

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA FINAL DE CURSO



Análise Fundamentalista das Lojas Quero-Quero

Robert Grimberg

Nº de Matrícula: 1712987

Orientador: Rafael Guthmann

Julho de 2021

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA FINAL DE CURSO



Análise Fundamentalista das Lojas Quero-Quero

Robert Grimberg

Nº de Matrícula: 1712987

Orientador: Rafael Guthmann

Julho de 2021

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer a minha família, que me deu todo apoio moral necessária para a conclusão desse trabalho. Sem a presença deles na minha vida, nada disso seria possível.

Em segundo lugar, gostaria de agradecer o meu orientador e professores do curso, que me ajudaram e me trouxeram muito conhecimento durante esse período de faculdade.

Por fim, um agradecimento aos meus colegas de turma e amizades construídas na faculdade que tenho certeza que levarei para vida.

SUMNÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	9
2. CENÁRIO ECONÔMICO.....	11
2.1 PIB.....	11
2.2 JUROS.....	13
3. ANÁLISE SETORIAL.....	14
3.1 MATERIAL DE CONSTRUÇÃO.....	14
3.1.1 ESTRUTURA DE MERCADO.....	14
3.1.2 NÚMEROS E PERSPECTIVAS PARA O SETOR.....	16
3.1.3 PREÇO DOS PRODUTOS.....	18
3.2 MERCADO DE CRÉDITO.....	20
4. A EMPRESA: LOJAS QUERO QUERO.....	22
4.1 HISTÓRICO.....	22
4.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	23
4.2.1 CORPORATION.....	24
4.2.2 DIRETORIA.....	26
4.2.3 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	26
4.2.4 REMUNERAÇÃO.....	27
4.3 MODELO DE NEGÓCIOS.....	31
4.4 VANTAGENS COMPARATIVAS E BARREIRAS DE ENTRADA.....	32
5. METODOLOGIA.....	36
5.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	40
5.2 FLUXO DE CAIXA PARA O ACIONISTA.....	40

5.3 FLUXO DE CAIXA PARA A FIRMA.....	41
6. ANÁLISE FINANCEIRA.....	43
6.1 DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS.....	43
6.2 ANÁLISE DOS INDICADORES FINANCEIROS.....	46
7. VALUATION.....	49
7.1 PROJEÇÃO RECEITA.....	49
7.2 PROJEÇÃO CUSTOS E DESPESAS OPERACIONAIS.....	50
7.3 PROJEÇÃO DESPESA FINANCEIRA.....	51
7.4 PROJEÇÃO RESULTADO.....	53
7.5 PROJEÇÃO CAPITAL DE GIRO.....	53
7.6 PROJEÇÃO CAPEX.....	54
7.7 VALUATION – FCFE.....	56
8. CONCLUSÃO.....	58
9. BIBLIOGRAFIA.....	59

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1: TAXA DE CRESCIMENTO ANUAL DO PIB BRASIL

FIGURA 2: CRESCIMENTO ANUAL PIB BRASIL X PIB CONSTRUÇÃO CIVIL

FIGURA 3: ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL

FIGURA 4: MARKET SHARE VAREJISTAS MATERIAL DE CONSTRUÇÃO

FIGURA 5: METRICAS DE CONCENTRAÇÃO – ÍNDICE CR4

FIGURA 6: CRESCIMENTO LOJAS QUERO QUERO VS MERCADO

FIGURA 7: COMPARAÇÃO DO SETOR DE MATERIAL DE CONSTRUÇÃO A OUTROS SETORES

FIGURA 8: FATURAMENTO DEFLACIONADO MATERIAL DE CONSTRUÇÃO

FIGURA 9: EVOLUÇÃO INCC-M DOS ÚLTIMOS 36 MESES

FIGURA 10: COMPOSIÇÃO DA DIRETORIA ESTATUTÁRIA

FIGURA 11: COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

FIGURA 12: REMUNERAÇÃO DIRETORIA

FIGURA 13: OPÇÕES EM ABERTO AO FINAL DO EXERCÍCIO SOCIAL ENCERRADO EM 2020

FIGURA 14: PILARES DAS LOJAS QUERO QUERO

FIGURA 15: ÁREA POR LOJAS

FIGURA 16: HABITANTES NAS CIDADES PRESENTES

FIGURA 17: TABELA DE JUROS VIGENTE VERDE CARD

FIGURA 18: PROPORÇÃO DAS CIDADES SEM COMPETIÇÃO DE UMA GRANDE VAREJISTA

FIGURA 19: BALANÇO PATRIMONIAL

FIGURA 20: DRE

FIGURA 21: FLUXO DE CAIXA

FIGURA 22: EVOLUÇÃO RECEITA

FIGURA 23: EVOLUÇÃO EBITDA

FIGURA 24: EVOLUÇÃO LUCRO LÍQUIDO

FIGURA 25: EVOLUÇÃO DO FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL

FIGURA 26: PROJEÇÃO RECEITA

FIGURA 27: PROJEÇÃO CUSTOS

FIGURA 28: PROJEÇÃO DAS DESPESAS OPERACIONAIS

FIGURA 29: PROJEÇÃO DO LUCRO OPERACIONAL

FIGURA 30: PROJEÇÃO DA DEPRECIÇÃO E AMORTIZAÇÃO

FIGURA 31: PROJEÇÃO DO EBITDA

FIGURA 32: PROJEÇÃO DA DÍVIDA BRUTA

FIGURA 33: PROJEÇÃO DA DESPESA FINANCEIRA

FIGURA 34: PROJEÇÃO DOS RESULTADOS

FIGURA 35: PROJEÇÃO DO CAPITAL DE GIRO

FIGURA 36: CAPEX (2017-2020)

FIGURA 37: CAPEX (NOVAS LOJAS)

FIGURA 38: CAPEX (REFORMAS E PROJETOS EM LOJAS)

FIGURA 39: CAPEX (TOTAL)

FIGURA 40: COMPOSIÇÃO KE

FIGURA 41: FCFE

1. INTRODUÇÃO

No início de 2020, iniciava-se no mercado financeiro, assim como na saúde pública e na sociedade em geral, uma condição extremamente desafiadora devido a pandemia do novo Coronavírus. A pandemia acarretaria um distanciamento social e restrições para o funcionamento de empresas, que geraram forte incerteza se determinados setores iriam sobreviver a crise econômica instaurada. A incerteza do mercado financeiro era tão alta que no mês de março em 2020 ocorreram-se 6 *circuit breaker*, mecanismo que paralisa as negociações em bolsa quando o mercado cai de maneira acentuada. A fins comparativos, em toda história do mercado de ações brasileiro isso apenas havia acontecido em outras 18 ocasiões, sendo a última em 2017 no *Joesley Day*¹.

Para sobreviver ao tamanho choque econômico e incerteza, o governo brasileiro e o Banco Central precisaram fazer uso de políticas fiscais e monetárias expansionistas. Na parte monetária, o Comitê de Política Monetária (COPOM) realizou uma série de cortes na taxa SELIC, atingindo patamares mínimos históricos em 2% ao ano. No âmbito fiscal, o governo estimulou a demanda com o Auxílio Emergencial, Manutenção do Emprego e Renda, em um extenso pacote fiscal que até dezembro de 2020 haveria gastado mais de 500 bilhões de reais².

Com a manutenção da renda disponível, sinais de melhoras econômicas, e juros baixos, o mercado de capitais retomou com força depois da queda forte de março de 2020, em um movimento de transferência de recursos na renda fixa para a renda variável. Segundo informações obtidas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados (ANBIMA), dentro desse espectro de aquecimento do mercado de renda variável, em 2020 as ofertas iniciais de ações (*IPOs*) cresceram 344.2% em volume financeiro, e o número de empresas abrindo capital cresceu de 5 para 27 em relação a 2019.

Uma das histórias que mais chamaram a atenção dentro desse grande espectro de *IPOs* foi o das Lojas Quero Quero, se tornando a primeira varejista brasileira de material de construção listada em bolsa. Com um modelo de negócios distinto dos outros grandes *players* do setor, e a transformação da companhia em uma *Corporation*

¹ Delação de Joesley Batista contra o Ex-Presidente Michel Temer

² Senado Notícias, 2020

no *IPO* após a Advent -grupo controlador- vender todas suas ações na oferta³, a empresa atraiu muitos investidores na bolsa de valores, movimentando aproximadamente R\$2,2 bilhões de reais entre ofertas primárias e secundárias.

Nesse contexto, o principal objetivo do trabalho será encontrar o valor real das Lojas Quero Quero, para concluir se há um risco/retorno favorável em se tornar acionista da empresa. Para isso, será elaborada uma análise fundamentalista da empresa que forneça premissas de quanto a empresa irá gerar de lucro daqui para a frente trazidos a valor presente sobre o modelo de DCF. Se o valor definido for acima do que a empresa vale hoje em bolsa, a conclusão será de que há uma boa oportunidade de compra, por outro lado, se o valor justo for menor do que a empresa vale hoje, a conclusão será de que há uma boa oportunidade de venda.

³ Investimento de retorno estimado em mais de 500% de 2008-2020

2. CENÁRIO MACROECONÔMICO

2.1 PIB

O Produto Interno Bruto (PIB) é o valor gerado em um dado espaço geoeconômico dentro de determinado intervalo de tempo. Tal indicador é essencial para a avaliação da solidez econômica de um país ou região. Nos dias de hoje, o Brasil busca se reerguer do enfraquecimento econômico que acarretou altos índices de desemprego.

Na figura abaixo, pode-se observar a evolução desse indicador econômico (PIB), segundo dados levantados no IBGE e projeções divulgadas no boletim FOCUS⁴

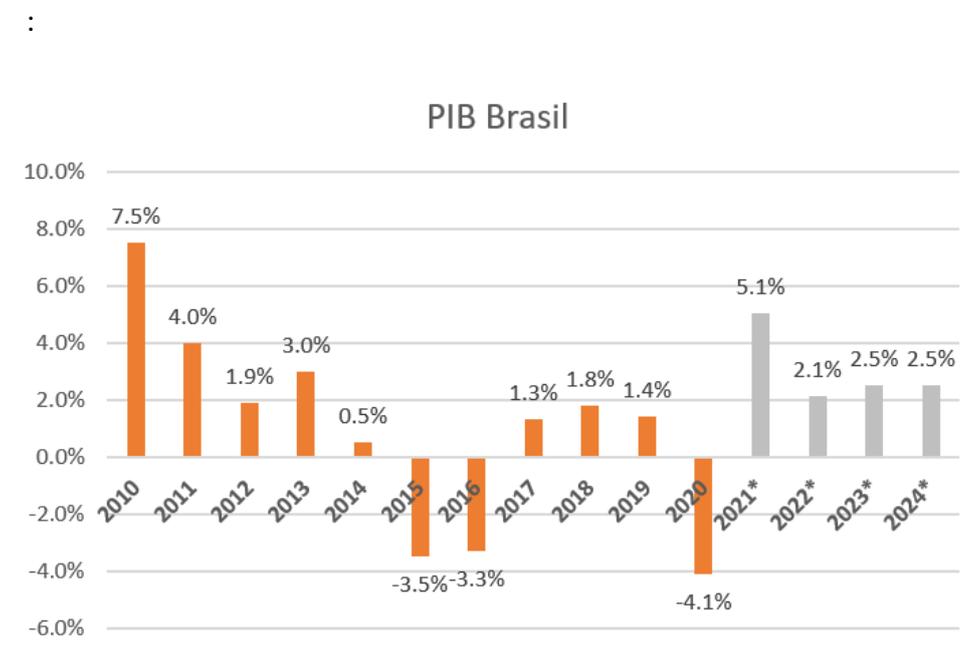


FIGURA 1: TAXA DE CRESCIMENTO ANUAL DO PIB BRASIL

FONTE: BOLETIM FOCUS | IBGE

A figura acima, retrata pontos importantes para se analisar referente a solidez econômica do Brasil. Em primeiro lugar, ressalta-se o baixo crescimento econômico do país desde 2013, com níveis de crescimento anual inferiores a 3%. Não é possível dizer qual é o pleno emprego de um país com muita assertividade, no entanto, sabe-se que esse valor está em algo entorno de 2-3%. Considerando esse valor, a economia está em um movimento contracionista há 7 anos.

⁴ Relatório semanal divulgado pelo Banco Central que resume as projeções de mercado para a economia

Outro fator que chama atenção são as fortes recessões ocorridas no país; em 2015 e 2016, com quedas de 3.5% e 3.3% no PIB respectivamente, em anos de alta tensão política no Brasil e forte instabilidade fiscal; e em 2020, com queda de 4.1% gerada pela crise do coronavírus, cenário vivido atualmente.

Entretanto, de acordo com as estimativas dos especialistas de mercado (Boletim FOCUS), espera-se uma recuperação econômica depois desse período de turbulência para os próximos 4 anos, sinal positivo para a economia brasileira. A indicação de melhora já foi observada no primeiro trimestre de 2021, onde o PIB cresceu 1.2% em relação ao 4 trimestre de 2020 e 1% em relação ao primeiro trimestre de 2020.⁵

A construção civil é um dos principais ramos da economia, visto que gera empregos nos mais variados setores. Contudo, o referido setor precisa de investimento do governo para atingir seus objetivos e aumentar a demanda produtiva e habitacional. De acordo com Cunha (2012), a construção civil pode ser denominada como termômetro da economia brasileira, haja vista que é o segundo maior eixo econômico, atrás apenas da agroindústria. O gráfico abaixo demonstra essa correlação do PIB consolidado, com o PIB da Construção Civil, indicando que ambos de fato caminharam juntos nos 10 últimos anos que foram observados.

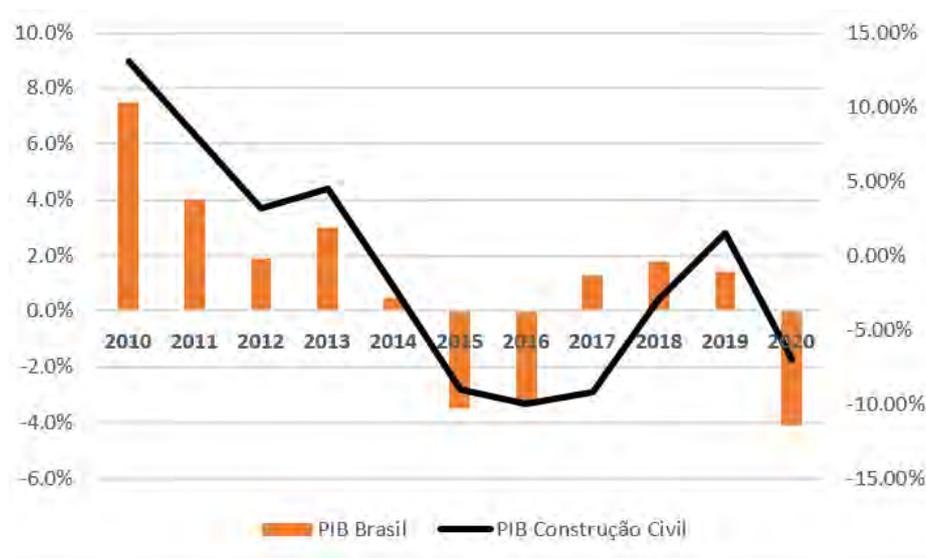


FIGURA 2: CRESCIMENTO ANUAL PIB BRASIL X PIB CONSTRUÇÃO CIVIL

FONTE: IBGE

⁵ Dados IBGE

2.2 JUROS

Em relação a taxa de juros, houve um deslocamento paralelo para baixo na curva entre o início da pandemia até novembro de 2020, indicando uma melhora na margem. A remuneração (em termos nominais) de um título com prazo de 10 anos, que estava em 9,9% em março diminuiu para 7,9%, caminhando para o patamar pré-pandemia, momento em que o risco soberano do país era menor devido a evolução da dívida para conter os choques da pandemia. O deslocamento da curva, se deve muito pelas reduções da Taxa Selic promovidas pelo Banco Central, e maior confiança dos investidores de que políticas fiscais sustentáveis serão implementadas para que a dívida do país não se torne explosiva. A figura abaixo mostra a estrutura de juros, calculada pela Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (Anbima), baseada nas negociações secundárias com títulos públicos.

