entrega expressa, e com um tempo de entrega mais conveniente também. A única questão não tão favorável para a Petz é que seu produto possui uma nota média no site de 2,4/5, com apenas 6 avaliações, enquanto o produto da *Zee Dog* possui uma nota média de 4,8/5 com 557 avaliações.

Marca Própria
 Produto: Tapete higiênico




São Paulo		Unidade	Petz	Zeedog
Preço do produto	R\$		74,99	98,90
Custo da entrega	R\$		2,79	15,06
Preço total	R\$		77,78	113,96
Tempo de entrega	Dia útil		Até 1	Até 5
Possibilidade de buscar na loja	R\$		Sem cobrança	-
	Tempo		Em até 1 hora	-
Possibilidade de despachar da loja	R\$		-	-
	Tempo		-	-
Possibilidade de entrega expressa	R\$		5,90	-
	Tempo		Em até 2 horas	-

Figura 10: Comparação de preços nos sites de produtos “marca própria” na Petz e Zee Dog

Fonte: Site das companhias

Elaboração: o autor



Produto: Ração Premium para cães

São Paulo		Unidade	Petz	Cobasi	Petlove	Petland
Preço do produto	R\$		150,90	150,90	150,90	123,90
Custo da entrega	R\$		0,00	0,00	0,00	9,90
Preço total	R\$		150,90	150,90	150,90	133,80
Tempo de entrega	Dia útil		Em até 1 dia	Em até 2 dia	Em até 1 dia	Em até 4 horas
			Sem cobrança	Sem cobrança		Sem cobrança
Possibilidade de buscar na loja	R\$		5% de desconto adicional	5% de desconto adicional	Não	-
	Tempo		Em até 1 hora	Em até 45 minutos		Em até 1 hora
Possibilidade de despachar da loja	R\$		-	-	-	-
	Tempo		-	-	-	-
Possibilidade de entrega expressa	R\$		5,90	Sem cobrança	-	-
	Tempo		Em até 2 horas	Em até 1 dia útil	-	-

		Magazine Luiza	Americanas	Mercado Livre	Amazon	Extra.com.br	Casas Bahia
São Paulo	Unidade						
Preço do produto	R\$	173,88	135,64	204,90	194,80	160,39	160,39
Custo da entrega	R\$	39,90	80,88	0,00	61,55	43,90	37,52
Preço total	R\$	213,78	216,52	204,90	256,35	204,29	197,91
Tempo de entrega	Dia útil	Em até 5 dias	Em até 9 dias Sim	Em até 1 dia Sim	Em até 9 dias	Em até 7 dias	Em até 7 dias
Possibilidade de buscar na loja	R\$	-	80,88	Sem cobrança	-	-	-
	Tempo	-	Em até 9 dias úteis	No dia seguinte em uma Agência Meil	-	-	-
Possibilidade de despachar da loja	R\$	-	-	-	-	-	-
	Tempo	-	-	-	-	-	-
Possibilidade de entrega expressa	R\$	-	-	-	125,90	-	216,43
	Tempo	-	-	-	Em até 6 dias úteis	-	Em até 3 dias úteis

Figura 11: Comparação de preços nos sites das principais empresas *Pet* e empresas de comércio eletrônico generalista

Fonte: Site das companhias

Elaboração: o autor

	Petz	Petlove	Cobasi	Zee Dog	Amazon
Descontos	10% de desconto em todos os produtos no site, aplicativo e loja física 20% de desconto em serviços de banho e tosa e bônus para serviços veterinários	10% em todos os produtos	10% de desconto em todos os produtos no site e aplicativo 10% de desconto em produtos da loja física por tempo limitado	Até 12% em produtos da assinados pelo cliente	10% em produtos elegíveis ao programa de assinatura
Custo do frete	1. Grátis para compras acima de R\$119 (Sul, Sudeste e Centro-Oeste apenas) 2. Grátis para compras acima de R\$299 (Norte e Nordeste apenas) 3. Grátis para compra de medicamentos acima de R\$99 (país todo)	1. Grátis para compras acima de R\$119 (Apenas São Paulo) 2. Grátis para compras acima de R\$149 (Apenas RJ) 3. Grátis para compras acima de R\$189 (Apenas ES, MG e região Sul) 4. Grátis para compras acima de R\$299 (Apenas N e NE) 5. Grátis para compra de medicamentos acima de R\$99 (País todo)	1. Grátis para compras acima de R\$119 (S, SE e MG apenas) 2. Grátis para compras acima de R\$299 (Outros estados) 3. Grátis para compra de medicamentos acima de R\$99 (país todo)	Grátis para produtos acima de R\$169	Grátis após a segunda entrega
Assinatura grátis	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Obrigação de recorrência de compra	Não, mas pelo menos comprar em até 120 dias	Não, mas pelo menos comprar em até 240 dias	Não, mas pelo menos comprar em até 90 dias	Não, mas pelo menos comprar em até 90 dias	Não, mas pelo menos comprar em até 180 dias
Taxa de cancelamento	Grátis e a qualquer momento	Grátis e a qualquer momento	Grátis e a qualquer momento	Grátis e a qualquer momento	Grátis e a qualquer momento
Serviços oferecidos	Banho, tosa e veterinário	Serviços veterinários via chat	Não	Não	Não
Itens exclusivos	Sim	Não	Não	Sim	Não

Figura 12: Comparação dos programas de assinatura entre os principais *players* especializados e Amazon.

Fonte: Site das companhias

Elaboração: o autor

Diante do exposto podemos argumentar que a Petz possui certa vantagem competitiva em relação aos concorrentes elencados, ao proporcionar um nível de serviço mais conveniente para seu cliente tanto no tempo de entrega como no custo do frete de produtos do tipo ração e higiene. A companhia em análise, até o primeiro trimestre de 2021 possuía 84 lojas em São Paulo e 3 hospitais veterinários, região onde sua presença é mais relevante. No entanto, as outras empresas do segmento pet especificamente não são públicas e, portanto, não reportam seus números atualizados. Quando olhamos para as empresas horizontais, evidenciamos preços, custos de frete e prazos de entrega maiores e muito disso se dá, porque nessas companhias a venda é realizada por terceiros, ou seja, vendedores que se conectam a plataforma da empresa para ter mais um canal de venda. Na maioria das vezes, esses vendedores são pequenos e não possuem a escala dos *players* verticais relevantes, e logo, ofertam um serviço menos competitivo.

Outro ponto de destaque é a marca própria da Petz, a qual já representa 3% do faturamento bruto da companhia, segundo o *release* de resultados do primeiro trimestre de 2021. Esse segmento é muito estratégico para a companhia pois possui uma rentabilidade maior do que os produtos tradicionais, também, segundo os documentos da companhia. Nesse ponto, a oferta de marca própria ainda é bem incipiente, sendo presente apenas nas categorias de acessórios, *snacks* e produtos que não são ração. Porém, segundo a Companhia, ainda esse ano estarão ofertando ração úmida.

Comparar o programa de assinatura de cada empresa é importante porque nos permite entender quais os custos de aquisição de clientes que as empresas estão incorrendo em maior intensidade. Como a indústria baliza bem os preços praticados na venda na ponta final, principalmente em rações, os varejistas especializados tendem a se diferenciar e fidelizar os clientes através de bons programas de assinatura, os quais objetivam gerar mais recorrência de compra desse mesmo tutor. No caso exposto, a Petz consegue ter a proposta de valor mais completa para o cliente final, oferecendo tanto descontos em produtos como em serviços de higiene e beleza e veterinários.

3.3 Composição Acionária

O capital social da Petz é composto por 393.991.198 ações ordinárias, nominativas, escriturais e sem valor nominal. Para melhor entendimento da estrutura acionária da empresa, a Figura 13 abaixo exemplifica os acionistas do grupo econômico:



Figura 13: Composição acionária da Petz S.A em 31/05/2021

Fonte: Formulário de referência da Companhia

De modo que o “Outros” representa as ações no *Free Float*, isto é, o percentual de ações da Companhia em circulação no mercado acionário, excluindo-se as que pertencem aos acionistas controladores.

3.4 Governança Corporativa

A Petz integra o segmento de listagem do Novo Mercado, o qual representa o mais alto grau de governança corporativa, segundo a B3. Para integrar tal nível a Companhia precisa se adequar ao Regulamento do Novo Mercado.

Atualmente o Conselho de Administração é composto por 7 membros, dos quais quatro foram eleitos pelo *Warburg Pincus*¹¹ (Claudio Ely, Piero Minardi, Gregory Reider e Frances Alvim), dois eleitos pelo fundador Sergio Zimmerman (Ele próprio e Tania Zimmerman) e um conselheiro independente (Eduardo Terra) conforme explicitado pela **Figura 14**:

Nome	Cargo	Ano de Eleição	Prazo do mandato
☒ Claudio Roberto Ely	Presidente do Conselho de Administração Independente	2020	Até AGO 2022
☒ Sergio Zimmerman	Conselho de Administração (Efetivo)	2020	Até AGO 2022
☒ Tania Zimmerman	Conselho de Administração (Efetivo)	2020	Até AGO 2022
☒ Piero Paolo Picchioni Minardi	Conselho de Administração (Efetivo)	2020	Até AGO 2022
☒ Gregory Louis Reider	Conselho de Administração (Efetivo)	2020	Até AGO 2022
☒ Frances Yumi Fukuda Alvim	Conselho de Administração (Efetivo)	2020	Até AGO 2022
☒ Eduardo Terra	Conselho de Adm, Independente	2020	Até AGO 2022

Figura 14: Composição do Conselho de Administração

Fonte: Site de RI da Companhia

A Diretoria Estatutária é eleita pelo Conselho Administrativo para um mandato de dois anos, atualmente a configuração da Diretoria pode ser evidenciada de acordo com a **Figura 15**:

Nome	Cargo	Ano de Eleição	Prazo do mandato
☒ Sergio Zimmerman	Diretor Presidente	2020	Até AGO 2022
☒ Diogo Ugayama Bassi	CFO e Diretor de Relações com Investidores	2020	Até AGO 2022
☒ Valéria Pires Corrêa	Diretora Técnica - Seres	2020	Até AGO 2022
☒ Luciano Rocha Sessim	Diretor Comercial e Marketing	2020	Até AGO 2022

Figura 15: Composição da Diretoria Estatutária

Fonte: Site de RI da Companhia

¹¹ Empresa americana sediada em Nova York, que investe exclusivamente em private equity.

4. Fundamental teórico

4.1. Explicando *Valuation*

Entender o que determina o valor de um ativo e qual é esse valor é imprescindível para a tomada de decisões racionais nas diferentes áreas das finanças. Seja ao avaliar uma empresa para compor um portfólio ou operações de Fusões e Aquisições, por exemplo.

Portanto, ao se analisar empresas, o processo de avaliação do valor justo é crucial para se definir a atratividade daquele investimento. Os modelos usados em *valuation* são chaves para o processo, mas ao mesmo tempo em que é quantitativo, também, é muito sujeito a julgamentos subjetivos do analista.

Importante entender que o valor justo obtido no modelo de precificação da empresa não é atemporal, ou seja, é necessário estar atento ao fluxo de informações que podem impactar a história de criação valor dessa companhia. Nesse sentido, após uma decisão tomada, faz-se interessante olhar em retrospectiva e julgar se o processo foi inteligente ou se faltou mais discernimento e entendimento das informações disponíveis.

Ainda assim, há a crença de que um modelo de avaliação extremamente quantitativo é o que trará o resultado mais preciso. Porém, na maioria das vezes não há necessidade de tamanha complexidade. Geralmente, a qualidade de um *valuation* será diretamente proporcional ao tempo gasto pelo analista entendendo sobre todos os detalhes da companhia em questão. E em seguida, transformando esse entendimento em premissas simples.

Nesse contexto, a filosofia de investimento do investidor tem uma grande importância e influência no papel do *valuation*. Para analistas que seguem um processo fundamentalista¹² são as características financeiras da empresa que determinam seu valor, enquanto para grafistas¹³, informações sobre a psicologia do mercado tendem a direcionar suas decisões de investimento.

¹² Analistas fundamentalistas baseiam seus investimentos em renda variável analisando demonstrativos financeiros e o setor onde a empresa se insere, observando o valor da empresa ao longo do tempo.

¹³ Analistas grafistas baseiam seus investimentos analisando os gráficos das ações, focando no curto prazo.

Portanto, segundo Aswath Damodaran¹⁴ existem três abordagens principais para se avaliar uma companhia:

(a) Fluxo de caixa descontado

Esse método afirma que o valor intrínseco de um ativo será o valor presente do fluxo de caixa futuro que esse tal ativo é esperado gerar em um determinado horizonte de tempo. Essa é a abordagem que será utilizada nesse trabalho, como anteriormente mencionado.

(b) Análise relativa

Na análise relativa o valor intrínseco do ativo é derivado da precificação de ativos comparáveis. Uma diversidade de métricas relativas são padronizadas para esse tipo abordagem se tornar útil, como por exemplo, olha-se muito o Preço/Lucro em determinado ano, para empresas de um mesmo setor. Com isso, os analistas definem se uma ação está negociando a um desconto em relação a outra ou ao setor de atuação.

(c) Modelo de precificação de opções

Um ativo com características de opção é um ativo que só será executado sob certas circunstâncias previamente acordadas pelos agentes.

4.2. Demonstrações Financeiras

4.2.1. Balanço patrimonial

Esse demonstrativo econômico-financeiro apresenta para as pessoas externas à empresa, os bens, direitos e obrigações — estas exigíveis e não exigíveis — da companhia em determinado instante. É preciso ter bastante atenção ao analisá-lo, pois este reflete apenas uma “foto” de final de ano ou final do trimestre da empresa.

¹⁴ Aswath Damodaran é professor de finanças na Stern School of Business, da New York University (NYU) e o autor do livro “Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance”, citado como fonte para esse trabalho.

O balanço patrimonial demonstra o ativo, passivo e o patrimônio líquido da companhia. Importante saber que os ativos devem ser encarados como recursos econômicos com potencial de gerar benefícios ao longo do tempo. Já os passivos são vistos como os direitos que os credores possuem sobre o ativo, uma vez que tais benefícios recebido pela empresa devem ser pagos em determinada data futura. O patrimônio líquido representa o direito que os proprietários da empresa têm sobre seus ativos. Vale notar que esse direito dos proprietários só é atendido após as obrigações com os credores terem sido liquidadas.

A equação básica do balanço patrimonial é a igualdade entre ativo e passivo mais patrimônio líquido. Isso significa que o balanço vê os mesmos recursos sob dois pontos de vista, ou seja, que os recursos financiados são investidos em montantes absolutos iguais.

Vale notar também a classificação do balanço patrimonial, onde os ativos são classificados em circulante e não circulante e o passivo em circulante e exigível a longo prazo.

No ativo circulante podemos evidenciar os ativos que a empresa espera vender ou utilizar dentro de um horizonte de um ano, a partir da data de encerramento do balanço.

Já o passivo circulante representa as obrigações que a empresa deve pagar dentro desse prazo de um ano. O passivo realizável a longo prazo constitui o financiamento de longo prazo e o patrimônio líquido, o financiamento dos proprietários.

A seguir, evidencia-se um exemplo de um balanço patrimonial:

Balanço Patrimonial	31.12.2011	31.12.2010	VARIAÇÃO
ATIVO CIRCULANTE	322.000,00	230.000,00	92.000,00
Caixa	57.500,00	23.000,00	34.500,00
Duplicatas a Receber	195.500,00	161.000,00	34.500,00
Estoques	69.000,00	46.000,00	23.000,00
ATIVO NÃO CIRCULANTE	115.000,00	-	115.000,00
Imobilizado	126.500,00		126.500,00
(-) Depreciação Acumulada	- 11.500,00		- 11.500,00
TOTAL DO ATIVO	437.000,00	230.000,00	207.000,00
PASSIVO CIRCULANTE	184.000,00	46.000,00	138.000,00
Fornecedores	142.600,00	46.000,00	96.600,00
Imposto de Renda e Contribuição Social a J	41.400,00		41.400,00
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	253.000,00	184.000,00	69.000,00
Capital	184.000,00	184.000,00	-
Reservas de Lucros	69.000,00		69.000,00
TOTAL PASSIVO + PL	437.000,00	230.000,00	207.000,00

Figura 16: Exemplo teórico de um balanço patrimonial

Fonte: Site do curso de contabilidade para não contadores

4.2.2. Demonstração do resultado do exercício (DRE)

O DRE aparece como a segunda demonstração financeira mais utilizada e seu objetivo é apresentar o resultado das operações da companhia durante certo período, indicando para os agentes o lucro ou prejuízo líquido do exercício. As empresas de capital aberto reportam por trimestre e anualmente. Através dele podemos evidenciar a diferença entre receitas, custos e despesas.

A seguir, um exemplo simplificado de apresentação de um DRE:

R\$ mil, exceto quando indicado	4T20	4T19	2020	2019
Receita Bruta de Vendas de Mercadorias e Serviços Prestados	524.962	330.407	1.706.729	1.164.234
Impostos e Outras Deduções	(83.180)	(50.342)	(269.973)	(178.158)
Receita Líquida de Vendas de Mercadorias e Serviços Prestados	441.782	280.065	1.436.756	986.076
Custo das Mercadorias Vendidas e dos Serviços Prestados	(228.675)	(137.992)	(743.250)	(509.748)
Lucro Bruto	213.107	142.073	693.506	476.327
Receitas (Despesas) Operacionais	(166.068)	(102.508)	(532.757)	(361.230)
Com Vendas	(122.445)	(72.595)	(392.617)	(258.198)
Gerais & Administrativas	(38.375)	(25.356)	(125.222)	(89.479)
Outras Receitas (Despesas) Operacionais, Líquidas	(5.248)	(4.557)	(14.918)	(13.553)
EBITDA Ajustado	47.039	39.565	160.749	115.097
Resultado Não Recorrente	(2.679)	3.159	8.842	3.159
Plano de Opção de Compra de Ações	(107)	(89)	(283)	(353)
Baixa de Imobilizado	(123)	(60)	(174)	(159)
Depreciação & Amortização	(17.611)	(12.213)	(61.106)	(44.199)
Lucro Operacional Antes do Resultado Financeiro	26.519	30.362	108.028	73.545
Resultado Financeiro	(4.089)	(4.776)	(14.126)	(16.244)
Receitas Financeiras	2.776	2.399	14.218	8.715
Despesas Financeiras	(6.865)	(7.175)	(28.344)	(24.958)
Lucro Antes do IR e da Contribuição Social	22.429	25.585	93.903	57.302
Imposto de Renda e Contribuição Social	4.987	(8.978)	(19.706)	(19.889)
Lucro Líquido do Exercício	27.417	16.608	74.197	37.413

Figura 17: DRE da Petz, referente ao ano cheio de 2020

Fonte: Site de RI da Petz

5. Fluxo de Caixa Descontado

Como abordado anteriormente, o método do fluxo de caixa descontado é uma ferramenta usada para estimar o valor intrínseco de um ativo.