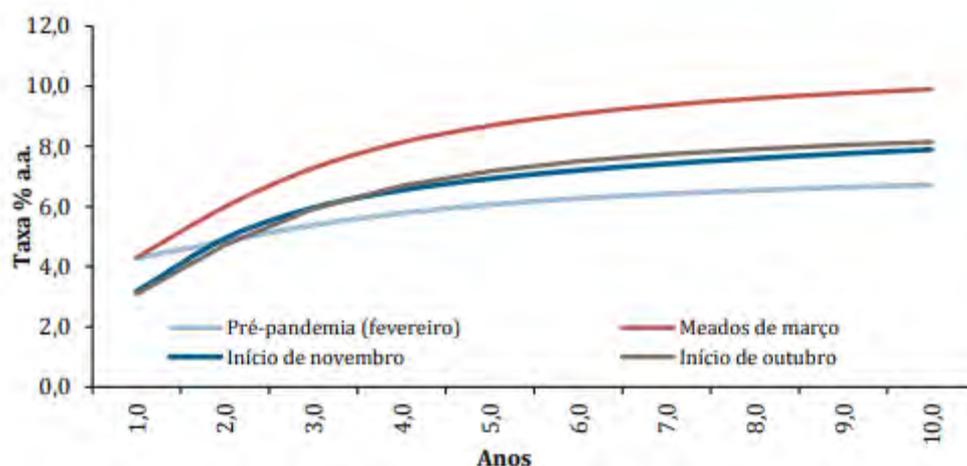


FIGURA 3: ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL

FONTE: IFI (2020)

Segundo o presidente da Associação Brasileira de Incorporadoras (Abrainc), Luiz Antônio de França, uma baixa taxa de juros fornece maior financiamento aumentando a venda de imóveis, o que aquece todo o setor de construção civil (FIESP, 2021). Dito isso, as baixas taxas Selic atuais (3,5%), favorecem o mercado de construção civil, sendo um pilar de crescimento importante para o mercado de construção civil.

A redução na taxa de juros, são considerados um estímulo monetário, no entanto, eles não são o único em vigor. A política monetária também atuou sobre os recolhimentos compulsórios no Banco Central, que foram reduzidos, além de medidas para aumentar a liquidez e estimular a expansão do crédito, como a redução a zero da alíquota do IOF, a implantação de programas de crédito subsidiado, e a expansão do crédito dos bancos públicos.

3. ANÁLISE SETORIAL

3.1 MATERIAL DE CONSTRUÇÃO

3.1.1 ESTRUTURA DO MERCADO

O setor de varejo de mercado de construção é um setor estruturalmente fragmentado, onde as maiores empresas combinadas não têm um *Market Share* (Grau de participação das vendas no mercado total) relevante quando se compara a outros segmentos da economia. Na prática, isso significa que grande parte da receita oriunda no setor está na mão de milhares de pequenas e médias empresas, menos estruturadas, com menor poder de escala, e relevância individual.

De acordo com dados do Sebrae (2020), as lojas de materiais de construção representam o terceiro maior setor de varejo, sendo constituído por aproximadamente 170 mil pequenas lojas em todo o Brasil. A maioria dessas lojas são empresas familiares, com até 20 funcionários, o que caracteriza este segmento como simples e com poucos avanços tecnológicos, tanto nos produtos comercializados, como no modo de comercialização.

A soma de *Market Share* das quatro maiores empresas do setor é de 14.7%⁶, apesar de ainda ser um número baixo, podemos vê-lo evoluindo em tendência de alta desde 2014, como pode ser observado no gráfico abaixo:

⁶ Euromonitor

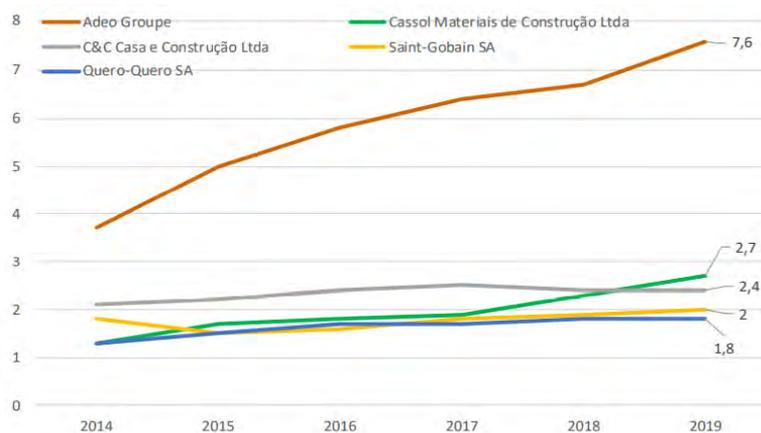


FIGURA 4: MARKET SHARE VAREJISTAS MATERIAL DE CONSTRUÇÃO
FONTE: EUROMONITOR

Com base nesses dados, pode-se utilizar o Índice CR4, que mede a concentração de mercado a partir da soma do *Market Share* das 4 maiores empresas. O índice determina razões de concentração que defina o nível de mercado que um setor se encontra. De acordo com o índice, o varejo de material de construção se encontra em um nível de “ausência de concentração” como pode ser observado na tabela abaixo.

Níveis de mercado	Razão de concentração
Altamente concentrado	Maior que 75%
Alta concentração	Entre 65% e 75%
Concentração moderada	Entre 50% e 65%
Baixa concentração	Entre 35% e 50%
Ausência de concentração	Menor que 35%
Claramente atomístico	Igual a 2%

FIGURA 5: METRICAS DE CONCENTRAÇÃO – ÍNDICE CR4
FONTE: BRUNA MATTOS (2021)

Nesse contexto, há um grande espaço para aumento de concentração nesse mercado, onde empresas que conseguirem se sobressair, podem elevar o *Market Share*

para níveis maiores, e assim, expandir suas vendas e ampliar sua receita. A figura abaixo demonstra o crescimento das Lojas Quero Quero sobre as demais empresas do setor, o que indica que ela é uma forte candidata a ser uma das empresas que aumentem sua concentração no mercado nos próximos anos.

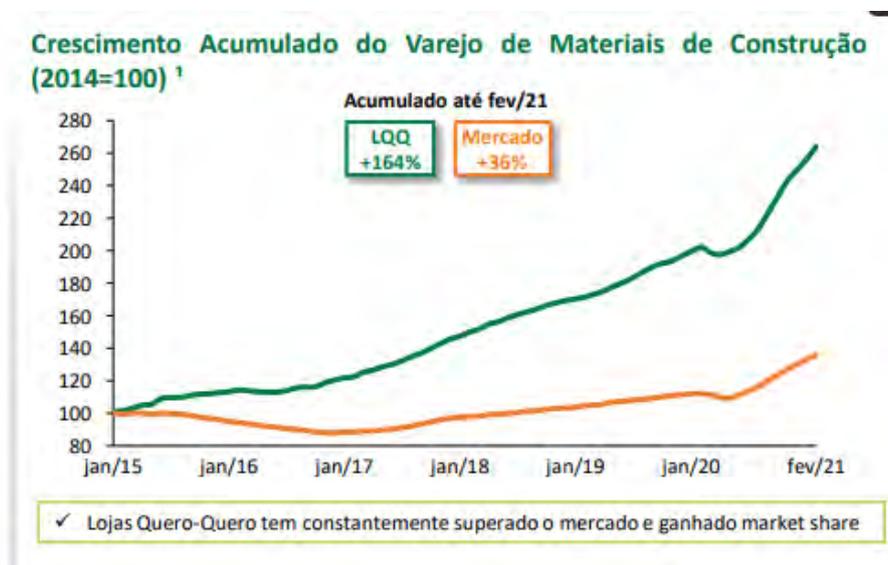


FIGURA 6: CRESCIMENTO LOJAS QUERO QUERO VS MERCADO

FONTE: QUERO QUERO

3.1.2 NÚMEROS E PERSPECTIVAS DO SETOR

Com base no mais recente relatório Índice ABRAMAT (2021), em estudo realizado pela FGV, o faturamento deflacionado do setor de material de construção em 2020 operou praticamente no zero em relação a 2019, com leve queda de -0.2%. Para um cenário de desaceleração econômica, onde houve paralisação de boa parte da economia, o setor chamou atenção por sua resiliência.

Gustavo Ribeiro, em matéria divulgada para Haus, mostra que o setor de material de construção demonstrou resiliência e conseguiu se recuperar antes dos outros setores no momento mais intenso da pandemia do novo coronavírus. Segundo o Índice Cielo do Varejo Ampliado (ICVA), o setor teve crescimento de 2,8% no acumulado de março até a primeira semana de julho de 2020 em relação ao mesmo período do ano anterior. Dentre os setores destacados na figura, materiais de construção só foram superados para Supermercados e hipermercados que tiveram 15.8% de crescimento no período. O bom desempenho do mercado frente aos outros setores deve-se, além de

outras coisas, ao maior tempo do consumidor em casa, e por ter sido considerado um serviço essencial⁷.



FIGURA 7: COMPARAÇÃO DO SETOR DE MATERIAL DE CONSTRUÇÃO A OUTROS SETORES

FONTE: RIBEIRO (2020)

Em relação as expectativas para o ano de 2021, a Associação Brasileira da Indústria de Materiais de Construção (Abramat) acredita que o faturamento do setor apresente um crescimento de 4%. O acumulado no ano até maio, é de 27.1%, no entanto, esses números estão sendo viesados por uma base comparativa fraca dos primeiros meses de 2020 que foram mais impactados pela pandemia.

⁷ Sendo considerado um serviço essencial a empresa não tem o seu funcionamento sujeito a restrições

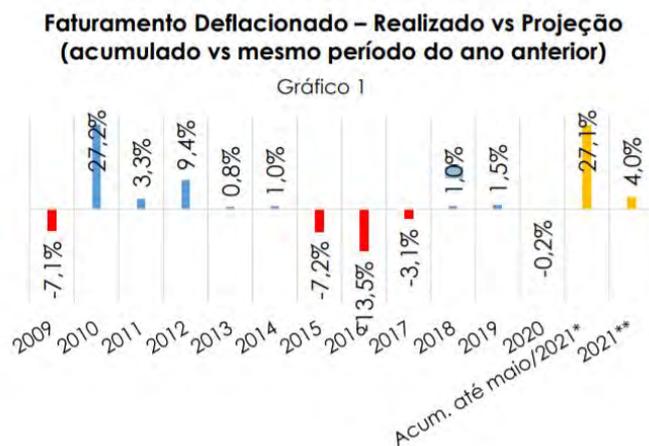


FIGURA 8: FATURAMENTO DEFLACIONADO MATERIAL DE CONSTRUCAO
FONTE: ÍNDICE ABRAMAT (MAIO 2021)

Segundo Cláudio Conz, presidente do Sincomano ⁸, as previsões de crescimento do mercado de material de construção podem ser ainda mais otimistas, com planos de crescimento entre seis e oito por cento para o ano. Cláudio Conz argumenta que devido a necessidade de isolamento durante a pandemia, os consumidores buscaram realizar melhorias e reformas em suas casas, de forma que este fator aqueceu o setor. Além disso, a competitividade é uma marca do setor onde há uma necessidade constante de ser melhor do que o concorrente. Assim, há novas perspectivas para a venda de materiais de construção com assistência adequada. (Vitrine do Varejo, 2020).

3.1.3 PREÇO DOS PRODUTOS

Um ponto de atenção dos empresários que vem gerando preocupação no setor é a alta do preço dos insumos. Segundo dados calculados pela FGV, o índice responsável para mensurar a inflação no setor de material de construção (INCC-M) está em forte evolução, com uma alta de 16.9% no acumulado dos últimos 12 meses medido em junho de 2021. O indicador de crescimento mensal também veio muito elevado no último mês, em 2.3%. É o maior crescimento mensal do índice desde junho de 2008

⁸ Sindicato do Comércio Atacadista, Importador, Exportador e Distribuidor de Material de Construção e de Material Elétrico no Estado de São Paulo

(2.67%), já o acumulado dos últimos 12 meses, não se encontra tão alto desde outubro de 2003, quando chegou a um crescimento de 18.1%.

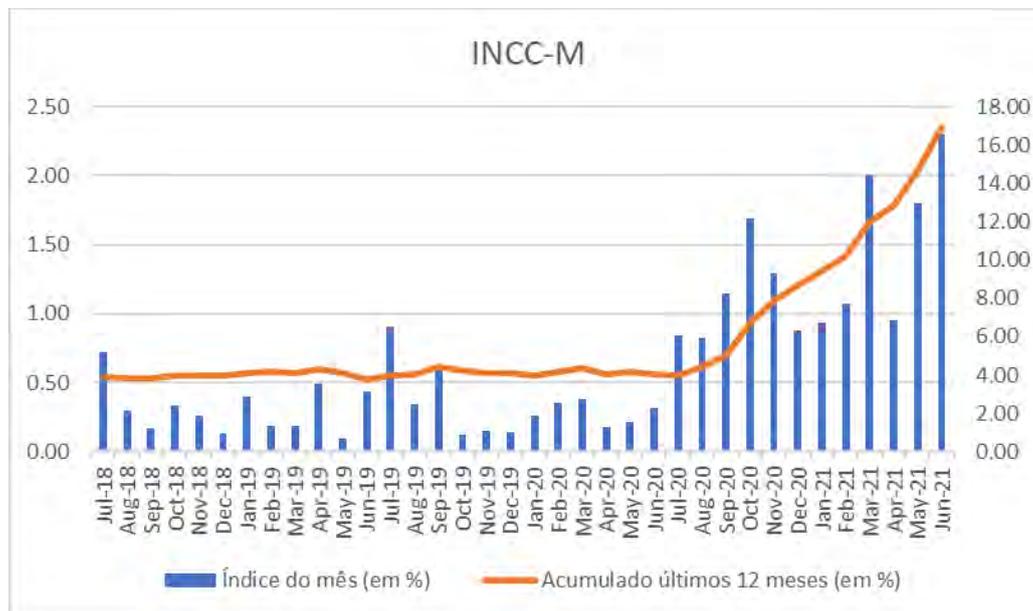


FIGURA 9: EVOLUÇÃO INCC-M DOS ÚLTIMOS 36 MESES

FONTE: VALOR CONSULTING (2021)

O presidente da Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC), José Carlos Martins, demonstrou preocupação com o descasamento de oferta e demanda do mercado ao conversar com empresários e ver que eles não conseguem o produto que precisam. José Carlos fez um pedido para o Ministério da Economia para reduzir as alíquotas de importação do aço, um “choque” na oferta para reabastecer a indústria. (José Fucs, 2021).

O crescimento mais acentuado do INCC-M começou em julho de 2020, momento em que a demanda voltou a reaquecer, e a oferta continuava limitada devido a todos empecilhos causados pelo coronavírus. Um dos maiores contribuintes para esse efeito foi a interrupção da produção de algumas matérias primas como cimento e aço que ao retomar as atividades não foi possível atingir o patamar produtivo anterior.

Como destacou José Carlos Martins, presidente da CBIC houve uma “retomada em V”⁹, de modo que não há suprimentos para atender à demanda. A entidade acredita que o mercado externo deve ser utilizado para suprir a carência atualmente enfrentada.

⁹ Termo utilizado a um retorno da economia rápido ao patamar anterior, depois de uma queda acentuada

Do contrário, os empresários se manterão receosos sobre a falta de previsibilidade no comportamento dos custos e, conseqüentemente, o adiamento nos lançamentos, conforme dados da Sondagem da Indústria da Construção, da CNI, que vem registrando quedas consecutivas e agora prevê um crescimento de apenas 2,5% em 2021. (LOTURCO, 2021)

Os Indicadores Imobiliários Nacionais do quarto trimestre de 2020 mostram que o aumento dos preços do material de construção e as ameaças de desabastecimento podem prejudicar o setor. De acordo com a CBIC houve uma queda na construção de empreendimentos para pessoas com renda mensal de R\$ 2.500 a R\$ 4.500, fatia de mercado voltada ao programa de habitação do governo federal. A CBIC ressalta que os empresários (50,8%) do setor enfrentaram a falta ou o alto custo de matéria-prima. O aumento no preço de insumos associado à falta de abastecimento de muitos dos materiais é considerado algo preocupante. Entre os insumos que mais aumentaram, a CBIC destaca o aço, cimento, PVC, cabeamentos de cobre e blocos de cerâmica, que tiveram aumentos acima de 50% em 2020. (Agência Brasil, 2021)

“O impacto já foi sentido em números do programa Casa Verde e Amarela¹⁰, segmento mais afetado pelos aumentos, em função de suas margens, que são menores, e por possuir teto para contratação. A representatividade do programa sobre o total de lançamentos no quarto trimestre de 2020 foi de 47,1%. Sobre o total de vendas, a participação foi de 48,6%. No terceiro trimestre de 2020, a representatividade foi de 54,7% e 53,0%, respectivamente”, complementa a CBIC. (Sienge, 2021)

3.2 MERCADO DE CRÉDITO

As alterações causadas pela globalização, a evolução tecnológica e a informatização, conforme ensinam Alves e Menezes (2007) impulsionaram modificações no atendimento às demandas creditícias e meios de pagamento relacionados aos consumidores de empresas varejistas. Segundo Paixão e Silveira (2003) o desenvolvimento do setor de oferta de serviços financeiros por varejistas originou quatro cenários no relacionamento entre varejistas, bancos e clientes, dentre eles os cartões de loja emitidos por banco ou varejista. Esta atividade abrange a oferta

¹⁰ Novo programa habitacional do governo que veio para reformular o Minha Casa Minha Vida

de crédito através do cartão da loja. Os autores ressaltam que esta modalidade se mostra como uma evolução do carnê e apresenta diversas vantagens em relação aos custos e operações. Com a possibilidade de o varejista ofertar um cartão próprio e crédito, ele passa a prover e gerenciar o serviço financeiro arcando com os custos, criando assim um mercado de crédito.