Seu fundamento buscar atribuir o valor de um ativo ao valor presente de seus fluxos de caixa esperados, em um longo horizonte de tempo. Igualmente importante em estimar os fluxos de caixa para frente, deve ser feita uma avaliação sobre os custos de oportunidade e os riscos associados ao ativo em análise, para que assim, se obtenha uma taxa de desconto consistente com o que está-se querendo precificar.

$$\text{Value of asset} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n}$$

Onde,

n é o número de anos de fluxo de caixa projetados.

CF é o fluxo de caixa no período evidenciando.

r é a taxa que descontamos o fluxo, e que reflete os riscos do ativo projetado.

Figura 18: Exemplo do racional do Fluxo de Caixa Descontado

Fonte: Aswath Damodaran *website*

5.1 *Equity Valuation*¹⁵ e *Firm Valuation*¹⁶

Existem duas abordagens para a avaliação dos fluxos de caixa descontados, sendo a primeira referente a atribuição de valor apenas ao fluxo disponível para os acionistas do negócio, enquanto a segunda busca avaliar o negócio como inteiro, ou seja, incluindo também os credores.

¹⁵ Em português significa valor patrimonial,

¹⁶ Em português, significa valor da empresa.

Nesse sentido, enquanto ambos possuem o mesmo racional de descontar os fluxos de caixa esperados, a sua diferença reside nos fluxos de caixa relevantes e na taxa de desconto utilizada.

O Fluxo de Caixa Livre para o Acionista ($FCFE^{17}$) representa o quanto uma empresa pode retornar seus acionistas, podendo ser em forma de dividendos ou recompra de ações. Para estimarmos esse montante, começamos pelo Lucro Líquido, o qual representa a métrica contábil do lucro dos acionistas, e em seguida vamos subtraindo as necessidades de reinvestimento que a Companhia possui. Podemos representar esse fluxo através da seguinte representação:

Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas ($FCFE$)

$$\begin{aligned}
 &= \text{Lucro Líquido} \\
 &\quad - (\text{Capital Expenditures} - \text{Depreciação e Amortização}) \\
 &\quad + / - (\text{Variação do Capital de Giro, não caixa}) \\
 &\quad + (\text{Emissão de Dívida} - \text{Pagamento de Principal})
 \end{aligned}$$

O *Capital Expenditures (Capex)* são os investimentos que a Companhia faz na aquisição de ativos imobilizados, intangíveis e até mesmo na renovação destes. Também se leva em consideração aquisições feitas. A depreciação e amortização são somadas, pois, possuem um caráter não caixa. Em seguida, quanto maior a necessidade de capital de giro de uma companhia menor será o fluxo disponível para o acionista, e o contrário é verdadeiro.

Como está-se interessado nos efeitos no fluxo de caixa, será considerada sua variação de um período para outro. Por fim, importante mensurar a variação da dívida no período, pois um pagamento de principal significa saída de caixa, enquanto a captação de recursos junto a credores representa uma entrada de caixa na companhia.

¹⁷ Sigla em inglês para Free Cash Flow to Equity

$$\text{Value of Equity} = \frac{CF1}{(1+Ke)^1} + \frac{CF2}{(1+Ke)^2} + \frac{CF3}{(1+Ke)^3} + \dots + \frac{CFn}{(1+Ke)^n}$$

Where,

CF1 = Estimated Cash Flow for year 1.
 CF2 = Estimated Cash Flow for year 2.
 CFn = Estimated Cash Flow till the number of years you are valuing the company.
 Ke = Cost of Equity using the CAPM Model

Figura 19: Exemplo do racional do Fluxo de Caixa Livre para o Acionista descontado pelo custo do *equity*.

Fonte: Financelearner.com

Para este trabalho, será utilizado um modelo específico de *equity valuation*: *Dividend Discount Model (DDM)*, o qual consiste em afirmar que o valor intrínseco da companhia é a soma do fluxo de dividendos futuros estimados que serão pagos pela empresa, descontado ao custo desse capital, no caso, o custo do *equity* (*Ke*).

Esse método é interessante porque reflete, literalmente, os dois fluxos de caixa que um investidor espera receber ao comprar uma ação, os dividendos e a apreciação do seu capital, ou seja, um preço maior do que foi pago inicialmente. E, portanto, como o preço futuro é definido pelo fluxo de pagamento de dividendos, o valor de uma companhia pode ser definido como o valor presente do fluxo de dividendos futuros ao infinito.

$$\text{Preço por ação} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1+k_e)^t}$$

Onde,

DPS_t = Dividendos por ação no período t

Ke = Custo do *Equity*

Já o Fluxo de Caixa Livre para a Firma ($FCFF^{18}$) é a soma dos fluxos de caixa para os acionistas e para os credores. Para essa abordagem, a taxa de desconto utilizada deve refletir os riscos associados aos agentes em questão. Por isso será usado o *Weighted Average Cost of Capital* ($WACC^{19}$). Sua contabilização pode ser evidenciada segundo a seguinte equação:

Fluxo de Caixa Livre para a Firma ($FCFF$)

= Lucro antes de despesas com Juros e Impostos (EBIT)
 + Depreciação e Amortização
 - *Capex*
 + /- Variação de Capital de Giro

$\text{Value of Firm} = \frac{CF1}{(1+WACC)^1} + \frac{CF2}{(1+WACC)^2} + \frac{CF3}{(1+WACC)^3} + \dots + \frac{CFn}{(1+WACC)^n}$ <p>Where,</p> <p>CF1 = Estimated Cash Flow for year 1. CF2 = Estimated Cash Flow for year 2. CFn = Estimated Cash Flow till the number of years we are valuing the firm. WACC = Weighted Average Cost of Capital.</p>

Figura 20: Exemplo do racional do Fluxo de Caixa Livre para a Firma descontado pelo WACC (Weighted average cost of capital).

Fonte: Financelearner.com

5.2. Taxas de Desconto

5.2.1. Cost of Equity (K_e)

¹⁸ Sigla em inglês para Free Cash Flow to Firm

¹⁹ Sigla em inglês para Weighted Average Cost of Capital (Custo Médio Ponderado de Capital, em português)

O custo do *Equity* é a taxa de desconto utilizada para modelos de avaliação através do fluxo de caixa disponível para os acionistas. Pode ser entendido como a taxa de retorno requerida por investidor, para que este faça um investimento na companhia.

Portanto, para sua estimação será utilizado um modelo de risco e retorno denominado *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*²⁰), o qual é baseado em diversas premissas simplificadoras e mensura o risco em termos não diversificáveis e relaciona o retorno esperado a essa medida de risco.

Segundo *Aswath Damodaran* em seu livro *Investment Valuation*, as premissas são:

- (i) Os investidores possuem expectativas homogêneas em relação ao retorno dos ativos e sua variância;
- (ii) Investidores podem emprestar e pegar emprestado à taxa livre de risco;
- (iii) Há liquidez de compra e venda nos mercados;
- (iv) Não há custos de transação e;
- (v) Não há restrições para se vender a descoberto.

Com essas premissas o risco não diversificável²¹ para qualquer ativo, ou seja, sistemático e impossível de ser inteiramente evitado, pode ser medido pela covariância de seus retornos sobre a variância dos retornos de um portfólio de mercado. De modo que essa é a definição do *Beta* do ativo em questão.

$$\begin{array}{r}
 \underbrace{K_e}_{\downarrow} = \underbrace{R_F}_{\downarrow} + \underbrace{(R_M - R_F)}_{\downarrow} \times \underbrace{\beta}_{\downarrow} \\
 \text{Cost of Equity} = \text{Risk Free Rate} + \left(\text{Market Risk Premium} \right) \times \text{Beta}
 \end{array}$$

²⁰ Capital Asset Pricing Model (CAPM), ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros,

²¹ Aquele que afeta todo o mercado.

Vale mencionar que o R_f é referente à taxa livre de risco e que esta é particular de cada país, onde o ativo em questão está localizado.

Já o R_m é o retorno esperado do portfólio de mercado, enquanto o Prêmio de Risco de Mercado (Market Risk Premium ou Equity Risk Premium) diz o quanto a mais o investidor demanda para investir no portfólio de mercado, em detrimento de alocar recursos no ativo livre de risco.

5.2.2. *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*

O *WACC* reflete a média ponderada dos custos dos diferentes componentes utilizados por uma empresa para se financiar, eles sendo próprios (*Equity*) ou de terceiros (dívida)

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D * (1 - T)$$

Onde:

R_E representa o custo do capital próprio (*Cost of Equity*)

E representa o total do capital próprio empregado na Companhia

D representa o total de dívida utilizada, a valor de mercado.

R_D representa o custo do capital de terceiros (*Cost of Debt*)

T representa a alíquota do imposto de renda e contribuição social.

O Custo da Dívida mede quanto custa para uma empresa pegar recursos emprestados no mercado, para financiar projetos. Pode ser determinada por algumas variáveis e dentre as mais pertinentes podemos citar:

- i) Nível das taxas de juros, uma vez que quando maior forem, mais custoso será carregar essa dívida;
- ii) Risco de crédito da Companhia, o qual pode ser evidenciado pelo *Rating* de crédito da empresa e;
- iii) Incidência de impostos sobre o custo da dívida, o que torna o custo da dívida pré-imposto maior que o pós-imposto.

6. *Valuation da Petz S.A*

A avaliação do valor justo da companhia será evidenciada em mais detalhes neste capítulo, através do desenvolvimento e análise de um modelo financeiro para a empresa em questão.

Este modelo inclui os dados dos demonstrativos financeiros históricos da Petz, disponíveis em seu site de Relação com Investidores e que datam desde 2017 a 2021 (até o 1^a trimestre, no momento que esse trabalho estava sendo feito), dado que a empresa fez sua Oferta Pública Inicial de ações em 2020 e, portanto, possui um histórico de reporte breve. Como observado anteriormente, será utilizado um modelo específico de *Equity Valuation*, o *Dividend Discount Model (DDM)*.

A Petz realizou sua Oferta Pública Inicial (*IPO*, na sigla em inglês) de ações no dia 11 de setembro de 2020, e foi precificada no meio da faixa indicativa de preço em R\$13,75, que ia de R\$12,25 e R\$15,25.

A oferta movimentou R\$3,03 bilhões, sendo aproximadamente R\$336,7 milhões, ou 11% do total, primária, isto é, que efetivamente vai para o caixa da empresa. Enquanto o restante foi uma secundária que permitiu o fundo de *Private Equity* Warburg Pincus reduzir sua participação na companhia para aproximadamente 5%, deixando o controle para se tornar um acionista minoritário.

O fundador e CEO, Sérgio Zimmerman, entre a diluição de sua participação e a venda de algumas ações na secundária, após o IPO, voltou a ser o maior acionista da empresa com aproximadamente 35%, nesta data em setembro de 2020. Interessante notar também, que a companhia estreou na B3 valendo R\$5,1 bilhões.

Vale reforçar que o ano de 2020 foi extremamente atípico em todos os sentidos e aspectos da vida cotidiana devido a pandemia da COVID-19, a qual resultou em impactos que aceleraram tendências que já estavam em curso e, gerando novas que apenas teremos mais clareza no futuro, ao olharmos em retrospectiva.

No entanto, para os mercados de capitais o ano foi marcado, inicialmente, por movimentos contrastantes de pânico e em seguida um certo entusiasmo com as medidas emergenciais providas

pelas instituições governamentais, e pelo avanço da ciência no desenvolvimento de vacinas contra o vírus.

Como sempre, a psicologia foi de fundamental importância para o investidor inteligente separar o barulho do ruído, e conseguir navegar pelas águas turbulentas que foram o ano 2020 com resiliência e visão de longo prazo.

Aqui faz-se relevante observarmos o comportamento do índice Ibovespa ao longo do ano, para termos noção do ambiente e do apetite do investidor. Também, é interessante observarmos a evolução do preço histórico da Petz (PETZ3, na B3), pois nos permite ver, mesmo que em um curto espaço de tempo, sua performance como empresa listada.



Figura 21: Evolução do índice Ibovespa em uma janela longa escolhida pelo autor, de 2/01/2014 até 11/06/2021

Fonte: Economática

Elaboração: O autor

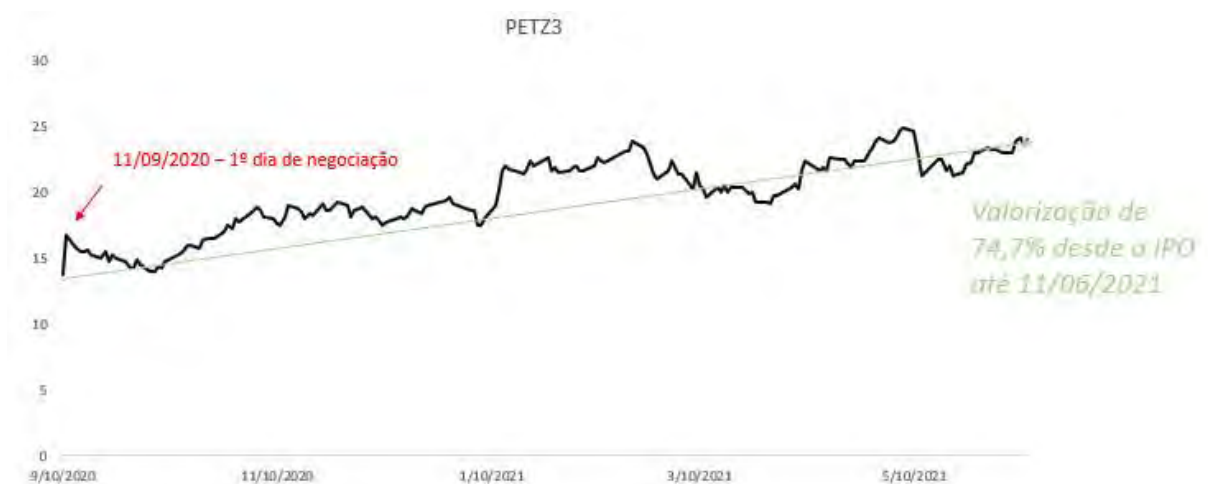


Figura 22: Evolução do preço histórico negociado da Petz (Ticker: PETZ3) na B3, desde o IPO até 11/06/2021

Fonte: Economática

Elaboração: O autor

6.1 Receita

A composição do faturamento da Petz se dá através da revenda de mercadorias e da prestação de serviços. A primeira, historicamente, representou 93% do total, enquanto a segunda é menos relevante, sendo aproximadamente 7% do todo, segundo os números reportados pela companhia nas divulgações de resultado.

A receita advinda da revenda de mercadorias é oriunda tanto no canal físico, através das lojas próprias, quando no meio digital, através das vendas no aplicativo próprio, *website* e *marketplaces* de terceiros. Essas vendas *online* podem ser expedidas e entregues ao consumidor final através da própria loja ou diretamente do centro de distribuição da companhia, localizado em Embú das Artes -SP. Como visto anteriormente, grande parte das vendas no canal digital são entregues a partir das lojas, o que reduz muito os custos de entrega na última milha.

Já a receita da prestação de serviços é oriunda dos centros veterinários, onde são realizados procedimentos rotineiros e emergenciais, exames diagnósticos e laboratoriais avançados, internação e cirurgias simples e complexas. A marca Seres representa essa vertical. Ademais, os serviços de banho e tosa compõe o restante da receita de serviços.

Importante mencionar que a companhia não desfruta de benefícios fiscais estaduais relevantes nas regiões de atuação. Sendo assim, os impostos incidentes sobre a receita bruta são o ICMS, PIS e COFINS, ISS e IPI. Após as deduções da receita bruta, chegamos à receita líquida.

Nesse sentido, o plano de expansão da rede de lojas para novas regiões e do adensamento em regiões que já estão presentes, representa a principal via de geração de valor da companhia. Isso porque, cada loja tem em média uma área de vendas de 1.000 m² e comporta tanto o vasto sortimento de produtos como também possui clínicas veterinárias, estéticas e, em algumas lojas, hospitais.

Portanto, de acordo com o departamento de relações com investidores da companhia, o mercado de *Pet Megastores* no Brasil tem espaço para aproximadamente 800 megalojas, nas localidades mapeadas. A Petz e a Cobasi, sua principal concorrente nesse modelo de lojas, possuem juntas, algo próximo a 240 megalojas atualmente. Logo, é assumido no modelo que a Petz sairá de 138 lojas no 1º trimestre de 2021, para 323 lojas em 2025, abrindo em média 38 lojas por ano. O que está em linha com as afirmações da Diretoria nas últimas apresentações de resultados para acionistas, dada a forte capitalização que a empresa usufrui.

Atualmente a Petz possui 145.922 m² de área de vendas com 138 lojas no 1º trimestre, o que resulta em um tamanho médio de loja de 1.057 m². No entanto, vemos uma desaceleração no acréscimo de área de vendas ano a ano, e isso se dá por causa do tamanho das novas lojas, as quais apresentam uma tendência de serem menores.

Podemos ratificar isso observando que a área de vendas adicionadas dividida pelo número de lojas abertas no período vem reduzindo gradualmente. Portanto, é assumido no modelo que as novas lojas abertas terão uma área média de vendas de 800 m². A projeção do modelo vai até 2028, para capturarmos o efeito de maturação de todas as lojas, mas as aberturas de novas lojas ocorrem até 2025, de modo que o total da área de vendas projetado chega a 293.922 m², com um tamanho de loja médio de 910 m².

Uma importante métrica para a projeção da receita de uma varejista é a “Vendas em Mesmas Lojas” (*Same-Store-Sales*, na sigla em inglês). Esta nos informa a performance de lojas consideradas maduras, geralmente em um período de 12 meses, ou seja, mostra ao analista qual teria sido a receita da companhia caso não tivesse aberto novas lojas dentro desse período. No caso da Petz, essa métrica considera as vendas das lojas físicas com mais de 12 meses de operação,

sejam essas vendas de produtos ou serviços, vendas multicanal das lojas físicas com mais de 12 meses e as vendas do ecommerce (Centro de distribuição direto para o consumidor final).

Nesse sentido, a projeção do SSS de lojas físicas no modelo levou em consideração o crescimento acompanhando a inflação normalizada em 3,50% para os anos projetados, crescimento real de 2,5% refletindo eficiências, tendências positivas par ao setor *Pet* e cenário macroeconômico benigno para o Brasil, segundo dados do relatório Focus do Banco Central mais atualizado.

Somando a esses dois fatores, é considerado o efeito de maturação de uma nova loja nesses 12 meses. É considerado que uma loja nova atinge 80% da receita de uma loja madura no seu primeiro ano de maturação, esse dado foi obtido com o departamento de relações com investidores da companhia.

Para essa conta, é calculado o crescimento da área de vendas entre t-1 e t-2 (pois nos fornece a área de vendas que completou 1 ano em t) e multiplicamos esse número pelo fator de maturação, o qual é considerado que a nova loja, inicialmente, vende 60% de uma madura, mas no seu primeiro ano cresce para 80% de uma madura, de forma que acrescenta 5 pontos percentuais em média por ano até 2026 ao SSS físico. Além disso, devemos considerar a contribuição de lojas abertas no período inferior a 12 meses, que irão contribuir com aproximadamente 60% do SSS por m² de uma loja madura.