Entende-se como mercado de crédito mostra-se como um segmento onde as companhias emitem ativos financeiros para os investidores. Quando as corporações precisam de dinheiro emitem dívida e, os investidores emprestam dinheiro sob condições pré-definidas de juros e prazos de pagamento. Este mercado visa suprir as necessidades de caixa no médio e curto prazo.

De acordo com Lopes (2007), a utilização do cartão de crédito com alternativa para o pagamento proporciona segurança à loja, além de manter a disponibilidade de dinheiro em caixa reduzida. O estabelecimento tem a certeza de que receberá o pagamento, conforme garantido pelo emissor da bandeira, através de pagamento de uma taxa de aceitação e aluguel do equipamento. Na concepção de Paixão e Silveira (2003) a criação de Cartões *Private Label* se justifica pelos benefícios como a economia no custo dos serviços, gera informações e estatísticas e melhora o atendimento ao cliente, buscando fideliza ló.

Queroz (2006) esclarece que a adesão ao cartão proporciona ao estabelecimento dados cadastrais e permite analisar o comportamento do cliente, o risco de crédito, e permite a venda para consumidores das classes C, D e E, os quais têm baixo nível educacional e poucas garantias. Dados da Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços (ABECS), indicam que em 2022 os cartões *private label* devem atingir a marca de R\$ 293 bilhões, movimentando aproximadamente 3 bilhões de reais. Em 2017, o varejo representava 12% do faturamento total do setor de cartões de crédito. (Cards Expo, 2017)

4. A EMPRESA: LOJAS QUERO QUERO

4.1 HISTÓRICO

As lojas Quero-Quero foi fundada em 1967 com a criação de uma pequena loja na cidade de Santo Cristo no Rio Grande do Sul. Inicialmente, o estabelecimento comercializava produtos veterinários e insumos agrícolas. Para atender a demanda de Santo Cristo, no estado do Rio Grande do Sul onde a loja estava localizada, após dois anos começou a vender ferragens e materiais de construção.

Já na década de 70, a localidade apresentou um grande desenvolvimento econômico devido à expansão agrícola, fator que ensejou a venda de máquinas e outros produtos agrícolas. As lojas Quero-Quero reconheceram as demandas do mercado, abrindo novos pontos de venda. Em 1973, buscando ampliar sua parcela do mercado, ingressou no ramo de supermercados. Seis anos depois, no ano de 1979, entrou no ramo de eletrodomésticos que atua até hoje.

Em 1997, para facilitar as compras a prazo, a empresa abriu a Verde Administradora de Cartões de crédito Ltda lançando seu Cartão Private Label – Verdecard. Hoje, muito do sucesso obtido pela empresa deve a esse movimento, que ampliou suas vendas e conseguiu atingir uma parte da sua demanda que não tinha acesso a crédito.

Em 2007, as lojas Quero Quero fez a sua primeira aquisição, quando anunciaram a compra das lojas Fisher, rede de eletrodomésticos e móveis, com lojas localizadas em 32 cidades que previamente não atuavam. Isso ampliou os horizontes das Lojas Quero Quero, que passaram a ser mais reconhecidas no mercado.

O crescimento foi tão forte que em 2008 chamou a atenção da Advent um dos maiores fundos de *private equity* no Brasil. O fundo realizou um grande aporte na empresa, mudando a governança e a sua composição acionaria da empresa. O fundo, que nesse ponto vira a ser o grupo controlador, profissionalizou a empresa, mudando a equipe de gestão, e implementando processos bem definidos para o crescimento. Atualmente, grande parte da equipe de diretores da empresa veio da época da Advent, e são os principais agentes para o sucesso da empresa.

No processo de abertura de capital em agosto de 2020, a Advent liquidou todas suas ações das Lojas Quero-Quero, realizando um investimento superior a 500% de retorno em 12 anos. A saída da Advent no IPO marcou a primeira saída integral de um acionista controlador via bolsa desde o IPO das lojas Renner em 1990, tornando a empresa em uma *full Corporation*, empresa sem um único acionista controlador.

A expansão da marca pelo país promoveu a inauguração de lojas em diversos estados como o Rio Grande do Sul, Santa Catarina e Paraná, além de dois centros de distribuição. Segundo informações divulgadas pela empresa na central de resultados 1T21, ao fim do primeiro trimestre de 2021, a empresa operava 404 lojas, com aproximadamente 271,000 m² de área de vendas.

4.2 Governança Corporativa

A estrutura da governança requer a atribuição dos direitos e responsabilidades dos diferentes integrantes da empresa, como dirigentes, acionistas e stakeholders¹¹, e elenca as diretrizes e procedimentos para a tomada de decisões no que tange às questões corporativas. Esta fornece a estrutura que define os objetivos da empresa, bem como os meios para atingi-los e monitorar seu desempenho.

A governança corporativa fornece ao mercado de capitais dados importante para a tomada de decisão. Segundo Rodrigues e Dalongaro (2018), além de informações sobre a saúde financeira e o desempenho empresarial, os investidores querem saber como essas organizações estão sendo administradas. A qualidade das práticas de governança corporativa mostra-se como fonte de informação que fornece informações necessárias à tomada de decisão.

Baseia-se em quatro princípios que tem a função de aumentar a confiança organizacional, quais sejam a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa. A transparência se refere a disponibilidade de informações sobre a empresa às partes interessadas. A equidade determina que todas as partes interessadas sejam tratadas igualmente, sem privilégios. Já a prestação de contas, determina que os agentes responsáveis pela governança corporativa devem prestar de

¹¹ Em português significa partes relacionadas, que representa pessoas que estão relacionados a gestão da empresa

contas de atos, sempre de maneira clara, concisa, compreensível e tempestiva. A responsabilidade corporativa abrange a necessidade de que os agentes atuem com ênfase no zelo pela viabilidade econômico-financeira do negócio. (Rodrigues e Dalongaro, 2018)

As melhores práticas para a implementação da governança corporativa requerem a aplicação de um bom canal de comunicação entre os sócios; a criação de conselhos administrativo e consultivo; elaboração de um código de conduta; utilização de mecanismos de controle e a realização de cursos para atualização dos gestores.

4.2.1 Corporation

As lojas Quero Quero tem um modelo de governança definido como Corporation. Isso significa que desde a saída da Advent, antigo grupo controlador, a empresa não conta com um único (ou grupo) acionista principal que tem o poder de mandar na empresa. A empresa em questão é controlada pela diretoria, e portanto, assegurar-se de que eles são as pessoas adequadas para o cargo é um ponto importante para tese. Com base nisso, olharemos para o modelo de Corporation das lojas Quero Quero sobre a ótica da Teoria de Agência de Jensen e Meckling.

No modelo da teoria da agência, onde um dos indivíduos é o agente e o outro é o principal, o primeiro cumpre certas atividades para o segundo, que se responsabiliza pela sua remuneração. O principal avalia as informações e figura como o responsável pela definição do sistema de informação, enquanto o agente assume o papel de tomador de decisão, selecionando as melhores opções de decisão da perspectiva do proprietário e das informações disponíveis a eles.

Garcia (2012) avalia a separação dos papéis entre os tomadores de decisão e o principal, ou seja, indivíduos que confiam as decisões a terceiros. No âmbito corporativo, o executivo é o agente que é habilitado através de procuração para tomar decisões em favor dos acionistas. Contudo, nem sempre o agente irá agir de acordo com os interesses do principal, de maneira que ambas as partes buscarão os melhores resultados para a satisfação pessoal.

Por outro lado, o controle pulverizado mostra-se como uma das formas de organização do quadro acionário de uma empresa e tem como principal atribuição à

baixa concentração de poder nas mãos de um único acionista ou grupo. Deste modo, não há como um único acionista tomar decisões de forma isolada.

Neste cenário o controle da empresa é determinado pela porcentagem de cada acionista, de modo que o controle e a influência de determinado acionista nas decisões da empresa são equivalentes a parcela de ações que ele possui. Essa diluição permite aos investidores determinar aspectos da gestão da empresa, de maneira que esta deve atender aos interesses de todos. Assim, iniciou-se um processo de profissionalização da gestão das sociedades, onde os proprietários deram lugar aos administradores, caracterizando a Teoria da Agência. (GORGIA, 2013)

Destaca-se que a principal vantagem do capital pulverizado abrange a aplicação de boas práticas de governança corporativa. Assim a administração tende a ser mais transparente e mais profissional. Por outro lado, descrevem-se como desvantagens do capital pulverizado as decisões evitadas de burocracia, em razão da dificuldade em organizar as visões sobre negócios entre os integrantes da empresa, o que pode ocasionar conflitos e afetar a tomada de decisão.

O modelo de gestão das lojas Quero Quero abrange uma política de gerenciamento de riscos com base nas melhores práticas do mercado e com a descrição clara de responsabilidades, descritas no Código de Conduta e Ética aprovado em 2020. O capital social da empresa deve ser formado apenas por ações ordinárias, o que indica um alinhamento entre o agente e o principal.

A diretoria se utiliza da assembleia para comunicar a condução dos negócios da companhia e a administração deve publicar um manual visando facilitar e estimular a participação nas assembleias gerais. As atas devem permitir o pleno entendimento das discussões havidas na assembleia e trazer a identificação dos votos proferidos pelos acionistas. Há também um canal de denúncia “Canal de Ética” subordinado ao comitê de autoria, que reduz o risco de más práticas.

Por fim, conclui-se que a empresa adota práticas adequadas para mitigar o desalinhamento entre os acionistas e os diretores. Além disso, por meio do “Plano 2020”, que será explorado mais a frente na seção de remuneração, a empresa está implantando um modelo de remuneração via opções de ações para os diretores (*stock option*), que visam aumentar o alinhamento do agente com o principal, que vem sendo bem aceito no mercado.

4.2.2 Diretoria

A diretoria das Lojas Quero-Quero é composta atualmente por 6 membros. Essa poderá ser composta por no mínimo 3 e no máximo 9 diretores, onde obrigatoriamente deve conter necessariamente um Diretor Presidente, Diretor Financeiro, Diretor de Relações com Investidores, com prazo de gestão de dois anos e permitida reeleição e destituição. A diretoria é eleita unicamente pelo Conselho de Administração.

Atualmente, a companhia conta com os seguintes cargos de diretoria:

Alberto Cimenti Neto	Diretor Comercial	∨
Daniel José Artus	Diretor de Expansão	∨
Jean Pablo de Mello	Diretor Financeiro e de Relações com Investidores	∨
Luciano Matzenbacher Scotta	Diretor de Crédito e Cobrança	∨
Mirson José Engelmann	Diretor de Operações	∨
Peter Takaharu Furukawa	Diretor Presidente	∨

FIGURA 10: COMPOSIÇÃO DA DIRETORIA ESTATUTÁRIA
 FONTE: RELAÇÕES COM INVESTIDORES LOJAS QUERO QUERO

4.2.3 Conselho de Administração

O Conselho de Administração atualmente é composto por 5 membros. Desses membros, no mínimo dois membros ou 20%, devem ser conselheiros independentes, conforme definição do Regulamento do Novo Mercado da B3¹². Os membros são todos eleitos e podem ser destituídos pela Assembleia geral¹³.

O conselho de administração exerce importantes funções dentro da empresa. Dentre eles, pode-se ressaltar como os mais relevantes as aprovações de orçamentos, maiores investimentos, e eleição da diretoria.

Atualmente, a companhia conta com os seguintes conselheiros administrativos:

¹² Segmento especial de listagem do mercado de empresas que adotem, voluntariamente, boas práticas de governança corporativa

¹³ Reunião que as empresas convocam para resolver uma série de questões, entre elas, eleição do conselho de administração

Conselho de Administração		
Christiano Antoniazzi Galló	Conselheiro	∨
Eduardo Campozana Gouveia	Conselheiro	∨
Flávio Benício Jansen Ferreira	Presidente do Conselho	∨
Luiz Antonio de Moraes Carvalho	Conselheiro	∨
Peter Takaharu Furukawa	Conselheiro	∨

FIGURA 11: COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
 FONTE: RELAÇÕES COM INVESTIDORES LOJAS QUERO QUERO

4.2.4 Remuneração

A remuneração dos executivos é utilizada como mecanismo de governança corporativa. As remunerações estão relacionadas com a função desempenhada, a situação econômica da empresa e podem compreender uma parte fixa e outra variável. Há também a possibilidade de conferir parte do lucro do exercício para fins de remuneração dos administradores devendo, que tal se estabeleça no contrato social e com um limite percentual máximo.

O debate acerca da remuneração executiva deve-se, principalmente, devido à observância de ganhos exagerados dos gestores de empresas em contraste aos problemas financeiros dessas empresas, fatores que ocasionaram a falência das mesmas (Ventura, 2013). A falta de transparência em relação a remuneração, pode trazer incertezas aos investidores, visto que esta é uma forma de incentivo ao bom desempenho frente aos interesses da empresa.

Segundo Souza e Borba (2007) a empresa com um procedimento formal e transparente mostra-se de suma importância para a política de remuneração e a definição do nível salarial dos executivos. A divulgação de informações detalhadas sobre a remuneração dos executivos das empresas no Brasil deu-se após vigência da Instrução Normativa CVM nº 480/2009, onde as empresas de capital aberto passaram a divulgar informações sobre todos os componentes da remuneração executiva. (Victor, 2013). Os mecanismos de remuneração estratégica são importantes, pois podem contribuir para minimizar as divergências entre principal e agente e reduzir o conflito de interesses entre estas partes (Correia et. al., 2014).

As formas de compensação dos executivos podem ser definidas de maneiras variadas, de modo que cada organização deve buscar a melhor forma para atender as partes interessadas. Como mecanismo motivador, a remuneração deve estar alinhada aos interesses dos acionistas e aos resultados (Ventura, 2013). Machado (2012) esclarece que a remuneração dos executivos pode ser determinada de diferentes combinações, entre salários, bônus, ações e outras remunerações, o que forma a política de remuneração de cada empresa.

De acordo com Correia et. al. (2014), a remuneração pode se dar através de: participação acionária, plano de bônus, opção de compras de ações (*stock option*), remuneração em dinheiro, remuneração baseada em ações, comissões, dentre outras possibilidades.

A remuneração da diretoria deve ser fixada por meio de uma política de remuneração aprovada pelo conselho de administração através de procedimento formal e transparente que considere os custos e os riscos envolvidos, bem como estar vinculada a resultados, com metas de médio e longo prazo relacionadas de forma clara e objetiva à geração de valor econômico para a companhia no longo prazo.

A remuneração dos membros do conselho de administração deve ser proporcional às atribuições, responsabilidades e demanda de tempo. Não deve haver remuneração baseada em participação em reuniões, e a remuneração variável dos conselheiros, se houver, não deve ser atrelada a resultados de curto prazo.

Ventura (2013) ressalta sobre a remuneração fixa, variável e total. A remuneração fixa corresponde ao valor definido no contrato de trabalho, o salário-base, de modo que sua definição prévia implica que ele não dependa de nenhum resultado da empresa. A remuneração variável está relacionada aos bons resultados da empresa e a remuneração total é formada pelas duas anteriores.