Para o SSS Digital, o modelo considera o crescimento do mercado online *Pet* no Brasil, que segundo os dados da Euromonitor “Pesquisa de Pet Care 2022”, presente no formulário de referência da Companhia, terá uma taxa de crescimento anual composta de 58,6% de 2016 até o final de 2021. Chegando a uma penetração de 8,3% no mercado *Pet* total. Para os anos seguintes, foi considerado uma taxa de penetração alvo, onde o canal Digital atinge 16% do total no longo prazo e em linha com o que é observado em mercados mais maduros. Portanto, como a *Petz* é líder no segmento é plausível considerarmos que seu crescimento digital será 5 pontos percentuais acima do crescimento do mercado.

(i) $Vendas\ em\ Mesmas\ Lojas\ em\ R\$ (t) = Receita\ líquida (t-1) * (1 + SSS_t \%)$

- a. $SSS \text{ Lojas físicas (t)} = 3,5\% + 2,5\% + \text{Impacto da maturação de 1 ano} + \text{lojas com menos de 1 ano de operação}$
- b. $SSS \text{ Digital} = \text{Crescimento do mercado Pet online} + 5\%$
- (ii) $\text{Receita Líquida em t (R\$ milhões)} = \text{Vendas em Mesmas Lojas em R\$ milhões (t)} + \text{Contribuição das novas lojas em R\$ milhões (t)}$

Abaixo os números como estão no modelo. Importante mencionar os números com fonte em azul são os *inputs* do modelo, que recebem as premissas, e os em fonte preta são os resultados. Como mencionado anteriormente, os números no modelo incluem o resultado do 1º trimestre de 2021, mas para termos maior clareza e simplicidade na exposição das projeções, serão apresentados os números anuais. A companhia apresenta os números sob a norma contábil antiga, o IAS 17 / CPC 06, mas ao final de cada relatório, apresenta as demonstrações financeiras de acordo com o IFRS 16. Neste trabalho, os números evidenciados estão sob a norma do IFRS 16, aplicadas desde 2019.

Lojas	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Início do período	63	80	105	133	163	203	243	283	323	323	323
Novas lojas	17	25	28	30	40	40	40	40	-	-	-
Final do Período	80	105	133	163	203	243	283	323	323	323	323
Área total de vendas	94.726	119.477	142.074	165.922	197.922	229.922	261.922	293.922	293.922	293.922	293.922
Área média de uma loja	1.184	1.138	1.068	1.018	975	946	926	910	910	910	910
Área média de uma nova loja	1.014	990	807	795	800	800	800	800	-	-	-

Figura 23: Evolução da abertura de lojas

Fonte: Petz SA

Elaboração: O autor

Onde $\text{Área total de vendas em t} = \text{Área total de vendas (t-1)} + (\text{Novas lojas} * \text{Área média de uma nova loja})$.

Receita	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
(A + Ct) Receita líquida	597	768	986	1.437	1.981	2.505	3.185	4.012	5.030	6.091	7.022	7.443
<i>Crescimento ano/ano</i>		29%	28%	46%	37,9%	26,4%	27,2%	26,0%	25,3%	21,1%	15,3%	6,0%
<i>SSS por m²</i>		8,9	9,4	11,3	12,9	13,8	14,9	16,3	18,1	20,7	23,9	25,3
<i>Crescimento ano/ano</i>			5%	21%	14%	7%	8%	10%	11%	15%	15%	6%
(A) Vendas em mesmas Lojas Total (SSS)	466,8	633,2	827,0	1.248	1.800	2.372	3.026	3.845	4.852	5.992	7.022	7.443
<i>Crescimento ano/ano</i>	12,7%	6,0%	7,7%	26,6%	25,3%	19,7%	20,8%	20,7%	20,9%	19,1%	15,3%	6,0%
<i>SSS por m²</i>	6,8	7,4	7,9	9,8	11,7	13,0	14,1	15,6	17,5	20,4	23,9	25,3
(B) Vendas em mesmas Lojas (Físico)	443,5	596,3	737,5	852,6	1.110	1.442	1.770	2.149	2.563	3.016	3.302	3.500
<i>SSS por m²</i>	6,49	6,93	7,03	6,72	7,21	7,93	8,28	8,74	9,22	10,26	11,23	11,91
<i>Crescimento SSS Lojas físicas</i>		4%	1%	-5%	7%	12%	12%	11%	11%	10%	6%	6%
(C) Contribuição das novas lojas	130,6	134,7	159,0	188,6	181,7	132,8	158,9	167,8	177,1	98,5	-	-
<i>Vendas por m²</i>	7,6	8,5	8,5	8,6	6,7	4,8	5,0	5,2	5,5	6,2	-	-
<i>% SSS por m² total</i>	103%	107%	88%	57%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	-	-
(D) Vendas em mesmas lojas (Digital)	23,2	36,9	89,5	395,7	689,3	930,5	1.256,2	1.695,8	2.289,4	2.976,2	3.720,2	3.943,4
<i>Penetração do Digital (%)</i>	3,2%	4,0%	7,7%	23,2%	29,4%	31,4%	33,3%	35,7%	38,5%	41,3%	44,8%	44,8%
<i>Crescimento ano/ano</i>		58,8%	142,5%	342%	74%	35%	35%	35%	35%	30%	25%	6%

Figura 24: Projeção da Receita líquida Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.

Fonte: Petz SA

Elaboração: O autor

Nota-se que, historicamente, as deduções da receita bruta ficaram em 16% da mesma. Portanto, para efeitos de projeção, é assumido que essa relação se manterá e, portanto, a receita bruta e a fatia de mercado da companhia são evidenciadas abaixo.

Receita	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Receita Bruta	913	1.164	1.706	2.345	2.965	3.770	4.749	5.953	7.209	8.311	8.809
Deduções e cancelamentos	(146)	(178)	(269)	(364)	(460)	(585)	(736)	(923)	(1.118)	(1.289)	(1.366)
<i>% da Receita bruta</i>	-16%	-15%	-16%	-16%	-16%	-16%	-16%	-16%	-16%	-16%	-16%
Receita Líquida	768	986	1.437	1.981	2.505	3.185	4.012	5.030	6.091	7.022	7.443

Figura 25: Projeção da Receita Bruta. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais indicados.

Fonte: Petz SA

Elaboração: O autor

Fatia de mercado	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
(Fonte: Euromonitor data)											
Tamanho do mercado Pet	20.900	23.000	27.800	31.700	37.200	43.200	50.000	57.800	66.600	70.596	74.832
<i>Crescimento ano/ano</i>	12,37%	10,05%	20,87%	14,03%	17,35%	16,13%	15,74%	15,60%	15,22%	6%	6%
Fatia de mercado da Petz no total	4,4%	5,1%	6,1%	7,4%	8,0%	8,7%	9,5%	10,3%	10,8%	11,8%	11,8%
Tamanho do mercado Pet Online	397	667	1.890	2.631	3.420	4.447	5.781	7.515	9.393	11.272	11.948
<i>Crescimento ano/ano</i>	19%	68%	183%	39%	30%	30%	30%	30,0%	25,0%	20,0%	6,0%
Penetração Ecommerce no Varejo Pet	1,9%	2,9%	6,8%	8,3%	9,2%	10,3%	11,6%	13,0%	14,1%	16,0%	16,0%
Fatia de mercado da Petz no Ecommerce Pet	9,3%	13,4%	20,9%	26,2%	27,2%	28,3%	29,3%	30,5%	31,7%	33,0%	33,0%

Figura 26: Evolução do *Market share* da Petz. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.

Fonte: Petz SA

Elaboração: O autor

Dessa forma, o resultado dessa estratégia de abertura de 38 lojas por ano em média combinado com a tendência positiva para o setor *Petz* e com o crescimento real na produtividade das lojas da Petz, dado sua liderança atual no setor, faz acreditar ser possível que a companhia atinja uma *market share* em 2028 de aproximadamente 12%, saindo dos 6% atuais em 2020. Nota-se que a fatia de mercado no online é ainda mais relevante, e isso se dá pela superioridade tecnológica e física que a Petz dispõe nesse segmento, quando comparada com a maioria dos seus concorrentes, que são, basicamente, lojas familiares e de bairro com pouco infraestrutura tecnológica.

6.2 Custo das Mercadorias Vendidas e Serviços prestados

A Companhia não reporta os custos de forma segregada, o que não possibilita uma análise mais detalhada de como cada componente impacta o total, nem qual possui mais peso e correlação com o crescimento da receita.

Nesta linha, a Petz reporta que os principais fatores são os custos de transporte logístico dos fornecedores até o centro de distribuição em Embú das Artes – SP, os custos de frete dos fornecedores diretamente para as lojas físicas, custos com pessoal próprio, prestadores especializados e os custos com insumos para a prestação dos serviços hospitalares e de higiene e limpeza.

A diluição dos custos em relação a receita em 2019 foi significativa quando comparada a 2018, e isso se deu por causa do aumento do poder de barganha junto aos fornecedores devido a maior escala que a companhia alcançou, o que resultou em um menor custo de aquisição de mercadoria. Houve uma melhora no mix de vendas de fornecedores e produtos ao longo do ano, que é um processo contínuo e cada vez mais acertado pela companhia em busca de eficiência.

Também, conseguiram reduzir as perdas de estoque e descontinuaram a comercialização de filhotes em loja. Nesse sentido, o modelo projeta em 2021 um aumento da relação de custos muito em função da estratégia de espalhamento de lojas pelo Brasil, cada vez mais distantes do centro de distribuição em Embu das Artes -SP, e também distante da indústria (localizada no Sul e Sudeste), o que conseqüentemente, aumenta os custos de transporte.