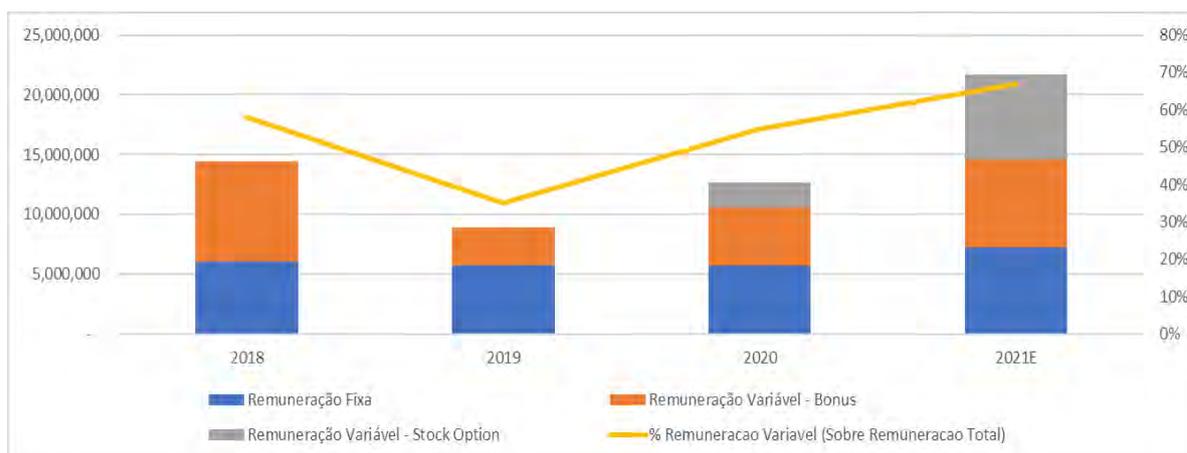


FIGURA 12: REMUNERAÇÃO DIRETORIA
 FONTE: FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA (2021)

O gráfico acima destaca a remuneração da diretoria obtidas no formulário de referência da companhia (2021), dos anos 2018-2020, assim como a expectativa de remuneração para 2021, considerando o valor máximo previsto para remuneração variável. Como explicito no gráfico, a remuneração fixa dos diretores se mantém constante, com variações sutis, e a remuneração variável com um *spread* maior entre os anos, cujo valores dependem do atingimento de metas estabelecidas.

A remuneração total alvo são baseadas em referências de mercado considerando valores pagos de complexidade similar para as posições em outras empresas, e a remuneração variável em específico, toma como base as seguintes métricas de desempenho:

- Geração de caixa operacional
- Ebitda Ajustado
- Lucro líquido
- Resultado das operações e gestões de despesa

A remuneração total alvo, e o modelo de remuneração variável visa minimizar os riscos dos profissionais optarem por outra empresa, e incentivá-los a buscarem resultados alinhado com o interesse dos acionistas.

Um outro elemento destacado no gráfico, foi o início da remuneração baseada em ações em 2020 (*stock option*). Essa forma de remuneração foi estabelecida em Assembleia geral extraordinária realizada em 16 de junho 2020, denominada como Plano 2020. Segundo o formulário de referência da companhia (2021), esse plano visa estimular a expansão e alinhar os interesses dos acionistas da companhia aos dos participantes.

Opções em aberto ao final do exercício social encerrado em 31/12/2020

	Conselho de Administração		Diretoria Estatutária	
	SOP 2017	SOP 2020	SOP 2017	SOP 2020
Nº total de membros	5,17	5,17	6,00	6,00
Nº de membros remunerados	2,00	4,00	6,00	6,00
Opções ainda não exercíveis				
Quantidade	0	1.611.100	0	8.055.498
Data em que se tornarão exercíveis	N/A	07/08/2021 (10%) 07/08/2022 (10%) 07/08/2023 (20%) 07/08/2024 (20%) 07/08/2025 (40%)	N/A	07/08/2021 (10%) 07/08/2022 (10%) 07/08/2023 (20%) 07/08/2024 (20%) 07/08/2025 (40%)
Prazo máximo para exercício das opções	N/A	1 ano a partir do <i>vesting</i>	N/A	1 ano a partir do <i>vesting</i>
Prazo de restrição à transferência das ações	N/A	<i>Lock-up</i> de 6 meses contados do exercício para 40% das ações	N/A	<i>Lock-up</i> de 6 meses contados do exercício para 40% das ações
Preço médio ponderado de exercício	N/A	12,65 + IPCA	N/A	12,65 + IPCA
Valor justo das opções no último dia do exercício social ⁽¹⁾	N/A	R\$ 1,35024 (vesting 2021) R\$ 1,71763 (vesting 2022) R\$ 2,15549 (vesting 2023) R\$ 2,64243 (vesting 2024) R\$ 3,11430 (vesting 2025)	N/A	R\$ 1,35024 (vesting 2021) R\$ 1,71763 (vesting 2022) R\$ 2,15549 (vesting 2023) R\$ 2,64243 (vesting 2024) R\$ 3,11430 (vesting 2025)
Opções exercíveis				
Quantidade	0	0	0	0
Prazo máximo para exercício das opções	N/A	N/A	N/A	N/A
Prazo de restrição à transferência das ações	N/A	N/A	N/A	N/A
Preço médio ponderado de exercício	N/A	N/A	N/A	N/A
Valor justo das opções no último dia do exercício social	N/A	N/A	N/A	N/A
Valor justo do total das opções no último dia do exercício social	N/A	N/A	N/A	N/A

FIGURA 13: OPÇÕES EM ABERTO AO FINAL DO EXERCÍCIO SOCIAL ENCERRADO EM 2020

FONTE: FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA LOJAS QUERO QUERO

Como pode se observar na figura acima, o plano se alinha ao longo prazo, estabelecendo as datas e preços em que as ações poderão ser exercidas, que tem como finalidade assegurar que os diretores levem a ação da empresa a um valor superior ao destacado para obterem essa nova forma de remuneração variável.

4.3 MODELO DE NEGÓCIOS

Teece (2010) define modelo de negócio como um conjunto de dados e outras evidências que apresentam a proposta de valor aos clientes, a estrutura viável de receitas e os custos para entregar esse valor. Os fatores que formam um modelo de negócio abrangem a definição das tecnologias e características que devem ser incorporadas ao produto/serviço, os benefícios que este produto/serviço entrega ao cliente, os mercados-alvo, as fontes de receita disponíveis e os mecanismos para converter parte dos pagamentos em lucro. Assim, um modelo de negócio evidencia o que os clientes querem, como querem e o quanto estão dispostos a pagar, de modo que demonstra como uma empresa deve se organizar para atender às demandas do público-alvo e obter lucro.

O foco atual da empresa está voltado para o aperfeiçoamento de suas operações, estratégias comerciais, gestão de pessoas, controle de resultados com base no fluxo de caixa, desenvolvimento de liderança e no investimento em tecnologia, o que permitiu a criação de um modelo de único de negócios bem-sucedido em pequenas e médias cidades de quaisquer regiões do Brasil. Seu modelo de negócio ainda abrange uma robusta rede de crédito através do Verde Card.

Para o mercado de materiais de construção a reatividade na cadeia de suprimentos e o método de abastecimento garante que o produto esteja nas lojas e nos momentos corretos. A maior varejista de materiais de construção do Brasil, a Leroy Merlin, tem seu processo de distribuição projetado perfeitamente de modo que o tempo decorrido entre o recebimento de um pedido e sua entrega na loja seja em média de 24 horas.

Ao longo dos anos a Quero Quero S. A. fez seu processo de expansão com base no número de lojas, bem superior que seus concorrentes. A Leroy Merlin possui 42 lojas, enquanto a Telhanorte possui 43 lojas físicas nos estados de Minas Gerais, Paraná e São Paulo, além do E-Commerce. Em comparação com suas principais concorrentes as lojas Quero Quero possuem um número maior de lojas, que são concentradas no Rio Grande

do Sul, Santa Catarina e Paraná, 404 no total. A Telhanorte está implementando uma estratégia para a compra de pequenas lojas de bairro para ampliar sua clientela, enquanto a Leroy Merlin tem apostado no e-commerce para incrementar as vendas.



FIGURA 14: PILARES DAS LOJAS QUERO QUERO

FONTE: RELAÇÕES COM INVESTIDORES LOJAS QUERO QUERO

Segundo apresentação institucional das Lojas Quero Quero divulgada em março de 2020, sua estratégia de expansão atual está baseada na consolidação de mercado, e na expansão do número de lojas em outros estados. Dentre os novos estados, segundo ao formulário de referência da companhia (2021), as Lojas Quero Quero preveem 354 cidades em condições favoráveis para abertura de novas lojas, sendo 301 no Estado de São Paulo e 53 no estado do Mato Grosso do Sul. Essa expansão, por sua vez, não mudará o mercado-alvo da companhia, que segundo as informações divulgadas no relacionamento com investidores, serão prioritariamente cidades com uma faixa populacional de até 50 mil pessoas, seguindo sua estratégia de competição com concorrentes menores localizados em cidades pequenas do interior.

4.4 VANTAGENS COMPETITIVAS E BARREIRAS DE ENTRADAS

As lojas Quero-Quero têm um modelo de negócios distinto das outras grandes empresas do setor. Com um modelo de lojas menores, localizadas em cidades com

baixo número de habitantes, ela cria uma barreira de entrada natural para que concorrentes fortes e com um alto poder de escala disputem mercados com ela. O posicionamento das lojas em cidades menores, torna o modelo de grandes lojas das suas concorrentes não rentável em seu mercado, dificultando sua adaptação para a entrada.

Isso acontece na medida em que os outros grandes *players* não têm *know-how* para operar e ser competitivo com um modelo de lojas pequenas, que requer uma estratégia completamente distinta das que operam. Consequentemente, o modelo de negócios das lojas Quero-Quero, no que se refere à tipo de lojas e regiões atuantes, se esquivam de uma competição mais “forte”, competindo efetivamente apenas com *players* com menor poder de mercado.

No que se refere a tamanho de lojas, pode-se observar na tabela abaixo que as Lojas Quero Quero operam com um modelo de lojas de na média 672 m², enquanto a média das outras grandes varejistas do setor é de 5746 m².

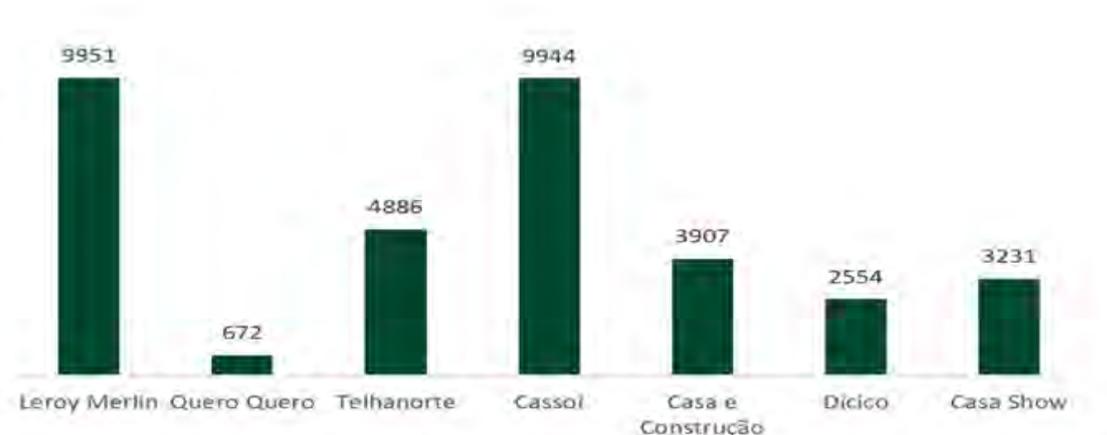


FIGURA 15: ÁREA POR LOJAS
FONTE: SITE DAS COMPANHIAS

Em relação ao tamanho de cidades (medidas por número de habitantes) em que as lojas Quero Quero e as demais empresas relevantes do setor atuam, pode-se observar na tabela abaixo uma forte distinção da empresa. De acordo com os dados levantados, 79% das cidades em que as Lojas Quero Quero atuam têm menos de 100 mil habitantes, enquanto para as outras essas proporções se demonstra ser muito maior.

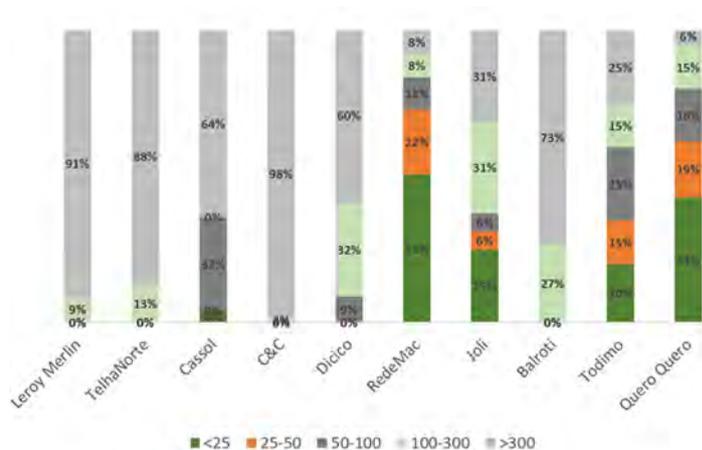


FIGURA 16: HABITANTES NAS CIDADES PRESENTES
 FONTE: IBGE / SITE DAS COMPANHIAS

O segmento de varejo, assim como a grande maioria dos setores na economia, é um setor onde o sucesso de uma empresa depende muito do seu posicionamento e competitividade frente as suas concorrentes. No limite, um mercado onde uma empresa satura todas as vantagens competitivas, é um mercado que uma empresa tem capacidade de controlar toda oferta, definindo preços, e agindo como uma monopolista. Esse não é exatamente o caso das Lojas Quero Quero, no entanto, ela está no meio do caminho, possuindo uma série de vantagens competitivas sobre as demais do setor, que reforçam sua dominância parcial nos mercados em que está presente.

Dentre as principais vantagens competitivas das Lojas Quero-Quero frente aos seus concorrentes, podemos destacar como as mais importantes; Mix de produtos, devido ao portfólio de mais diversificado; Comunicação, devido à capacidade de fazer marketing unidirecional que suplanta a comunicação pessoal e um maior dispêndio em marketing; escala, devido a superioridade de vendas aos outros *players* que possibilitam uma alavancagem operacional¹⁴ e poder de barganha com os fornecedores para obter produtos mais baratos; crédito/cobrança, devido aos concorrentes não dispor desse instrumento oferecido pelas Lojas Quero-Quero através do Verde Card.

Esse último, pode ser considerado o principal diferencial competitivo da empresa. Visando facilitar as vendas a prazo, a loja abriu em 1997 a Verde Administradora de Cartões de Crédito Ltda., lançando o Cartão *Private Label* – Verde

¹⁴ Alavancagem operacional é a diluição de custos fixos frente aos custos variáveis, fazendo com que a empresa gere mais lucro

Card. O cartão além de ser um propulsor de vendas nas lojas Quero Quero, é também uma importante fonte de receita que permite financiar as compras na rede de lojas conveniadas, devido a sua função multicrédito. O cartão é gratuito, não tem anuidade e possui um vencimento que pode ser programado para até 60 para o pagamento. O cartão possui oferta de crédito pessoal, além de condições diferenciadas para pagamento, uma exigência para o mercado de varejo.

No período de lançamento do serviço, a empresa ganhou um diferencial em relação à concorrência dentro do estado. Em 2000, as lojas Quero Quero já tinham aproximadamente meio milhão de adesões ao Verde Card. Atualmente, o cartão é aceito em mais de 150 mil estabelecimentos conveniados e nas 404 lojas da rede. Abaixo se encontra a tabela de juros praticada pela empresa.

TAXAS E TARIFAS				
TABELA DE JUROS EM VIGOR				
PLANO	Siga no Extrato	% ao mês	% ao ano	Evento
Rotativo		16,10 até 18,70	499,77 até 682,36	
Crédito Pessoal		7,00 até 19,20	125,22 até 722,84	
Parcelamento do Produto		1,70 até 6,85	22,42 até 121,46	
Parcelamento da Fatura		7,70 até 18,00	143,55 até 628,76	
Renegociação		2,75 até 14,00	38,48 até 381,79	
Parcelamento Saldo Total		6,70 até 18,00	117,76 até 628,76	

FIGURA 17: TABELA DE JUROS VIGENTE VERDE CARD

FONTE: FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA (2021)

Caso não haja força que interfira a entrada de novos competidores, firmas eficientes não terão retornos acima do seu custo de capital, sendo barreiras de entrada que criam oportunidades estratégicas (Bruce Greenwald, 2005). Com base no autor, pode-se interpretar que a empresa só vai gerar lucro, no conceito da teoria microeconômica, caso haja essa interferência para *players* que efetivamente poderiam competir mais forte com empresa que se insiram nos mercados onde as Lojas Quero-Quero atuam.