Também, segundo o *release* de resultados do 1º trimestre de 2021, a Companhia mencionou que estão vivenciando um período muito inflacionário no segmento *Pet*, onde o repasse de preços da indústria é mais rápido e frequente do que conseguem repassar para o consumidor final, então, o modelo incorpora esses impactos no curto médio prazo.

No longo prazo, o modelo considera que a Petz sairá fortalecida com um portfólio de serviços e produtos mais completo e extenso, o que lhe garantirá ainda mais poder de negociação e, com a rede de lojas já estabelecida e aprimorada para a operação, esses custos tendem a serem diluídos, ficando em 50,7% da receita em 2028.

Custo das Mercadorias Vendidas e Serviços Prestados	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Receita Líquida	768	986	1.437	1.981	2.505	3.185	4.012	5.030	6.091	7.022	7.443
Custos das Mercadorias e Serviços Prestados	(416)	(510)	(743)	(1.055)	(1.308)	(1.648)	(2.056)	(2.551)	(3.090)	(3.562)	(3.776)
% da Receita Líquida	-54%	-52%	-52%	-53,2%	-52,2%	-51,7%	-51,2%	-50,7%	-50,7%	-50,7%	-50,7%

Figura 27: Evolução dos custos da Petz. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.

Fonte: Petz SA

Elaboração: O autor

Em seguida, chegamos no Lucro bruto pela subtração da receita líquida pelos custos projetados.

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Lucro bruto	352	476	694	927	1.197	1.538	1.957	2.478	3.001	3.460	3.667
Margem bruta (% da receita líquida)	45,8%	48,3%	48,3%	46,8%	47,8%	48,3%	48,8%	49,3%	49,3%	49,3%	49,3%

Figura 28: Dinâmica de lucro bruto e margem bruta da Companhia Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.

Fonte: Petz SA

Elaboração: O autor

6.3 Despesas operacionais

As despesas com vendas, gerais e administrativas e outras despesas são os componentes das despesas operacionais, e estas, são diretamente ligadas a execução da operação diária da companhia, desde seu escritório principal até as lojas. Vale destacar aqui, novamente, que a companhia não discrimina os números das linhas que compõe os custos e as despesas em seus relatórios de resultado, apenas nos informa sua origem sem atribuir sua parcela de contribuição.

6.3.1 Despesa com vendas

As despesas classificadas como de vendas são oriundas das loja e da operação digital da Companhia. Segundo o formulário de referência da companhia mais recente, as despesas que compõe essa linha são: (i) Pessoal, incluindo salários, comissões, encargos sociais e benefícios, (ii) Ocupação, como aluguéis, condomínio e IPTU, (iii) Marketing, (iv) Frete, (v) Consumo, principalmente energia, água e materiais de loja, (vi) meios de pagamento e (vii) Depreciação e Amortização.

6.3.1 Despesa gerais e administrativas

Tais despesas decorrem do gerenciamento e suporte das atividades operacionais. Estão relacionadas às atividades desempenhadas no centro de distribuição de Embú das Artes – SP e no

escritório central em São Paulo. Podemos destacar as despesas com pessoal, tecnologia, ocupação e consumo, armazenagem e depreciação e amortização, como os componentes principais.

6.3.1 Outras despesas

Já as despesas classificadas como “outras” são referentes as despesas pré operacionais, que são gastos antes da abertura de uma nova unidade, podem ser treinamentos, viagens ou algo relacionado. Aqui entram provisões cíveis e trabalhistas e demais receitas e despesas não recorrentes.

Despesas operacionais	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Despesas com Vendas	(187)	(237)	(356)	(522)	(634)	(791)	(976)	(1.223)	(1.482)	(1.708)	(1.810)
% da Receita líquida	-24,4%	-24,0%	-24,8%	-26,3%	-25,3%	-24,8%	-24,3%	-24,3%	-24,3%	-24,3%	-24,3%
Despesas Gerais e Administrativas	(78)	(95)	(134)	(190)	(221)	(258)	(299)	(346)	(393)	(435)	(461)
% da Receita líquida	-10,2%	-9,6%	-9,3%	-9,6%	-8,8%	-8,1%	-7,5%	-6,9%	-6,4%	-6,2%	-6,2%
Outras despesas	(3)	(14)	(9)	(11)	(14)	(18)	(22)	(28)	(34)	(39)	(42)
% da Receita líquida	-0,4%	-1,4%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Depreciação e Amortização	(30)	(44)	(71)	(86)	(128)	(171)	(217)	(262)	(288)	(301)	(317)
% da Receita líquida	-3,9%	-4,5%	-4,9%	-4,3%	-5,1%	-5,4%	-5,4%	-5,2%	-4,7%	-4,3%	-4,3%

Figura 29: Evolução das despesas operacionais. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.

Fonte: Petz SA

Elaboração: O autor

A projeção da despesa com vendas leva em consideração a relação histórica dessa linha de despesa com a receita líquida, dado que é bastante correlacionada com o crescimento dela com a abertura de novas lojas.

Além disso, a característica mais negativa inicialmente pode ser explicada pelos maiores investimentos em marketing e despesas relacionadas para aquisição de novos clientes, como uma postura mais agressiva no programa de assinatura e fidelidade.

Nesse sentido, o crescimento da operação digital também é impactante nessa linha, devido aos gastos na última milha, logo, a tendência é que a companhia consiga absorver esses impactos

no médio, longo prazo devido a sua escala e ganhos de eficiência operacional. Tal efeito dilutivo das despesas é ratificado pela gradual maturação do parque de lojas.

Já as despesas gerais e administrativas são de característica mais fixa, teoricamente. Portanto, o modelo assume que seu crescimento será uma função que crescerá parcialmente com o crescimento da receita, pensando que haverá necessidade de contratar mais pessoas para o escritório central e no centro de distribuição, por exemplo.

Também, crescerá parcialmente com a inflação mais um fator de 2,5% para refletir o forte crescimento de faturamento e expansão das operações. Enquanto as “outras despesas”, o modelo assume a mesma relação com a receita líquida dos últimos 12 meses, refletindo em grande parte, as despesas pré operacionais para abertura de lojas. No caso da depreciação, sua projeção será explorada ao analisarmos o *CAPEX*.

Resultado operacional	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	53	86	124	95	199	300	443	619	804	977	1.038
% da Receita líquida	6,9%	8,7%	8,6%	4,8%	8,0%	9,4%	11,0%	12,3%	13,2%	13,9%	13,9%
EBITDA	83	130	195	181	327	471	659	881	1.093	1.278	1.355
% da Receita líquida	10,8%	13,2%	13,6%	9,1%	13,1%	14,8%	16,4%	17,5%	17,9%	18,2%	18,2%

Figura 30: Evolução do resultado operacional. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.

Fonte: Petz SA

Elaboração: O autor

Como consequência das premissas de despesas adotadas, o resultado operacional da Petz, denominado de EBIT, que são os lucros antes de juros e impostos, apresentam uma trajetória ascendente no longo prazo, chegando a representar aproximadamente 14% da receita em 2028.

Já o EBITDA (LAJIDA, em português) representa o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, sendo os últimos dois componentes não-caixa, isto é, não há desembolso da companhia para essa variável. Ainda mais para empresas de capital intensivo é interessante observar a performance operacional, sem que a penalize por isso nesse indicador.

No caso da Petz, seu plano agressivo de abertura de loja a faz imobilizar bastante capital também, que consequentemente, deprecia ao longo do tempo.

6.4 CAPEX

O *capex* (Capital Expenditure, em inglês) corresponde às despesas ou investimentos em bens de capital.

Os investimentos da companhia são divididos em três principais linhas: (i) Novas lojas e Hospitais, (ii) Tecnologia e Digital e (iii) Reformas, manutenção e outros.

Importante lembrar que a companhia possui dois formatos de lojas, a Megaloja (aproximadamente 1.000 m²) e a Expressa (aproximadamente 500 m²), as quais, segundo seu departamento de relações com investidores, possuem *capex* de abertura distintos.

A primeira custa em média R\$ 4,5 milhões para construir, sem considerar capital de giro, e a segunda custa em média R\$ 1,6 milhões. No modelo assumimos que 85% da expansão será no formato megaloja, assim como já indicado pela companhia em seus resultados recentes, que esse será o foco das aberturas. Além disso, acrescentamos a inflação a esse número para os anos projetados.

Para tecnologia e digital, a companhia tem realizado investimentos relevantes ao longo de sua trajetória, e segundo a própria empresa, esses investimentos devem se estabilizar nos patamares atuais, em relação a receita líquida. Portanto, o modelo assume que o *capex* dessa vertical ficará em 4% da receita líquida no longo prazo.

Já para reformas, manutenções e outros, o modelo assume que uma loja precisará ser inteiramente renovada dentro de um horizonte de 15 anos, o que pode ser considerado, construir uma nova loja após esse período. Logo o modelo divide o *capex* de abertura de lojas e hospitais por 15, e o multiplica pela área de vendas média.

Assim, a relação do *Capex* total com a receita líquida tem seu pico em 2022, chegando a aproximadamente 15%, devido ao ritmo agressivo de abertura e investimentos em tecnologia, mas no longo prazo tende a se estabilizar em 5,5% da receita, refletindo o fim do ciclo de abertura de lojas e maior maturidade da empresa.

Capex	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Novas lojas e hospitais		82	120	124	138	192	198	205	213	-	-	-
Capex por m ² adicional		4,76	4,85	5,48	5,79	6,0	6,2	6,4	6,6	-	-	-
m ² adicionado no período		17	25	23	24	32	32	32	32	-	-	-
Capex por loja adicionada		4,82	4,80	4,42	4,60	4,79	4,96	5,14	5,32	-	-	-
Número de lojas adicionadas		17	25	28	30	40	40	40	40	-	-	-
Tecnologia e Digital		10	16	31	56	125	159	201	201	244	281	298
% Receita Líquida		1,30%	1,63%	2,1%	3%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
Reformas, manutenção e outros		5	28	19	46	57	69	82	96	105	109	113
por m ² medio da área de vendas		0,06	0,26	0,15	0,30	0,31	0,32	0,33	0,35	0,36	0,37	0,38
% Receita Líquida		0,7%	2,8%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Capex total		97	164	174	240	374	427	488	510	349	390	410
Capex como % da receita líquida		12,6%	16,6%	12,1%	12,1%	14,9%	13,4%	12,2%	10,1%	5,7%	5,5%	5,5%
Capex de abertura de loja por m ²		4,76	4,85	5,48	5,79	5,99	6,20	6,42	6,64	-	-	-

Figura 31: Evolução do Capex. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.

Fonte: Petz SA

Elaboração: O autor

6.4.1 Imobilizado

Importante acompanharmos a evolução do ativo imobilizado pois, esta, nos informa a trajetória de investimentos da companhia que serve para calcular uma métricas de retorno sobre o capital empregado, por exemplo.

Porém, nesse aspecto o modelo nos informa a taxa de depreciação média histórica da companhia, e que servirá de base para projetarmos a mesma para os próximos anos. No caso, os números do 1º trimestre de 2021 estão incluídos, o que retornou no modelo uma taxa de depreciação e amortização anual de 15,9%, tomando como base a taxa de 4% no 1º trimestre. Para uma maior sensibilidade, a taxa de depreciação e amortização histórica é calculada com base na média do imobilizado inicial do período com o final.

Imobilizado	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Imobilizado inicial		155	231	350	463	617	863	1.118	1.390	1.638	1.699	1.787
(+) Capex		97	164	174	240	374	427	488	510	349	390	410
(-) Depreciação e Amortização		30	44	71	86	128	171	217	262	288	301	317
(+ / -) Ajustes		9	(0)	10	(0)	-	-	-	-	-	-	-
Imobilizado final	155	231	350	463	617	863	1.118	1.390	1.638	1.699	1.787	1.881
% Depreciação e Amortização		15,4%	15,2%	17,5%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%

Figura 32: Evolução da Depreciação e Amortização. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.

Fonte: Petz SA

Elaboração: O autor

6.5 Capital de giro

O capital de giro fornece uma tradução da operação do negócio basicamente, ao evidenciar alguns componentes principais das contas do ativo circulante e passivo circulante, do balanço patrimonial. Nesse sentido, é importante analisar seus valores para entender a capacidade de continuidade e saudabilidade do negócio.

No caso da Petz, os componentes do lado do ativo circulante são: (i) Contas a receber de clientes, (ii) Estoque de mercadorias e (iii) Outros, que incluem os demais componentes do ativo circulante, exceto caixa. Enquanto no passivo circulante estão inclusos: (i) Fornecedores de mercadorias e de serviços, (ii) Obrigações trabalhistas e previdenciárias, (iii) Obrigações tributárias, (iv) Outras obrigações e (v) Programa de fidelização.

Importante explicar que algumas linhas se relacionam com a receita bruta e outras dialogam com o custo das mercadorias vendidas e serviços prestados. Tomando como exemplo os recebíveis, a companhia recebe o pagamento das compras efetuadas à vista ou a prazo, que se torna um ativo a receber e que será convertido em caixa. Por outro lado, Estoques e Fornecedores se relacionam com o Custo de mercadorias vendidas e serviços prestados devido a natureza do negócio, e podemos nos basear na fórmula tradicional de estoques, onde “Estoque inicial + Compras de Mercadorias = Custo da Mercadoria Vendida + Estoque Final”.

Nesse sentido, a projeção dessas linhas do capital de giro é feita observando os dias necessários para a atividade ser completada, seja ela de recebimento ou pagamento, e que são calculados com base em 360 dias, a fim de simplicidade e padronização.

Para as contas do ativos circulante, o modelo propõe um aumento do prazo médio de recebimento do “contas a receber” de 34 dias para 36 dias, muito devido ao aumento do faturamento com a expansão de lojas e com o protagonismo das vendas digitais que são realizadas via cartão de crédito. Esse número está em linha com o resultado visto no 1º trimestre de 2021. Enquanto os Estoques estão refletindo um período mais longo de giro, devido a estratégia de expansão da companhia, entendendo que será necessário adicionar sortimento mais abrangente e, portanto, que gira menos. Enquanto o “Outros” é projetado com base no número de dias históricos.

Já no lado do passivo circulante, o componente principal a ser observado são os fornecedores, no qual a Petz sai de um prazo médio de pagamento de 95 dias em 2020 para 99 dias nos anos subsequentes. Isso se dá principalmente pelo aumento do poder de barganha junto aos fornecedores devido a sua escala superior com a indústria. As outras linhas estão refletindo o resultado obtido no 1 trimestre de 2021.

A projeção do capital de giro se faz importante para o cálculo da variação do mesmo, que servirá para analisarmos o fluxo de caixa descontado. Importante notar que um capital de giro positivo e crescente, implica em “não-entrada” de caixa da companhia, uma vez que quanto maior o contas a receber, menos dinheiro está efetivamente na companhia.

Entretanto, maiores prazos com fornecedores, por exemplo, ratificam uma “permanência” de caixa na companhia até o prazo de pagamento, o que é interessante para um varejista, pois com isso, consegue financiar seus estoques.

Capital de giro	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Contas a receber	67	76	96	161	232	293	372	469	588	712	821	870
% da receita bruta	9%	8%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Número de dias	34	30	30	34	36	36	36	36	36	36	36	36
Estoques	83	97	133	186	281	349	440	548	681	824	950	1.007
% Custo das mercadorias vendidas e serviços prestados	25%	23%	26%	25%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Número de dias	90	84	94	90	96	96	96	96	96	96	96	96
Outros	13	17	43	52	72	91	116	146	182	221	255	270
% da receita bruta	2%	2%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Número de dias	7	7	13	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Fornecedores	80	99	131	196	290	360	454	566	703	851	981	1.040
% Custo das mercadorias vendidas e serviços prestados	24%	24%	26%	26%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Número de dias	84	83	90	95	99	99	99	99	99	99	99	99
Obrigações Trabalhistas e Previdenciárias	22	27	36	54	80	102	129	163	204	247	285	302
% da receita bruta	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Número de dias	11	11	11	11	12	12	12	12	12	12	12	12
Obrigações Tributárias	16	12	25	37	30	38	49	61	77	93	107	114
% da receita bruta	2%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Número de dias	8	5	8	8	5	5	5	5	5	5	5	5
Outras contas a pagar	8	8	10	6	5	7	9	11	13	16	19	20
% Custo das mercadorias vendidas e serviços prestados	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Número de dias	8	7	7	3	2	2	2	2	2	2	2	2
Programa de Fidelização	2	2	2	3	14	17	22	28	35	42	48	51
% da receita bruta	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Número de dias	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2
Capital de giro	35	43	67	104	165	208	265	334	420	508	586	621
% da receita bruta	5%	5%	6%	6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Número de dias	18	17	21	22	25	25	25	25	25	25	25	25
Variação do Capital de giro			(8)	(24)	(37)	(61)	(44)	(57)	(69)	(85)	(89)	(78)
Ciclo de conversão de caixa	39	31	34	29	32	32	32	32	32	32	32	32

Figura 33: Evolução do Capital de Giro. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.

Fonte: Petz SA

Elaboração: O autor

6.6 Lucro líquido e Dividendos

Para chegar ao Lucro líquido, é preciso adicionar o resultado financeiro ao resultado operacional (EBIT), em seguida, deduzir o IRPJ e CSLL.

Nesse ponto, vale mencionar que as receitas financeiras projetadas foram baseadas na análise histórica do caixa da empresa, incorporando a oferta primária feita em 2020 e o aumento de capital recente, e com isso o modelo propôs remunerar esse caixa a 90% do CDI, o qual é perpetuado em 6%. Já as despesas financeiras refletem os juros sobre as dívidas da companhia, de modo que o modelo propôs pagamento de juros correspondente a 120% do CDI.

Em relação ao imposto, o modelo assume a alíquota do regime do lucro real, e em linha com o histórico visto pela companhia em 34%, com a premissa de pagamento de juros sobre capital próprio, de modo que reduz marginalmente o imposto para 33,3% no longo prazo.

Lucro líquido e Dividendos	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Lucro Líquido	31	24	58	47	122	177	256	357	463	566	600
Distribuição de proventos	-	32	22	38	116	168	244	339	440	538	471
Dividendos		29	6	4	107	159	235	330	431	528	461
Juros sobre Capital Próprio		3	16	33	8	9	9	9	9	10	10
Payout (% Lucro líquido)		135%	38%	79%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	79%
Payout (% Fluxo de caixa livre)		-23%	-24%	-22%	-69%	-124%	-289%	1435%	140%	134%	100%

Figura 34: Evolução do lucro líquido e do pagamento de proventos. Números expressos em Milhões de Reais e percentuais, quando indicados.

Fonte: Petz SA

Elaboração: O autor

O modelo supõe um *payout*, ou seja, quanto do lucro líquido é pago em forma de dividendos e/ou juros sobre capital próprio, de 95% para a maioria dos anos e em 2028 paga um montante igual a quanto lhe “sobra” após os investimentos (*Capex* e capital de giro), ratificado pela métrica *Payout* (% fluxo de caixa).

Nos anos até 2028, a companhia está em fase de crescimento acelerado e investindo bastante em *capex* e capital de giro, por exemplo, e, por isso, o pagamento dos proventos representa um valor maior do que a geração de caixa livre. Para isso o modelo assume que a companhia irá se endividar no montante necessário para pagar os proventos projetados.