A figura abaixo demonstra a falta de competição das Lojas Quero Quero de grandes varejistas, atuando em 92% dos casos em cidades onde não há a competição das demais destacadas.

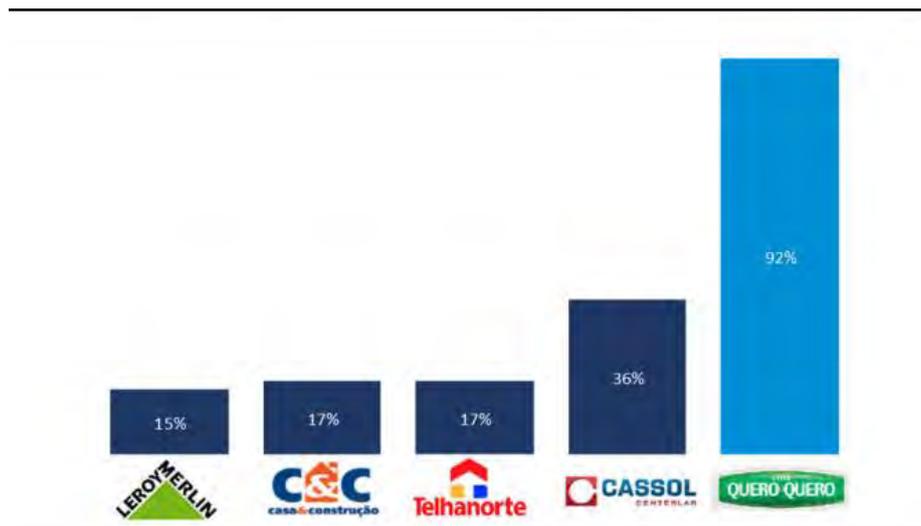


FIGURA 18: PROPORÇÃO DAS CIDADES SEM COMPETIÇÃO DE UMA GRANDE VAREJISTA
FONTE: RELATÓRIO SELL-SIDE BTG

5. METODOLOGIA

A análise fundamentalista tem como finalidade avaliar opções de investimento a partir do processamento de dados obtidos junto às empresas, associados a compreensão da conjuntura macroeconômica e do panorama setorial onde a companhia está inserida, passando pela análise retrospectiva de suas demonstrações financeiras e realizando previsões para o seu desempenho. A partir desta análise pode-se construir uma estimativa do valor justo de uma empresa, respaldando as decisões de investimentos. A análise fundamentalista tem como premissa principal que o valor justo para uma empresa se dá pela definição da sua capacidade de gerar lucros futuros. (KOBORI, 2019)

A referida análise é uma das estratégias que têm sido empregadas com o intuito de aumentar os lucros provenientes do mercado de ações. Os mercados de títulos encontram-se entre os mercados mais competitivos, em razão do grande número de compradores e vendedores e à relativa homogeneidade como consequência do conhecimento generalizado acerca dos preços e de outros dados financeiros relevantes.

Entende-se que o valor de mercado de uma empresa define-se pela cotação das suas ações na Bolsa, multiplicada pelo número total de ações que formam seu capital. Para o cálculo correto do valor de mercado devem ser consideradas as cotações em Bolsa de cada tipo de ação (ordinárias e preferenciais) e avaliadas pelas quantidades de

cada tipo no capital da empresa. Contudo, grande parte dos negócios não tem os dois tipos na Bolsa, razão pela qual se utiliza como referência a cotação da ação mais líquida para realizar o cálculo.

O intuito da análise fundamentalista é identificar os títulos que estão sendo vendidos com valores abaixo de seus preços de equilíbrio. Ao adquirir estes títulos e mantê-los ao tempo em que seus preços se elevam, até o equilíbrio, o comprador obterá um ganho de capital que incrementará o retorno oriundo da retenção desse título. O primeiro ponto para a análise fundamentalista é encontrar títulos que estão sendo vendidos a preços abaixo do preço de equilíbrio, de tal forma que à medida que os preços se aproximem dos preços de equilíbrio, os retornos são maiores que os custos de tê-los na carteira.

O ‘retorno mais elevado’ abrange a seguinte concepção: os preços de mercado são definidos em função de fluxos de caixa esperados. O fato de que tais fluxos são descontados assegura um aumento no preço ao longo do tempo mesmo para títulos equilibrados. O valor desse aumento depende do "grau de risco" do título. O investidor, ao realizar a análise fundamentalista, crê que, para um determinado nível de risco, e para uma dada taxa de aumento de preços, ele pode selecionar uma carteira que se elevará o suficiente em termos de preços, em relação à carteira média naquela classe de risco, de modo à compensar o custo de realizar a análise.

A análise fundamentalista pode conter duas perspectivas distintas, as análises *Top Down* e as análises *Bottom Up*. A análise *Top Down* se caracteriza de forma que a influência básica do valor de uma ação advém predominantemente de fatores macroeconômicos que influenciam diretamente o valor da companhia, e a análise *bottom up* usa todas as variáveis disponíveis dentro de um modelo determinado para calcular o valor justo da companhia (Póvoa, 2012).

“O fato de haver elevação de inflação simplesmente não seria suficiente para se recomendar a venda de ações” (Póvoa, 2012, pg.9) se referindo aos possíveis motivos de venda de uma empresa em uma abordagem *top-down*. O estudo das Lojas Quero Quero abordará análises macroeconômicas, mas o valor da ação da companhia vai ser baseado em premissas usando todas as variáveis disponíveis do modelo, caracterizando-se como uma análise *bottom up*.

A metodologia que será utilizada para avaliar o valor real da empresa será um modelo de *valuation* onde através da tomada de premissas por meio de uma análise qualitativa do negócio, calcularemos a previsão de fluxo de caixa descontado da empresa para o acionista.

Há diversas metodologias para realizar a avaliação de ativos. Neste estudo será empregado o método para determinar o valor justo da empresa através da utilização de projeções de longo prazo. A fórmula abrange estes movimentos:

$$EV = FCF1/(1+r) + FCF2/(1+r)^2 + \dots + (FCFn + VR)/(1+r)^n$$

Onde:

- EV = Valor do Empreendimento
- FCF = Fluxo de Caixa Livre da Firma
- r = Custo Médio Ponderado do Capital da Empresa (WACC)
- VR = Valor da Perpetuidade

Para realizar o cálculo de perpetuidade para o fluxo de caixa livre deve-se calcular o Valor Residual da empresa para os períodos subsequentes aos incluídos na projeção. Assim, o Valor da Perpetuidade é obtido através da seguinte fórmula:

$$VR = FC / (r - g)$$

Onde:

- VR = Valor da Perpetuidade
- FC = Fluxo de Caixa de um ano utilizado para o cálculo do EV
- r = Custo Médio Ponderado do Capital da Empresa (WACC)
- g = Taxa de crescimento esperada para o fluxo de caixa (em perpetuidade)

A variável Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) mostra-se como uma peça-chave para determinar o valor atual da empresa, visto que é a própria taxa de desconto a ser aplicada aos fluxos de caixa projetados, cujo cálculo segue a seguinte fórmula:

$$WACC = [Kd (1-t) (D/T)] + [Ke (E/T)]$$

Onde:

- K_d = Custo da dívida
- K_e = Custo do Capital Próprio (Custo do Equity)
- t = Alíquota de Imposto de Renda
- D/T = Participação do Capital de Terceiros no Passivo Total
- E/T = Participação do Capital Próprio no Passivo Total

O Custo da dívida (K_d) é descrito na taxa de juros efetiva da dívida onerosa da empresa, e o Custo do Capital Próprio (Equity) define-se a partir do modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) e calcula-se conforme a fórmula:

$$K_e = R_f + [\beta (R_m - R_f)]$$

Onde:

- K_e = Custo do Capital Próprio
- R_f = Taxa Livre de Risco do Mercado
- β = Beta da Ação
- $R_m - R_f$ = Prêmio Esperado pelo Risco do Investimento

No conceito do CAPM, foi determinada a existência de uma relação linear entre o retorno esperado para um ativo e seu risco sistemático. Assim, define-se o custo do capital próprio por meio da admissão de uma taxa livre de risco, associada a um prêmio extra aguardado pelo risco assumido no investimento. Sobre este prêmio de risco aplica-se a representação do risco sistemático, ou beta (β). Assim, o beta mede a sensibilidade da ação em análise considerando o comportamento do mercado num determinado período. O Beta representa o coeficiente angular da reta de regressão onde são plotados os retornos da ação e do mercado naquele período. Mostra-se como uma referência estatística, e pode ser obtido pelo quociente da seguinte fórmula:

$$\beta = \frac{\text{Covariância Retorno do Mercado e Retorno da Ação}}{\text{Variança do retorno de mercado}}$$

Quando uma ação tem β de valor 1 ela acompanha exatamente o mercado. As empresas de maior risco são aquelas cujas ações sobem ou caem em Bolsa de maneira mais agressiva que o índice do mercado. Empresas mais conservadoras têm β menor que 1, ou seja, variam de forma mais branda que o mercado.

Com base no exposto, o valor justo abrange o Valor do Empreendimento, deduzida a dívida onerosa da empresa, líquida das suas aplicações financeiras ou outros títulos negociáveis conforme a fórmula.

$$\text{Valor Justo} = \text{Valor do Empreendimento (ou EV)} - D + I$$

Onde:

- D = Valor de mercado da dívida onerosa da empresa
- I = Valor dos títulos mais caixa

Portanto, o valor justo de uma empresa pode ser calculado pelo valor presente dos fluxos de caixa livres projetados, deduzido de sua dívida líquida.

5.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

A metodologia do fluxo de caixa descontado tem como fundamento o conceito de que o valor do dinheiro varia com o tempo. Determina que o valor de um ativo é a soma dos valores presentes e seus fluxos de caixa futuros. Segundo Copeland, Koller e Murrin (2000), na técnica do *discounted cash flow* (DCF), o valor de uma empresa compõe-se nos fluxos de caixa previstos para o futuro, deduzidos a uma taxa que indique o risco associado a estes fluxos, como determina a seguinte fórmula:

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

Onde

- n é a vida útil do ativo;
- CF_t é o fluxo de caixa esperado no período t;
- r é a taxa de desconto refletindo o risco inerente aos fluxos de caixa esperados;

5.2 FLUXO DE CAIXA PARA O ACIONISTA

Damodaran (1997) esclarece que o fluxo de caixa para o acionista configura-se em uma medida do que a empresa pode pagar como dividendos. O fluxo de dividendos, quantia que a empresa realmente pagou ou pagará aos acionistas, pode ser diferente do

fluxo de caixa líquido dos acionistas, valor gerado pela empresa. Entre essas razões destacam-se: o desejo dos acionistas por estabilidade em relação à política de dividendos e a necessidade de investimentos futuros da empresa.

O fluxo de caixa para os acionistas traduz-se pelo fluxo líquido após as consequências de todas as dívidas tomadas para completar o financiamento da empresa, ou seja, fluxos de caixa relacionados aos juros, amortizações e novos endividamentos. Para calcular o valor do patrimônio líquido no conceito do acionista (VEA) é utilizado o fluxo de caixa livre (FCFF) deduzindo os valores da despesa financeira líquida de seus efeitos tributários, bem como as amortizações de financiamentos inclusos ingressos de novos passivos financeiros. Assim, tem-se o fluxo de caixa livre para os acionistas (FCFE):

$FCFE = FCFF - \text{Despesas Financeiras} - \text{Amortização de Dívida} + \text{Novas emissões de Dívida}$

Em seguida, esse valor deve ser descontado pela taxa de custo do capital próprio (K_e) e ao resultado soma-se o valor dos ativos financeiros a valor de mercado na data da avaliação, conforme a fórmula a seguir:

$$\left(\sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE}{(1+K_e)^t} \right) + AF \Rightarrow VEA = \left(\sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFt + DFt + NCTt}{(1+K_e)^t} \right) + AF$$

Onde

- VEA é o valor do patrimônio líquido no conceito do acionista;
- $FCFt$ é o valor do fluxo de caixa livre no período t ;
- DFt é a despesa financeira no período t ;
- $NCTt$ representa a necessidade de capital de terceiros (podendo ser positiva ou negativa) no período t ;
- K_e é o custo de capital próprio;
- AF representa os ativos financeiros a valor de mercado na data da avaliação.

5.3 FLUXO DE CAIXA PARA A FIRMA

A partir do conceito de fluxo de caixa livre, pode-se calculá-lo para a firma (FCFF) e, conseqüentemente, o valor do patrimônio líquido para a empresa. Os fluxos

de caixa livres para a firma são o somatório dos fluxos de caixa para todos os detentores de direito da empresa. A partir do FCFF descontado pelo custo médio ponderado de capital (WACC), e da soma dos valores de mercado dos ativos e passivos financeiros na data da avaliação, tem-se valor do patrimônio líquido, conforme demonstra a formula a seguir:

$$VE_f = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} - D$$

onde:

- VE_f é o valor do patrimônio líquido para a firma;
- FCF_t é o valor do fluxo de caixa livre no período t ;
- WACC é o custo médio ponderado de capital;
- D representa o somatório dos valores de mercado dos ativos e passivos financeiros na data da análise.

Damodaran (1997) esclarece que as diferenças entre o FCFF e FCFE provêm dos fluxos de caixa associados com dívidas e outros direitos não relacionados ao patrimônio. Para empresas que mantêm um nível adequado de endividamento e patrimônio e utilizam os títulos de dívida emitidos para financiar pagamentos de principal, o FCFF será maior do que o FCFE.

6. ANÁLISE FINANCEIRA

6.1 DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS

A análise das demonstrações financeiras, não importa o ramo e o porte da empresa, indica os pontos fortes e fracos de desempenho financeiro e operacional. A identificação desses pontos pode ser usada para melhorar o desempenho da cooperativa, através da correção das não conformidades detectadas. Essa análise, indica se a empresa é um investimento rentável, e tem como seus pilares principais o Balanço Patrimonial, Fluxo de Caixa, e DRE.

O Balanço Patrimonial da companhia, exposto na figura abaixo, demonstra a situação financeira da empresa a partir de uma visualização dos ativos, passivos, e patrimônio líquido.

Balanços Patrimoniais (Consolidado)				
<i>(Em milhares de Reais)</i>	2017	2018	2019	2020
Ativo	681,557	1,166,710	1,644,802	2,218,692
Ativo circulante	461,860	902,818	1,153,869	1,602,379
Caixa e equivalentes de caixa	46,549	149,933	240,251	475,437
Aplicações financeiras	9,798	31,399	30,035	31,536
Contas a receber de clientes	198,848	461,695	570,894	646,336
Estoques	180,586	214,224	224,323	318,904
Impostos a recuperar	3,416	18,046	52,966	70,323
Despesas antecipadas	1,323	5,699	6,612	2,356
Outros créditos	21,340	21,822	28,788	57,487
Ativo não circulante	219,697	263,892	490,933	616,313
Contas a receber de clientes	-	13,896	16,310	18,190
Partes relacionadas - Outras contas a receber	-	10,465	11,292	-
Imposto de renda e contribuição social diferidos	140,700	139,748	141,265	140,548
Depósitos judiciais	13,138	15,606	14,876	14,222
Despesas Antecipadas	-	-	10	18
Outros créditos	312	394	167	213
FIDC Verdecard	-	-	-	-
Investimentos	-	-	-	-
Imobilizado	39,592	53,842	268,604	399,608
Intangível	25,955	29,941	38,409	43,514
Passivo e patrimônio líquido	681,557	1,166,710	1,644,802	2,218,692
Passivo circulante	423,501	569,045	707,482	977,080
Fornecedores	191,677	208,483	267,461	357,261
Fornecedores conveniados	20,861	37,320	46,590	12,105
Empréstimos e financiamentos	44,078	106,659	69,235	167,908
Quotas seniores FIDC Verdecard	-	29,081	63,275	81,406
Passivos de Arrendamento	-	-	37,298	45,837
Obrigações com conveniadas	92,587	101,816	105,908	120,682
Impostos e contribuições a recolher	11,679	11,846	13,103	17,579
Salários e férias a pagar	31,569	37,172	54,085	70,767
Partes relacionadas	-	-	-	-
Receita diferida	2,564	2,431	1,593	1,460
Dividendos a pagar	-	-	5,081	15,123
Obrigações por repasse	5,729	16,213	18,099	16,690
Outras obrigações	22,757	18,024	25,754	70,262
Passivo não circulante	140,044	459,009	791,654	762,285
Empréstimos e financiamentos	79,524	138,830	266,764	207,835
Quotas seniores FIDC Verdecard	-	260,566	296,050	214,862
Contas a pagar por aquisição de investimento	44,969	46,346	46,488	47,775
Receita diferida	5,889	3,458	1,460	235
Passivos de Arrendamento	-	-	170,332	262,176
Provisão para riscos tributários, trabalhistas e cíveis	9,662	9,809	10,560	29,402
Patrimônio líquido	118,012	138,656	145,666	479,327
Capital social	139,827	139,827	139,827	450,563
Reserva de capital	91,094	92,982	2,480	(26,375)
Reserva Legal	-	-	423	3,816
Reserva de Incentivos Fiscais	-	-	2,936	6,916
Reserva de Lucros	-	-	-	44,407
Lucros (Prejuízos) Acumulados	(112,909)	(94,153)	-	-

FIGURA 19: BALANÇO PATRIMONIAL

FONTE: RELAÇÃO COM INVESTIDORES (PLANILHA DE RESULTADOS)

A DRE da companhia, exposto na figura abaixo, demonstra se as operações da empresa estão gerando lucro ou prejuízo a partir de uma análise de receita, custos e despesas.

Demonstrações do resultado (Consolidado)				
<i>(Em milhares de Reais)</i>	2017	2018	2019	2020
Receita Bruta, Líquida de Devolução e Abatimentos	1,104,520	1,333,457	1,653,257	2,029,225
Impostos	(132,017)	(152,956)	(309,225)	(408,061)
Receita operacional líquida	972,503	1,180,501	1,344,032	1,621,164
Venda de mercadorias	799,551	914,754	934,944	1,182,733
Serviços prestados	172,952	265,747	409,088	438,431
Custos das mercadorias vendidas e dos serviços prestados	(588,483)	(744,417)	(801,991)	(951,361)
Venda de mercadorias	(569,753)	(657,284)	(642,113)	(811,424)
Serviços prestados	(18,730)	(87,133)	(159,878)	(139,937)
Lucro bruto	384,020	436,084	542,041	669,803
Venda de mercadorias	229,798	257,470	292,831	371,309
Serviços prestados	154,222	178,614	249,210	298,494
Receitas (despesas) operacionais	(311,299)	(360,050)	(428,059)	(516,235)
Vendas	(202,414)	(243,536)	(287,673)	(346,436)
Administrativas e gerais	(98,286)	(113,117)	(125,629)	(151,780)
Resultado da equivalência patrimonial	-	-	-	-
Outras despesas operacionais, líquidas	(10,599)	(3,397)	(14,757)	(18,019)
Lucro Operacional antes do Resultado Financeiro Líquido	72,721	76,034	113,982	153,568
Resultado Financeiro Líquido	(49,319)	(43,822)	(66,458)	(55,126)
Despesas financeiras	(60,812)	(56,676)	(82,478)	(74,148)
Receitas financeiras	11,493	12,854	16,020	19,022
Lucro antes do imposto de renda, e da contribuição social	23,402	32,212	47,524	98,442
Imposto de renda e contribuição social correntes	(7,086)	(10,613)	(15,310)	(29,859)
Imposto de renda e contribuição social diferidos	880	(2,164)	(2,092)	(717)
Lucro líquido do período	17,196	19,435	30,122	67,866

FIGURA 20: DRE

FONTE: RELAÇÃO COM INVESTIDORES (PLANILHA DE RESULTADOS)

O fluxo de caixa, exposto na tabela abaixo, demonstra a geração de caixa da companhia a partir de uma análise do fluxo de caixa operacional, de investimento, e de financiamento.

Demonstrações dos fluxos de caixa (Consolidado)				
<i>(Em milhares de Reais)</i>	2017	2018	2019	2020
Fluxo de caixa das atividades operacionais				
Lucro do período	17,196	19,435	30,122	67,866
Ajustes para conciliar o lucro do período com o caixa e equivalentes de caixa aplicados nas atividades operacionais:				
Depreciação e amortização	9,894	12,419	48,478	61,243
Reversão créditos fiscais depreciação e amortização	-	-	2,014	2,562
Créditos fiscais passivo de arrendamento	-	-	706	826
Provisão para créditos de liquidação duvidosa	635	24,895	58,683	(31,646)
Equivalência patrimonial	-	-	-	-
Perda de investimentos	29	-	-	-
Ganho na venda e/ou custo de ativo imobilizado e intangível baixados	(24)	(121)	(14)	(11)
Encargos financeiros sobre contas a pagar por aquisição de investimento	4,061	2,548	2,608	1,287
Encargos financeiros sobre empréstimos e financiamentos	18,704	15,362	20,372	18,801
Encargos financeiros passivo de arrendamentos	-	-	15,066	19,389
Plano de opção de compra de ações	-	-	-	2,615
Provisão para riscos tributários, trabalhistas e cíveis	6,728	65	978	18,796
Provisão para perdas em estoques	156	(67)	1,533	(1,023)
Apropriação receita diferida	(4,423)	(2,564)	(2,836)	(1,358)
Imposto de renda e contribuição social diferidos	(880)	2,164	2,092	717
Lucro Ajustado	52,076	74,136	179,802	160,064
(Aumento) redução nos ativos operacionais:				
Contas a receber de clientes e partes relacionadas	(21,919)	(302,265)	(170,296)	(45,676)
Estoques	(40,684)	(33,571)	(11,632)	(93,558)
Quotas subordinadas FIDC Verdecard	-	-	-	-
Créditos diversos	(4,700)	(23,220)	(42,078)	(45,910)
Aumento (redução) nos passivos operacionais:				
Fornecedores	66,839	32,105	66,709	53,278
Quotas seniores FIDC Verdecard	-	289,647	69,678	(63,057)
Obrigações com conveniadas	9,382	9,229	4,092	14,774
Impostos e contribuições a recolher	2,995	4,152	6,286	18,104
Imposto de renda e contribuição social pagos	(3,032)	(3,985)	(5,050)	(14,591)
Outras obrigações e contas a pagar	4,784	10,183	24,063	59,781
Caixa líquido gerado das (aplicado nas) atividades operacionais	65,741	56,410	121,574	43,209
Fluxo de caixa das atividades de investimento				
Aplicações financeiras	(1,724)	(21,601)	1,364	(1,501)
Integralização de capital	-	-	-	-
Aquisição de imobilizado	(13,244)	(22,799)	(31,895)	(44,231)
Recebimento pela venda de imobilizado e intangível	44	445	107	11
Adições ao intangível	(5,610)	(7,020)	(12,074)	(12,336)
Dividendos e juros sobre o capital próprio recebidos	-	-	-	-
Caixa líquido aplicado nas (gerado das) atividades de investimento	(20,533)	(50,975)	(42,498)	(58,057)
Fluxo de caixa das atividades de financiamento				
Integralização de capital	-	-	-	284,022
Dividendos e juros sobre o capital próprio pagos	-	-	-	(5,081)
Captação de aquisição plano de opção de compra de ações	-	1,888	-	-
Resgate de ações	-	-	(11,002)	-
Captação de financiamentos - terceiros	105,693	260,064	322,085	92,219
Pagamento de juros sobre financiamentos e mútuos	(21,023)	(13,866)	(22,575)	(9,810)
Pagamento do valor principal de financiamentos	(128,745)	(139,800)	(226,599)	(60,512)
Pagamento de passivo de arrendamentos	-	-	(35,601)	(41,753)
Pagamento de juros de passivo de arrendamentos	-	-	(15,066)	(19,389)
Empréstimos (pagamentos) de recursos de partes relacionadas	-	(10,338)	-	10,338
Caixa líquido gerado das (aplicado nas) atividades de financiamento	(44,075)	97,947	11,242	250,034
Aumento líquido do saldo de caixa e equivalentes de caixa	1,132	103,383	90,318	235,186
Caixa e equivalentes de caixa no início do período	45,417	46,549	149,933	240,251
Caixa e equivalentes de caixa no fim do período	46,549	149,933	240,251	475,437

FIGURA 21: FLUXO DE CAIXA

FONTE: RELAÇÃO COM INVESTIDORES (PLANILHA DE RESULTADOS)

6.2 ANÁLISE DOS INDICADORES FINANCEIROS

A receita líquida da empresa demonstrou forte evolução nos últimos anos. Passou de um faturamento de R\$ 972 Milhões de reais para R\$ 1,621 Bilhões de reais entre 2017-2020. Utilizando o método de *Compound Annual Growth Rate* (CAGR), que mostra a taxa de crescimento anual composta pela fórmula $(\text{Valor Final}/\text{Valor Inicial})^{1/(\text{anos}-1)}$, pode-se observar um crescimento de 18.6% ao ano da empresa,.

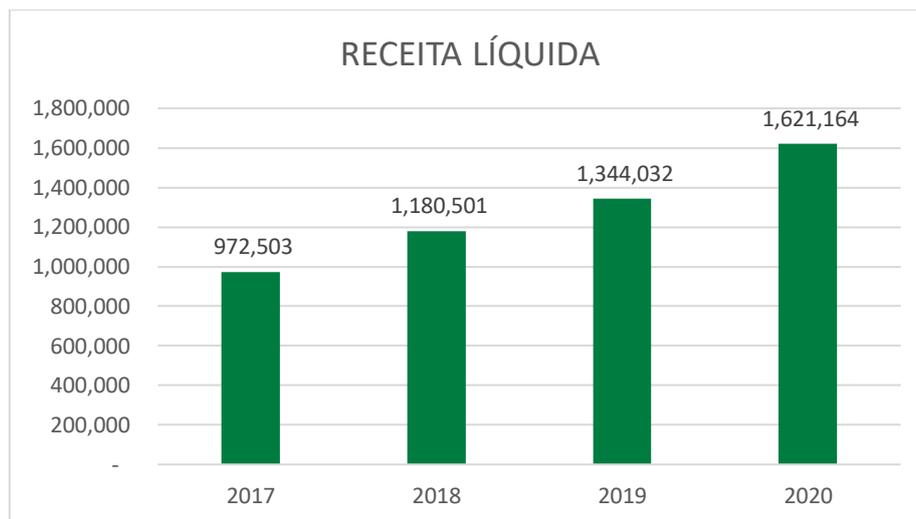


FIGURA 22: EVOLUÇÃO RECEITA

FONTE: RELAÇÃO COM INVESTIDORES (PLANILHA DE RESULTADOS)

O EBITDA, por sua vez, que representa o lucro operacional da empresa somando a depreciação e amortização, mostrou um crescimento ainda mais forte, crescendo de R\$ 82 Milhões em 2017 para R\$214 Milhões em 2020, com um CAGR de 37.5%.

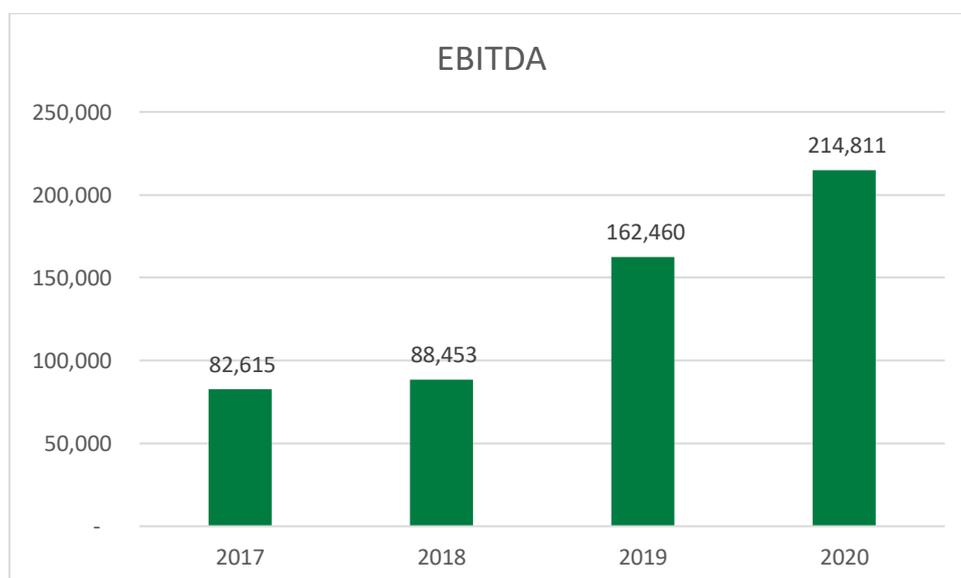


FIGURA 23: EVOLUÇÃO EBITDA

FONTE: RELAÇÃO COM INVESTIDORES (PLANILHA DE RESULTADOS)

Por fim, o lucro líquido que complementa com esses outros indicadores como os mais importantes na DRE, seguiu o mesmo crescimento forte. Em 2020 apresentou um valor de R\$ 67,8 Milhões de reais, um crescimento anual de 58% quando comparado a 2017, que teve R\$ 17,2 Milhões de lucro nas operações.

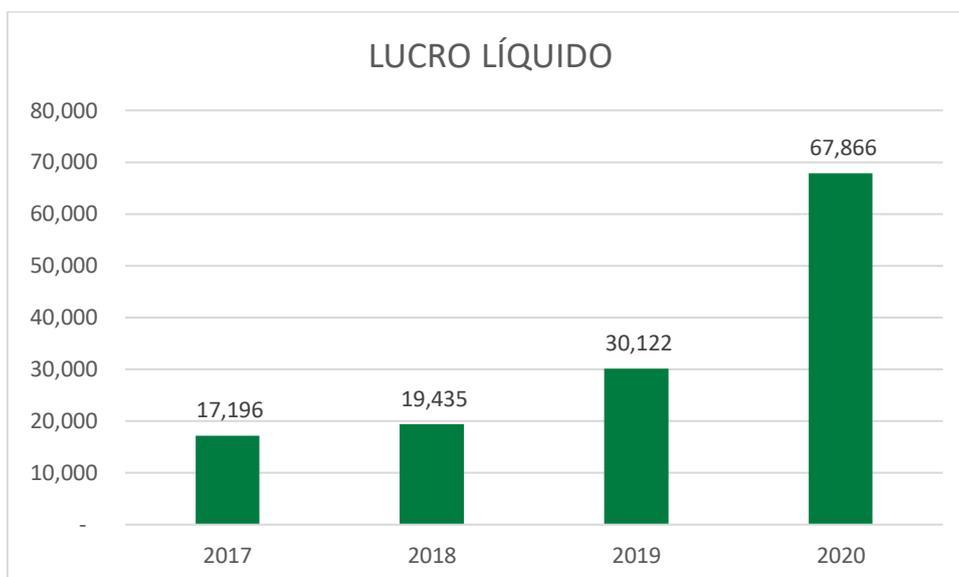


FIGURA 24: EVOLUÇÃO LUCRO LÍQUIDO

FONTE: RELAÇÃO COM INVESTIDORES (PLANILHA DE RESULTADOS)

Olhando para o fluxo de caixa, mais especificamente o fluxo de caixa operacional, que assim como o EBITDA e Lucro Líquido está relacionado a remuneração da governança (conforme destacado na seção “Remuneração – 4.2.4”), vinha de um bom crescimento entre 2017-2019, crescendo de R\$65,7 Milhões para R\$ 121,6 Milhões de reais. Entretanto, esse indicador é intensamente dependente do capital de giro, e durante a pandemia as Lojas Quero Quero aumentaram demasiadamente seu estoque para se proteger, o que levou a uma redução do fluxo de caixa operacional para R\$ 43,2 Milhões de reais.



FIGURA 25: EVOLUÇÃO DO FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL
FONTE: RELAÇÃO COM INVESTIDORES (PLANILHA DE RESULTADOS)

No geral, a evolução desses indicadores demonstra um sucesso da companhia nos quatro últimos anos. A diretoria estatutária conseguiu entregar bons resultados de acordo com os interesses dos acionistas.