Em 2019 a companhia possuía uma relação dívida líquida/Ebitda (métrica utilizada para checar alavancagem financeira das empresas) de 1,8x, em 2020 após a capitalização chegou a 0x e no longo prazo o modelo está projetando que ficará em 1,2x, alinhado com os ditos da companhia de manter em um patamar abaixo de 2,5x, segundo o formulário de referência postado no site de relações com investidores.

6.7 Taxa de desconto (“*Ke*”)

Como explicado anteriormente, o custo do *equity* é a taxa de desconto mínima requerida pelos investidores para realizar um investimento em uma empresa, avaliando apenas a parte do

equity, ou seja, não valorando sua dívida. Para chegar a essa taxa desconto, é necessário utilizar a taxa de juros livre de risco da economia e um *Equity Risk Premium (ERP)*. Essa fórmula, traduz o retorno esperado pelo investidor, de modo que o compensa pelo risco de mercado incorrido.

A taxa livre de risco utilizada é a taxa da NTN-B 2030 acrescida da inflação. Portanto 4,17% + 3,5%, segundo o modelo. O gráfico abaixo corrobora a performance do ativo livre de risco até 21/06/2021

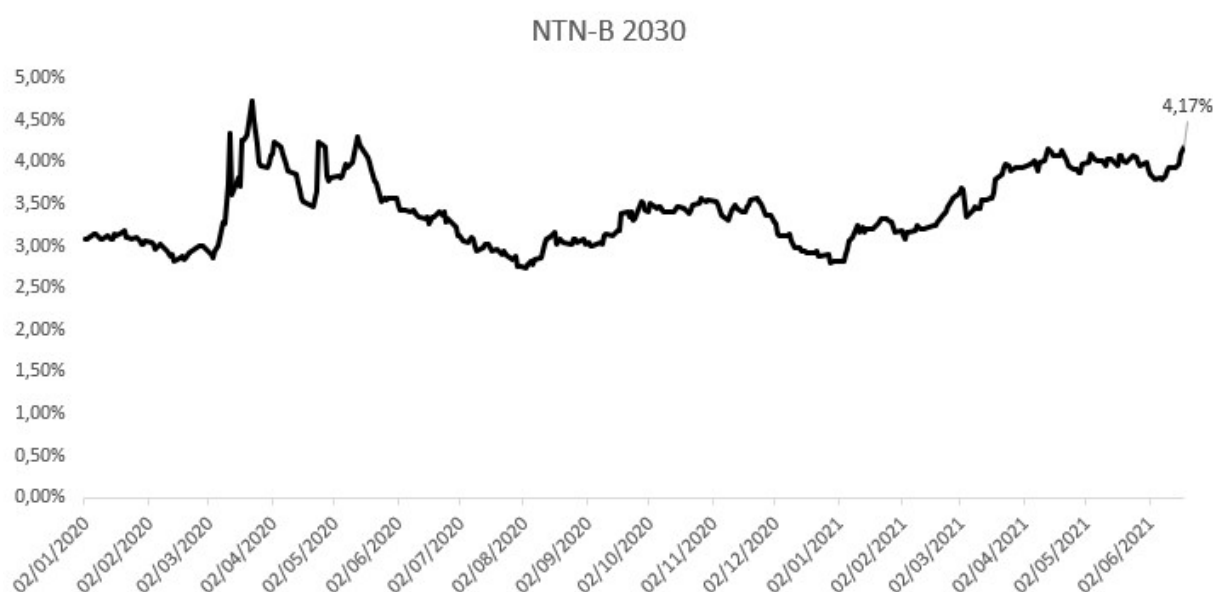


Figura 35: Evolução da taxa da Nota do Tesouro Nacional série B com vencimento em 2030.

Fonte: Economática

Elaboração: O autor

Para o *Equity Risk Premium (ERP)* o modelo assumiu um prêmio exigido para realizar o investimento de 5%, ou seja, o prêmio requerido para investir na carteira de mercado e não no ativo livre de risco. Tal valor é condizente com o cenário mais volátil que o Brasil historicamente demonstrou. Dessa forma, o custo do equity (“*Ke*”) nominal utilizado para descontar o fluxo de dividendos esperados a serem pagos pela companhia foi de 12,67%.

6.8 Dividend Discount Model

Como explicado anteriormente, o modelo de desconto de dividendos avalia o *equity* da empresa através da soma do valor presente do fluxo de dividendos futuros que se espera receber, como investidor. Isso porque, no sentido mais estrito, o único fluxo de caixa que um investidor receberá de uma empresa negociada em bolsa de valores é o fluxo de dividendos pagos por ela.

Nesse sentido, é preciso reforçar a importância da perpetuidade no modelo. Para tanto, em todos os últimos anos de projeção de variáveis relevantes (leia-se 2028), o modelo propôs um crescimento perpétuo de 2,5% acima da inflação de 3,5%. Portanto, a taxa de crescimento na perpetuidade assumida é de 6%.

DDM	2021e	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Dividendos	38	116	168	244	339	440	538	471
Payout (% Lucro líquido)	79%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	79%
Payout (% FCF)	-22%	-69%	-124%	-289%	1435%	140%	134%	100%
Valor presente do fluxo de Dividendos em R\$	35,3	96,8	124,6	160,4	198,3	228,4	247,7	192,6

Figura 36: Projeção do fluxo de dividendos futuros descontados. Valores em R\$ milhões ou percentuais, quando mostrados.

Fonte: Economática

Elaboração: O autor

O fluxo projetado acima reflete a fase onde o crescimento é explícito, e a seguir o é evidenciado o valor da perpetuidade, segundo o modelo de crescimento de Gordon. Sua fórmula é: Dividendo esperado no ano t+1 dividido pela taxa de desconto (“ K_e ”) subtraída da taxa de crescimento na perpetuidade.

$$P = \frac{D_1}{r - g}$$

Onde,

P = Valor na perpetuidade

D_1 = Valor presente do dividendo esperado no período $t+1$.

R = Custo do *Equity*

G = Crescimento do pagamento do dividendo na perpetuidade.

Perpetuidade	
Dividendo em $t+1$	204,12
Custo do <i>Equity</i>	12,67%
G na perpetuidade	6,00%
Valor na perpetuidade	3.060

Figura 37: Valor na perpetuidade da PETZ3.

Fonte: Petz SA

Elaboração: O autor

Fluxos de caixa descontados - Valuation	
Taxa de desconto (K_e)	12,67%
Perpetuidade	6,00%
Fluxo de dividendos descontados (R\$ milhões)	1.284
Perpetuidade (R\$ milhões)	3.060
Valor do <i>Equity</i> (R\$ milhões)	4.344
<i>Número de ações em circulação (em milhões)</i>	394
Preço justo por ação (R\$)	11,03
<i>Preço de fechamento da ação (R\$)</i>	24,44
Market Capitalization atual (R\$ milhões)	9.629
Upside / Downside	-55%

Figura 38: Valor justo da ação PETZ3.

Fonte: Petz SA

Elaboração: O autor

Conforme exposto acima, o valor justo por ação da Petz encontrado pelo modelo é de R\$11,03. De forma que representa um *downside* de 55% em relação ao preço de fechamento do dia 18/06/2021.

7. Conclusão

O presente trabalho visou realizar uma análise detalhada dos fundamentos econômicos, das características financeiras e do modelo de negócios em si da Petz SA.

A premissa básica do trabalho é que a o valor justo do ativo é mensurável a partir da consideração das perspectivas de crescimento da companhia, seus fatores de risco, capacidade de gerar caixa para os acionistas e distribuir dividendos.

Nesse sentido, a atribuição de valor a um ativo é pautada em uma série de premissas que representam o julgamento subjetivo do analista, de certa forma. Além de bom senso é preciso ser coerente nas projeções, uma vez que, o valor de um negócio é muito sensível a mudanças nessas premissas.

Importante notar que para empresas com uma história de crescimento agressivo projetado, a maior parte do valor se encontra no longo prazo, ou perpetuidade, e, portanto, é preciso discernimento do analista sobre a trajetória de suas variáveis financeiras e qualitativas

Apesar do modelo ter proposto um valor justo por ação de R\$11,03, representando um *downside* de 55% em relação ao preço de fechamento do dia 18/06/2021, a Petz possui um modelo de negócios sólido em um mercado em alto crescimento, com uma fatia de mercado ainda muito baixa, ou seja, apresenta grande capacidade de consolidação.

No entanto, o *valuation* precisa estar atrativo e oferecer uma boa margem de segurança para que represente uma oportunidade de compra. No caso, o modelo enxerga a Petz negociando a um múltiplo de Preço/Lucro de 79x para 2022 e 55x para 2023.

Vale destacar que o trabalho de analisar empresas é constante e diário, de modo que exige o acompanhamento de iniciativas e incorporação de novidades aos modelos. Portanto, qualquer mudança estrutural no cenário que venha a alterar a percepção de risco em relação a Companhia, no caso Petz SA, poderá vir a modificar o valor justo por ação evidenciado pelo modelo em questão.

8. Referências bibliográficas

McKinsey & Company and Tim Koller Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies

McKinsey & Company, Tim Koller, Richard Dobbs and Bill Huyett – Value: The Four Cornerstones of Corporate Finance

DAMODARAN, A., Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2012.

RI da Petz Website: <https://ri.petz.com.br/>

CFA Institute – Financial and Reporting Analysis. Level 1, Volume 3.

Clyde P. Stickney, Roman L. Weil/ Contabilidade Financeira: uma introdução aos conceitos, métodos e usos

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/dcfrates.pdf>