7 VALUATION

7.1 PROJEÇÃO RECEITA

Para projeção da distribuição da receita, isso é, a porcentagem referente as suas três linhas de operação¹⁵, foi utilizado uma média dos últimos quatro trimestres. Essa média é representada como 76.5% da receita obtida por vendas de mercadorias, 20.2% para serviços financeiros, e 3.3% para os cartões de crédito. Já em relação ao seu crescimento, a análise foi fundamentada no quanto a empresa deve crescer no varejo, na medida que o crescimento nessa sua atividade principal, eleva também as receitas secundárias dos serviços financeiros e cartões de crédito.

Para obter esses valores, foi necessário fazer uma projeção de quantas novas lojas a empresa vai botar em operação, sua área, e a produtividade das lojas (Receita/m²).

De acordo com a gestão da empresa, deve-se abrir entre 70-80 novas lojas por ano entre 2021-2023. A partir de 2024, projeta-se uma redução no ritmo de abertura de novas lojas, devido a maturação das lojas nas áreas mapeadas pela companhia como possíveis locais para novas lojas (Formulário de Referência, 2020). Para a produtividade das lojas, a projeção foi baseada nos índices de 2019, devido ao fechamento de algumas lojas durante a pandemia que enviesariam o valor.

Portanto, para os próximos 5 anos, 2021-2025, foi projetado um aumento de 245 lojas, de média de 686 m². A receita/m² que foi considerada é de R\$ 7217 reais anuais. Ou seja, a cada novo metro quadrado das lojas Quero Quero no mercado, representa um aumento de mais de 7 mil reais em vendas.

Na figura abaixo pode-se observar a projeção da receita bruta pelos próximos 5 anos.

¹⁵ Varejo, Serviços financeiros, Cartão de crédito

Demonstrações do resultado (Consolidado)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Varejo	1,104,520	1,333,457	1,653,257	2,029,225	2,243,404	2,554,696	2,862,236	3,103,349	3,271,971
% da RBLD	914	1,054	1,230	1,573	1,714	1,954	2,190	2,374	2,503
Serviços Financeiros	82.72%	79.01%	74.39%	77.53%	76.40%	76.49%	76.50%	76.50%	76.50%
% da RBLD	147	230	360	392	454	515	577	626	660
Cartão de Crédito	13.27%	17.23%	21.77%	19.31%	20.24%	20.17%	20.16%	20.16%	20.16%
% da RBLD	44	50	63	64	75	85	96	104	109
% da RBLD	4.01%	3.76%	3.84%	3.16%	3.35%	3.34%	3.34%	3.34%	3.34%

FIGURA 26: PROJEÇÃO RECEITA

FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

7.2 PROJEÇÃO CUSTOS E DESPESAS OPERACIONAIS

Os custos, são aqueles relacionados ao valor pago pela companhia sobre as mercadorias vendidas, conhecidos como os *Cost of Good Solds (COGS)*. Projeta-se esses custos como porcentagem da receita, na medida em que o aumento de mercadorias vendidas, obrigam a companhia a comprar mais de seus fornecedores. Com o crescimento das vendas, conforme projetado na seção acima, é de se esperar um aumento no poder de barganha com os fornecedores, devido ao aumento de escala. Na projeção desses custos, foi considerado uma redução de meio por cento (-0.5%) ao ano comparando-se com 2019.

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Custos das mercadorias vendidas e dos serviços prestados	(588,483)	(744,417)	(801,991)	(951,361)	(1,040,557)	(1,172,171)	(1,298,968)	(1,392,875)	(1,452,198)
% da RBLD	-53.3%	-55.8%	-48.5%	-46.9%	-46.4%	-45.9%	-45.4%	-44.9%	-44.4%

FIGURA 27: PROJEÇÃO CUSTOS

FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

As despesas operacionais também podem ser observadas a partir de uma porcentagem da receita bruta, e assim como os custos, também envolvem ganhos de escala com o crescimento das vendas. Para as despesas, acredita-se que esse ganho é menor, e só é observável em relação as vendas. Na projeção foi considerado uma redução de 0.25% ao ano nas despesas de vendas em relação a receita bruta, na medida em que um aumento das vendas gera um ganho de eficiência operacional¹⁶. Em relação as despesas gerais e administrativas, não foi projetado nenhum ganho de escala, ou seja, foi utilizado a mesma proporção sobre a receita bruta de 2020 (7.5%). Já as outras

¹⁶ As despesas de vendas são gastos com os funcionários para venda de mercadorias. Acredita-se que o aumento de uma unidade vendida não é repassado proporcionalmente a sua despesa, e portanto, projeta-se esse ganho.

despesas operacionais, essa não tem qualquer relação com o faturamento, e portanto, foi projetado para os próximos 5 anos o mesmo valor de 2020.

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Receitas (despesas) operacionais	(311,299)	(360,050)	(428,059)	(516,235)	(563,212)	(632,475)	(699,289)	(748,921)	(780,455)
Vendas	(202,414)	(243,536)	(287,673)	(346,436)	(377,393)	(423,373)	(467,184)	(498,780)	(517,702)
% da RBLD	18%	18.3%	17.4%	17.1%	16.8%	16.6%	16.3%	16.1%	15.8%
Administrativas e gerais (GA)	(98,286)	(113,117)	(125,629)	(151,780)	(167,800)	(191,084)	(214,087)	(232,121)	(244,734)
% da RBLD	9%	8.5%	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Resultado da equivalência patrimonial	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras despesas operacionais, líquidas	(10,599)	(3,397)	(14,757)	(18,019)	(18,019)	(18,019)	(18,019)	(18,019)	(18,019)

FIGURA 28: PROJEÇÃO DAS DESPESAS OPERACIONAIS

FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

Com a projeção desses indicadores, obtemos o lucro bruto e operacional da empresa, que é destacado no gráfico abaixo:

<i>Demonstrações do resultado (Consolidado)</i>	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Receita Bruta, Líquida de Devolução e Abatimentos	1,104,520	1,333,457	1,653,257	2,029,225	2,243,404	2,554,696	2,862,236	3,103,349	3,271,971
Impostos	(132,017)	(152,956)	(309,225)	(408,061)	(451,131)	(513,729)	(575,573)	(624,059)	(657,967)
% da RBLD	-12%	-11%	-19%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
Receita operacional líquida	972,503	1,180,501	1,344,032	1,621,164	1,792,273	2,040,967	2,286,663	2,479,290	2,614,004
Custos das mercadorias vendidas e dos serviços prestados	(588,483)	(744,417)	(801,991)	(951,361)	(1,040,557)	(1,172,171)	(1,298,968)	(1,392,875)	(1,452,198)
% da RBLD	-53.3%	-55.8%	-48.5%	-46.9%	-46.4%	-45.9%	-45.4%	-44.9%	-44.4%
Lucro bruto	384,020	436,084	542,041	669,803	751,716	868,797	987,695	1,086,415	1,161,806
Receitas (despesas) operacionais	(311,299)	(360,050)	(428,059)	(516,235)	(563,212)	(632,475)	(699,289)	(748,921)	(780,455)
Vendas	(202,414)	(243,536)	(287,673)	(346,436)	(377,393)	(423,373)	(467,184)	(498,780)	(517,702)
% da RBLD	18%	18.3%	17.4%	17.1%	16.8%	16.6%	16.3%	16.1%	15.8%
Administrativas e gerais (GA)	(98,286)	(113,117)	(125,629)	(151,780)	(167,800)	(191,084)	(214,087)	(232,121)	(244,734)
% da RBLD	9%	8.5%	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Resultado da equivalência patrimonial	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras despesas operacionais, líquidas	(10,599)	(3,397)	(14,757)	(18,019)	(18,019)	(18,019)	(18,019)	(18,019)	(18,019)
Lucro Operacional antes do Resultado Financeiro Líquido	72,721	76,034	113,982	153,568	188,504	236,321	288,406	337,494	381,351

FIGURA 29: PROJEÇÃO DO LUCRO OPERACIONAL

FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

7.3 PROJEÇÃO DESPESA FINANCEIRA

Além dos custos e despesas operacionais, projeta-se também as despesas financeiras. As despesas financeiras, diferentemente das outras, não tem relação com a receita bruta, sendo analisada a partir da dívida líquida da empresa.

Para isso, deve ser calculada a evolução da dívida da companhia, que é projetada a partir de um múltiplo sobre o *EBITDA*. Com os cálculos de receita, custos, e despesas projetados nas seções anteriores, obtivemos os lucros operacionais, faltando apenas somar a depreciação e amortização (D&A) para se obter o *EBITDA*. O D&A, por sua vez, é calculado como proporção da receita bruta. A tabela abaixo demonstra as projeções para depreciação e amortização, considerando o mesmo percentual do ano passado (2020).

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
(+) Depreciação e Amortização	9,894	12,419	48,478	61,243	67,707	77,102	86,384	93,661	98,750
Depreciação e Amortização como % da RBLD	0.9%	0.9%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

FIGURA 30: PROJEÇÃO DA DEPRECIÇÃO E AMORTIZAÇÃO
 FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS
 DA COMPANHIA

Na figura abaixo, pode-se observar o *EBITDA* projetado para a companhia, conforme o calculo destacado acima.

Demonstrações do resultado (Consolidado)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Lucro Operacional antes do Resultado Financeiro Líquido	72,721	76,034	113,982	153,568	188,504	236,321	288,406	337,494	381,351
(+) Depreciação e Amortização	9,894	12,419	48,478	61,243	67,707	77,102	86,384	93,661	98,750
Depreciação e Amortização como % da RBLD	0.9%	0.9%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
(-) EBITDA	82,616	88,454	162,460	214,811	256,211	313,423	374,790	431,155	480,101
Margem EBITDA (%)	8.5%	7.5%	12.1%	13.3%	14.3%	15.4%	16.4%	17.4%	18.4%

FIGURA 31: PROJEÇÃO DO EBITDA
 FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS
 DA COMPANHIA

A partir do *EBITDA* e da dívida da empresa, que é a soma dos empréstimos e financiamentos no passivo circulante e não circulante (Balanço Patrimonial), pode-se observar na tabela abaixo os múltiplos Dívida/EBITDA da empresa nos últimos 4 anos, e a projeção da dívida assumindo o mesmo múltiplo de 2020.

Demonstrações do resultado (Consolidado)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Dívida Bruta	123,602	245,489	335,999	375,743	448,159	548,233	655,574	754,167	839,782
EBITDA	82,616	88,454	162,460	214,811	256,211	313,423	374,790	431,155	480,101
Dívida Bruta/EBITDA	1.50x	2.78x	2.07x	1.75x	1.75x	1.75x	1.75x	1.75x	1.75x

FIGURA 32: PROJEÇÃO DA DÍVIDA BRUTA
 FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS
 DA COMPANHIA

Agora que temos a projeção da dívida bruta, podemos projetar o resultado financeiro da empresa, como pode ser observado na tabela abaixo.

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Resultado Financeiro Líquido	(49,319)	(43,822)	(66,458)	(55,126)	(65,750)	(80,432)	(96,181)	(110,645)	(123,206)
% da Dívida	-39.9%	-17.9%	-19.8%	-14.7%	-14.7%	-14.7%	-14.7%	-14.7%	-14.7%

FIGURA 33: PROJEÇÃO DA DESPESA FINANCEIRA
 FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS
 DA COMPANHIA

7.4 PROJEÇÃO RESULTADO

A simulação feita nas seções anteriores, deram origem a projeção de resultados da empresa, como pode ser observado na tabela abaixo

Demonstrações do resultado (Consolidado)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Receita Bruta, Líquida de Devolução e Abatimentos	1.104,520	1.333,457	1.653,257	2.029,225	2.243,404	2.554,696	2.862,236	3.103,349	3.271,971
Varejo	914	1,054	1,230	1,573	1,714	1,954	2,190	2,374	2,503
% da RBLD	82,72%	79,03%	74,39%	77,53%	76,40%	76,49%	76,50%	76,50%	76,50%
Serviços Financeiros	147	230	360	392	454	515	577	626	660
% da RBLD	13,27%	17,23%	21,77%	19,31%	20,24%	20,17%	20,16%	20,16%	20,16%
Cartão de Crédito	44	50	63	64	75	85	96	104	109
% da RBLD	4,01%	3,76%	3,84%	3,16%	3,35%	3,34%	3,34%	3,34%	3,34%
Impostos	(132,017)	(152,956)	(309,225)	(408,061)	(451,131)	(513,729)	(575,573)	(624,059)	(657,967)
% da RBLD	-12%	-11%	-19%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
Receita operacional líquida	972,503	1.180,501	1.344,032	1.621,164	1.792,273	2.040,967	2.286,663	2.479,290	2.614,004
Venda de mercadorias	799,551	914,754	934,944	1,182,733	1,307,567	1,489,004	1,668,253	1,808,786	1,907,067
Venda de mercadorias as of RBLD%	82%	77%	70%	73%	73%	73%	73%	73%	73%
Serviços prestados	172,952	265,747	409,088	438,431	484,706	551,963	618,410	670,504	706,937
Serviços prestados as of RBLD%	18%	23%	30%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Custos das mercadorias vendidas e dos serviços prestados	(588,483)	(744,417)	(801,991)	(951,361)	(1.040,557)	(1.172,171)	(1.298,868)	(1.392,875)	(1.452,198)
% da RBLD	53,3%	55,8%	48,5%	46,9%	46,8%	45,9%	45,4%	44,9%	44,4%
Lucro bruto	384,020	436,084	542,041	669,803	751,716	868,797	987,795	1.086,415	1.161,806
Receitas (despesas) operacionais	(311,299)	(360,050)	(428,059)	(516,235)	(563,212)	(632,475)	(699,289)	(748,921)	(780,455)
Vendas	(202,414)	(243,536)	(287,673)	(346,436)	(377,393)	(423,373)	(467,184)	(498,780)	(517,702)
% da RBLD	18%	18,3%	17,4%	17,1%	16,8%	16,6%	16,3%	16,1%	15,8%
Administrativas e gerais (GA)	(98,286)	(113,117)	(125,629)	(151,780)	(167,800)	(191,084)	(214,087)	(232,121)	(244,734)
% da RBLD	9%	8,5%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Outras despesas operacionais, líquidas	(10,599)	(3,397)	(14,757)	(18,019)	(18,019)	(18,019)	(18,019)	(18,019)	(18,019)
Lucro Operacional antes do Resultado Financeiro Líquido	72,721	76,034	113,982	153,568	188,504	236,321	288,406	337,494	381,351
Resultado Financeiro Líquido	(49,319)	(43,822)	(66,458)	(55,126)	(65,750)	(80,432)	(96,181)	(110,645)	(123,206)
% da Dívida	-39,9%	-17,9%	-19,8%	-14,7%	-14,7%	-14,7%	-14,7%	-14,7%	-14,7%
Lucro antes do imposto de renda, e da contribuição social	23,402	32,212	47,524	98,442	122,754	155,889	192,225	226,849	258,145
Imposto de renda e contribuição social correntes	(7,086)	(10,613)	(15,310)	(29,899)	(41,736)	(53,002)	(65,357)	(77,129)	(87,769)
As % Lucro antes do imposto de renda, e da contribuição social	-30%	-33%	-32%	-30%	-34%	-34%	-34%	-34%	-34%
Imposto de renda e contribuição social diferidos	890	(2,164)	(2,092)	(717)	(1,228)	(1,559)	(1,922)	(2,268)	(2,581)
As % Lucro antes do imposto de renda, e da contribuição social	4%	-7%	-4%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Lucro líquido do período	17,196	19,435	30,122	67,866	79,790	101,328	124,946	147,452	167,794

FIGURA 34: PROJEÇÃO DOS RESULTADOS

FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

7.5 PROJEÇÃO CAPITAL DE GIRO

O capital de giro é um elemento fundamental para analisar o dinheiro necessário para manter a empresa funcionando. A sua fórmula é definida como: Contas a Receber + Estoque – Contas a pagar. Esse valor não precisa necessariamente ser positivo, muitas empresas conseguem funcionar com um capital de giro negativo. Isso acontece quando a empresa tem prazos longos com os seus fornecedores, e consegue girar rápido o seu estoque e receber rápido o pagamento pela venda das mercadorias.

A projeção do capital de giro é feita a partir de uma conta que projeta o número de dias para cada um desses elementos acontecerem. Os cálculos são baseados nas fórmulas abaixo:

- Dias Contas a Receber: $(\text{Contas a Receber} / \text{Receita Bruta}) * 365$
- Dias Contas a Pagar: $(\text{Contas a Pagar} / \text{COGS}) * 365$
- Dias Estoque: $(\text{Estoque} / \text{COGS}) * 365$

Ao projetar o número de dias do estoque, contas a receber, e contas a pagar, é necessário fazer a conta inversa para projetar sua evolução. Na projeção dos dias, foi utilizado como premissa uma redução (melhora) de 2 dias para o estoque e as contas a receber, e um aumento (melhora) de dois dias no contas a pagar até 2023, e depois se manter constante. Essas premissas foram utilizadas com base no alinhamento desses quesitos com a remuneração da gestão, que tem como uma das suas metas a geração de caixa operacional. Além disso, pode-se esperar uma melhora devido ao aumento de barganha com os fornecedores ao elevarem suas vendas, uma melhor gestão de estoque com o aumento do número de lojas, e maior eficiência de cobrança com o Verde Card.

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Working Capital	166,896	430,116	481,166	595,874	646,915	713,360	773,423	839,778	886,676
Variação Capital de Giro		263,220	51,050	114,708	51,041	66,446	60,063	66,355	46,897
Contas a receber	198,848	461,695	570,894	646,336	704,734	791,339	874,072	947,704	999,198
Dias Contas a Receber	75 dias	143 dias	155 dias	146 dias	144 dias	142 dias	140 dias	140 dias	140 dias
Estoque	180,586	214,224	224,323	318,904	291,377	321,809	349,502	374,769	390,731
Dias Estoque	97 dias	97 dias	100 dias	104 dias	102 dias	100 dias	98 dias	98 dias	98 dias
Contas a Pagar	212,538	245,803	314,051	369,366	349,197	399,787	450,151	482,695	503,253
Dias Contas a pagar	132 dias	121 dias	143 dias	120 dias	122 dias	124 dias	126 dias	126 dias	126 dias

FIGURA 35: PROJEÇÃO DO CAPITAL DE GIRO

FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

7.6 PROJEÇÃO CAPEX

O CAPEX representa os investimentos e aquisição de bens de valor de uma empresa. No caso das Lojas Quero Quero, esse é dividido em 3 dados; Abertura de novas lojas; Reformas e Projetos em Lojas; e Logística, TI e outros. A figura abaixo demonstra o quanto foi gasto (em R\$ Milhões) com CAPEX e sua divisão nos últimos anos.

Capex	2017	2018	2019	2020
Total Investimentos	24.50	30.19	45.40	58.6
Novas lojas	5.27	10.14	14.58	15.0
Novas Lojas (% Capex Total)	21%	34%	32%	26%
Reformas e Projetos em Lojas	7.65	9.06	12.28	13.6
Reformas e Projetos em Lojas (% Capex Total)	31%	30%	27%	23%
Logística, TI e Outros	11.59	10.99	18.54	30.1
Logística, TI, e Outros (% Capex Total)	47%	36%	41%	51%

FIGURA 36: CAPEX (2017-2020)

FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

As premissas para os gastos em novas lojas, serão baseadas na previsão de quanto custa a abertura de uma nova loja, calculado sobre a divisão de quanto foi gasto em 2020 em abertura de novas lojas e quantas lojas foram abertas. Em 2020, foram gastos R\$ 15 Milhões com a abertura de 49 novas lojas, o que equivale a um custo de R\$ 305,356 para abertura de uma loja. Nas projeções utilizadas no modelo, foi tomado como base a abertura anual de 75 novas lojas entre 2021-2023, e 10 novas lojas anual entre 2024-2025.

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Quantidade de lojas abertas		35	50	49	75	75	75	10	10
Custo para abertura de uma Loja		289,685.71	291,640.00	305,355.96	305,355.96	305,355.96	305,355.96	305,355.96	305,355.96
Novas lojas	5.27	10.14	14.58	15.0	22.90	22.90	22.90	3.05	3.05

FIGURA 37: CAPEX (NOVAS LOJAS)

FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

Em relação as premissas tomadas para a seção “Reformas e Projetos em Lojas” foram baseado no numero total de lojas de 2020 e quanto foi gasto por loja em suas reformas na média. O ano de 2020 finalizou com 396 lojas, e foi gasto um total de R\$ 13.6 Milhões de reais. O investimento gasto por loja foi de R\$ 34,323. Será projetado esse valor sobre o número de lojas da empresa para calcular o investimento total em reformas.

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Numero de Lojas		296	346	395	470	545	620	630	640
Gastos com reformas por Loja		30,601	35,488	34,323	34,322.90	34,322.90	34,322.90	34,322.90	34,322.90
Reformas e Projetos em Lojas	7.65	9.06	12.28	13.6	16.13	18.71	21.28	21.62	21.97

FIGURA 38: CAPEX (REFORMAS E PROJETOS EM LOJAS)

FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

O investimento em “Logística, TI, e outros” projetamos uma manutenção dos valores gastos em 2020. A figura abaixo mostra a projeção do CAPEX total.

CAPEX	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Total Investimentos	24.50	30.19	45.40	58.6	69.10	71.68	74.25	54.75	55.09
Novas lojas	5.27	10.14	14.58	15.0	22.90	22.90	22.90	3.05	3.05
Reformas e Projetos em Lojas	7.65	9.06	12.28	13.6	16.13	18.71	21.28	21.62	21.97
Logística, TI e Outros	11.59	10.99	18.54	30.1	30.1	30.1	30.1	30.1	30.1

FIGURA 39: CAPEX (TOTAL)

FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

7.7 VALUATION - FCFE

Com base no exposto, apresenta-se o objetivo principal deste estudo que se refere a determinação do valor de mercado das Lojas Quero Quero e o valor proposto para suas ações ao mercado. Faz-se necessário compreender que a projeção das taxas de crescimento, o custo médio de capital e as taxas de desconto que a empresa vai projetar para os próximos anos são fatores importantes para a correta determinação de seu valor de mercado. Deste modo, foram projetados os fluxos de caixa livre para a empresa para os próximos cinco anos trazidos a valor presente. Em seguida, determinou-se o valor do fluxo de caixa livre para a perpetuidade o qual também foi descrito em valores atuais.

Em primeiro lugar, deve ser destacado o custo do *equity* (K_e) utilizado, como foi exposto anteriormente (“Metodologia – Seção 5”). Nesse caso, como as projeções foram feitas em termos nominais, deve-se considerar também a inflação. Para a consideração das variáveis que complementam o cálculo do “ K_e ”, foi utilizado um Beta de 0.57 (Oceans14, 2021), uma taxa livre de risco de 3.5% que nada mais é do que a taxa Selic, uma inflação projetada de 3.5% (Focus), e um prêmio esperado pelo risco do investimento de 10%, que é o mais comum a ser usado entre analistas de ações para tal fim. Calculando esses valores, conclui-se um K_e de 9.5%, que foi utilizado como a taxa de desconto do modelo.

Beta (β)	0.57
Taxa Livre de Risco (R_f)	3.50%
Prêmio esperado pelo Risco do Investimento ($R_m - R_f$)	10%
Inflação	3.50%
KE	9.5%

FIGURA 40: COMPOSIÇÃO K_e

FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

Para a projeção do FCFE, foi utilizado as premissas nas seções de projeção da tese. Os valores implicam em uma projeção de crescimento anual do lucro líquido, utilizando o método de CAGR, de 20.4% ao ano entre 2021-2025. Como visto na “seção 6 - análise financeira”, são números completamente realistas quando se compara o que a empresa cresceu nos últimos anos.

Para tanto, elaborou-se o quadro explicativo com a demonstração das taxas e do fluxo de caixa projetado.

FCFE (R\$ 000)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidade
Lucro líquido	79,790	101,328	124,946	147,452	167,794	
(+) D&A	67,707	77,102	86,384	93,661	98,750	
(-) delta Capital de Giro	(51,041)	(66,446)	(60,063)	(66,355)	(46,897)	
(-) CAPEX	(69,105)	(71,679)	(74,253)	(54,748)	(55,091)	
(+) Novas dívidas	72,416	100,074	107,341	98,593	85,615	
FCFE NOMINAL	99,768	140,379	184,355	218,602	250,170	7,284,033
FCFE (Trazidos a VP)	91,112	117,078	140,415	152,054	158,915	4,225,588
NPV	BRL 4,879,640					

FIGURA 41: FCFE

FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

A empresa tem um *Market cap*, valor definido no mercado, de R\$ 4.236.499.800 inferiores aos fluxos de caixa trazidos a valores presente no modelo, que somaram R\$ 4,879,639,940. Portanto, pode-se considerar que as lojas Quero Quero, de acordo com o *valuation* da tese, está abaixo de seu valor justo. Considerando o número de ações e o *Market cap* de mercado, e o *Market cap* projetado como o “valor justo” no modelo, pode-se inferir um *upside* de 15.2% da ação, no qual acredita-se que valem R\$ 26,05, acima do valor de mercado de R\$ 22,62.

	Mercado	Modelo
Market Cap	4,236,499,800	4,879,639,940
Número de Ações	187,290,000	187,290,000
Valor da ação	BRL 22.62	BRL 26.05
Upside		15.2%

FIGURA 42: VALOR JUSTO LOJAS QUERO QUERO

FONTE: ELABORAÇÃO DO AUTOR COM BASE NAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

8. CONCLUSÃO

Realizar a avaliação de uma empresa para investir ou acompanhar sua saúde financeira mostra-se interessante. O *valuation* mostra-se como uma perspectiva bastante utilizado no mercado para identificar o valor de uma determinada empresa, mas é um assunto pouco abordado na literatura.

O presente estudo buscou atender aos objetivos elencados, e ainda descrever as especificidades sobre a temática, frisando ainda a importância de cada indicador dentro do contexto e da análise fundamentalista realizada. As lojas Quero Quero apresentam-se como uma boa oportunidade de investimento, haja vista que estão em franca expansão.

Verifica-se que inicialmente, o cenário da pandemia afetou os resultados da empresa, mas diversos fatores já atuam para impulsionar positivamente os resultados. Com base no exposto, uma análise financeira assim como a análise fundamentalista promovem informações necessárias para a realização *valuation* de uma determinada empresa em um determinado momento para determinar o quanto ela vale. Os resultados indicam quando as ações estão acima ou abaixo do valor, além de permitir acompanhar a saúde financeira da empresa.

Depreende-se que as ações das Lojas Quero Quero deveriam ser vendidas por R\$ 26,05, acima do valor de mercado atual (R\$ 22,62). A realização desse estudo indica uma boa oportunidade de “compra” da empresa na medida em que a um risco/retorno favorável para o investimento.

9. BIBLIOGRAFIA

ALVES, André Alexandre; MENEZES, Octaviano M. de S. **Cartão de crédito Private Label: a arma de crédito na mão do varejo**. Novatec Editora, 2007.

BRAGA, Ailton. **Inflação, nível de atividade, juros e política monetária, em 2020 e 2021**. Blog do IBRE. 2021 Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/inflacao-nivel-de-atividade-juros-e-politica-monetaria-em-2020-e-2021>

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Lojas Quero-Quero conclui seu IPO na B3**. 2020. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/ljq3.htm. Acesso em: 26/04/2021

BRAZIL JOURNAL. **Quero-Quero vale R\$ 2,3 bi no IPO do Brasil profundo**. 2020. <https://braziljournal.com/quero-quero-vale-r-23-bi-no-ipo-do-brasil-profundo>. Acesso em: 03/03/2021

PÓVOA, A. **Valuation: Como Precificar Ações**. São Paulo; Elsevier Editora Ltda, 2012

CARDS EXPO. **Saiba por que você deve investir em cartões private label**. Futurecom Digital. 2017. Disponível em: <https://digital.futurecom.com.br/conectividade/saiba-porque-voc-deve-investir-em-cartes-private-label> Acesso em: 20 jun. 2021

CBIC. **CBIC reforça importância do setor para a retomada do crescimento. Câmara Brasileira da Indústria da Construção**. 2019. Disponível em: <https://cbic.org.br/cbic-reforca-importancia-do-setor-da-construcao-para-a-economia-nacional/> Acesso em : 21/04/2021

COLGATE, Mark; ALEXANDER, Nicholas. **Banks, retailers and their customers: a relationship marketing perspective**. International Journal of bank marketing, v. 16 n. 4, p. 144-152, 1998.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. New York: Wiley, 2000

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualimark, 1997

IFI. **Relatório de acompanhamento fiscal 2020**. Instituição Fiscal independente. 2020.

Disponível em:

https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/579879/RAF46_NOV2020_1_Con texto_macro.pdf Acesso em: 20 jun. 2021

IMED. **Porque a Engenharia Civil é tão importante para a economia?** 2016.

Disponível em: <https://www.imed.edu.br/Comunicacao/Noticias/porque-a-engenharia-civil-e-tao-importante-para-a-economia--> Acesso em: 19/04/2021

ÍNDICES & INDICADORES. **INCC-M – Índice Nacional de Custo da Construção (Mercado)**. 2021. Disponível em: <https://www.indiceseindicadores.com.br/incc-m-indice-nacional-de-custo-da-construcao-mercado/>. Acesso em 29/04/2021

LOJAS QUERO-QUERO. **Formulário de Referência 2020**. Versão: 9. Lojas Quero-Quero: 2020. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/357a8c2e-106b-4248-8181-2241395742be/d8bfd617-26dd-ea06-3ba1-67a3c8b87df6?origin=1>. Acesso em: 29/04/2021

PAIXÃO, Ricardo Fernandes; SILVEIRA, D. A.; GIESBRECHT, José Augusto. **A emergência dos bancos de varejista e o novo panorama da concorrência bancária no ponto de venda**. VI Seminários em Administração-SEMEAD, 2003.

RIBEIRO, Gustavo. **Pequenas intervenções em casa garantiram as vendas de materiais de construção na pandemia**. Gazeta do povo. 2020. Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/haus/arquitetura/pequenas-intervencoes-em-casa-garantiram-as-vendas-de-materiais-de-construcao-na-pandemia/>

RODRIGUES, Marlene; DALONGARO, Roberto. **Governança corporativa**. Observatorio de la Economía Latinoamericana, n. abril, 2018.

TRADING VIEW. **Gráfico Forex do USDBRL**. 2021. Disponível em: <https://br.tradingview.com/symbols/USDBRL/>. Acesso em 29/04/2021

TRISOTTO, Fernanda. **Por que o preço do material de construção subiu e até faltam alguns produtos? Entenda**. Tribuna. 2020 Disponível em: <https://tribunapr.uol.com.br/noticias/brasil/por-que-o-preco-do-material-de-construcao-subiu-e-ate-faltam-alguns-produtos-entenda/>. Acesso em: 20/04/2021

ANBIMA. Disponível em https://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/ofertas-iniciais-de-acoes-crescem-344-em-2020.htm

VITRINE DO VAREJO. **MERCADO DE CONSTRUÇÃO 2021**. Disponível em <https://vitriedovarejo.com/mercado-de-construcao-2021/>

CBIC. **CBIC reforça importância do setor da construção para a economia nacional**. Disponível em https://cbic.org.br/en_US/cbic-reforca-importancia-do-setor-da-construcao-para-a-economia-nacional/

SENADO NOTÍCIAS. **Governo federal já gastou R\$ 509 bilhões com o enfrentamento a pandemia**. Disponível em <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2020/12/22/governo-federal-ja-gastou-r-509-bilhoes-no-enfrentamento-a-pandemia>

VALOR. **INCC-M**. Disponível em <https://www.valor.srv.br/indices/incc-m.php?pagina=1>

ECONOMIA UOL. **VENDAS DE SIDERURGICAS CRESCEM EM RITMO CHINÊS APESAR DE ALTA NO PREÇO**. Disponível em <https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2021/06/16/vendas-de-siderurgicas-crescem-em-ritmo-chines-apesar-da-alta-no-preco-do-aco.htm>

FIESP. **COM TAXA DE JUROS BAIXA CONSTRUÇÃO CIVIL DEVERA SEGUIR FORTE EM 2021**. Disponível em <https://coronavirus.fiesp.com.br/blog/com-taxa-de-juros-baixa-construcao-civil-devera-seguir-forte-em-2021-avaliam-e>

SIENGE, **CASA VERDE E AMARELA NOVIDADES**. Disponível em <https://www.sienge.com.br/blog/casa-verde-e-amarela-novidades/>

OCEANS14. **LOJAS QUERO QUERO**. Disponível em <https://www.oceans14.com.br/acoes/quero-quero/ljq3/balanco-dividendos>

LOJAS QUERO QUERO. **RELAÇÕES COM INVESTIDORES**. Disponível em <https://ri.quero-quero.com.br/>