



**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“VALUATION” – MÉTODOS PARA ANÁLISE  
E AVALIAÇÃO DE EMPRESAS E ATIVOS

Fabio Steinberg

No. de matrícula: 02126960

Professor Tutor: João Manoel P. de Mello

Professor Orientador: José Henrique Tinoco de Araújo

Rio de Janeiro, 27 de Novembro de 2006.

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“VALUATION” – MÉTODOS PARA ANÁLISE  
E AVALIAÇÃO DE EMPRESAS E ATIVOS

---

Fabio Steinberg  
No. de matrícula: 02126960

Orientador: José Henrique Tinoco de Araújo

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

Rio de Janeiro, 27 de Novembro de 2006.

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

### **Dedicatórias**

Dedico este trabalho a todos que me ajudaram nestes quatro anos e meio de faculdade e que de alguma forma contribuíram para o meu aprendizado e amadurecimento. Dentre estas pessoas algumas merecem ser citadas.

Agradeço aos meus pais por terem me proporcionado o privilégio de ter cursado esta faculdade de nível incontestável, e por tudo que fizeram para a minha formação como pessoa.

Agradeço ao meu irmão que sempre esteve ao meu lado nas horas mais complicadas, me ajudando incondicionalmente.

Agradeço aos meus amigos que durante este período me ajudaram a fazer as escolhas certas e aprender com as erradas. Merecem destaque, Guilherme Vaisman, Felipe Esteves, Luis Figer, João Lopes, João Landau, Manoel Savastano, Antônio Heluany, Bernardo Sampaio, Victor Uebe, Carlos Kessler, Diana Litewski, Marcelo Ornelas, Rodrigo Santos, Alexandre Leite dentre outros.

Agradeço a todos os professores que contribuíram com meu aprendizado, e principalmente aqueles que foram além, mostrando que existem muitas formas de se vencer na vida.

Por fim não poderia deixar de reservar um agradecimento especial para meu professor orientador e amigo pessoal, José Henrique Tinoco, que muito me ajudou não só de forma acadêmica, mas também de forma profissional e pessoal.

## Sumário

1. Introdução .....	06
2. Capítulo 1 - Uma Visão geral dos Métodos de Avaliação de Ativos .....	07
1.1. O Fluxo de Caixa Descontado.....	07
1.1.a. Avaliação do Patrimônio .....	08
1.1.b. Avaliação da Empresa .....	09
1.2. Avaliação Relativa ou Avaliação por Múltiplos .....	11
1.3 Avaliação por Direitos Contingentes .....	12
3. Capítulo 2 - Os Demonstrativos Financeiros .....	15
2.1 Demonstrativos de Resultados do Exercício (DRE) .....	15
2.2 O Balanço Patrimonial .....	16
2.3 Demonstrativo de Fluxos de Caixa .....	17
2.4 Índices Financeiros .....	19
2.4.a. ROA – Retorno sobre Ativos .....	19
2.4.b. ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido .....	19
4. Capítulo 3 - O Setor de Varejo Eletrônico .....	20
5. Capítulo 4 - A Empresa .....	31
6. Conclusão .....	36
7. Apêndice.....	37
8. Bibliografia .....	38

## 1 . Introdução

O estudo da economia hoje, assim como uma série de outras carreiras gera uma quantidade extensa de campos específicos em que se pode trabalhar. Um deles é o mercado financeiro que gira uma cifra altíssima de dinheiro através dos investimentos, sejam eles especulativos ou fundamentados, em ativos nas bolsas de valores de todo o mundo.

No mercado financeiro uma das principais formas de ser bem sucedido é encontrar os “melhores” ativos que são negociados para formar um portfólio. Para muitos que trabalham no ramo, o sentido de “melhor ativo” pode variar de acordo com o perfil do investidor e dos prazos que estes têm para alcançarem seus “targets”. Nesta monografia teremos como foco os métodos para se encontrar os ativos que possuem fundamentos sólidos, ou seja, com boa gerencia de suas dívidas, transparência na administração e tomadas de decisão, boa política de distribuição de dividendos dentre outros dados que nos levarão a conclusão de que um determinado ativo está sub ou sobre valorizando pelo mercado, sendo então uma boa oportunidade de investimento ou não.

Todo ativo, seja ele financeiro ou real, tem um valor. A chave para investir nesses ativos está na compreensão das fontes que geram esse valor, e não no seu montante propriamente.

Nos capítulos a seguir serão expostas de forma geral as principais formas de avaliação de um ativo e o caso prático, para melhor exemplificar o método de “valuation”, da empresa Submarino (SUBA3), que possui capital aberto e é negociada na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

## Capítulo 1 – Uma Visão geral dos Métodos de Avaliação de Ativos

As formas de avaliação e observação do mercado e as empresas e ativos que a compõem são muitas, desta forma a avaliação pelo método de “Valuation”, seja ele qual for, é mais, ou menos importante dependendo da filosofia e perfil do investidor. Como exemplo, caso tracemos um paralelo entre analistas fundamentalistas e técnicos podemos chegar rapidamente à conclusão de que os primeiros se baseiam quase que exclusivamente nos fatores que são analisados por este método, já que acreditam ser o valor real da empresa tudo que está relacionado às suas características financeiras tais como, perspectivas de crescimento, perfil de risco dos fluxos de caixa etc. E qualquer desvio deste valor traz a tona à conclusão de que a empresa está sob ou supervalorizada.

Em contrapartida existem os analistas técnicos, que utilizam como principal ferramenta de análise e tomada de decisões o contexto técnico do ativo, ou seja, seus preços de suporte e resistência, assim como a formação de figuras gráficas tais como o triangulo, o OBV, a flâmula, dentre outras. Para estes últimos, a análise fundamentalista é apenas uma ferramenta secundária.

### 1.1 – O Fluxo de Caixa Descontado

Focando na análise fundamentalista que é o tema central desta monografia, podemos destacar um modelo que é a base para a construção dos demais modelos de “valuation” que são utilizados pelos analistas de mercado. O método é conhecido como Fluxo de Caixa Descontado, na sigla em inglês DCF (Discounted Cash Flow). Como se pode observar na equação abaixo, pode-se concluir que o valor do ativo depende inversamente da taxa de desconto a ser praticada. Esta está principalmente correlacionada com o grau de risco inerente dos fluxos de caixa esperados do ativo.

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

Onde,

$n$  = Vida útil do ativo.

$FC_t$  = Fluxo de Caixa no Período  $t$ .

$r$  = Taxa de desconto refletindo os riscos inerentes aos fluxos de caixa.

Os ativos na economia são muitos, e como era de se esperar, uma única forma de avaliá-los poderia gerar algum tipo de erro viesando o modelo. Sendo assim podemos citar dois caminhos para a avaliação de um ativo pelo método de Fluxo de Caixa Descontado. Embora ambos descontem fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa e taxas de desconto relevantes são diferentes em cada caminho. São eles a Avaliação de Patrimônio Líquido e a Avaliação da Empresa.

### **(a) Avaliação do Patrimônio**

O valor do Patrimônio Líquido é encontrado descontando-se os fluxos de caixa dos acionistas, ou seja, o fluxo de caixa após a dedução das despesas, pagamentos de juros de principal etc, ao custo de capital do patrimônio líquido que é o retorno mínimo exigido pelo acionista para investir no negócio.

$$\text{Valor do Patrimônio Líquido} = \sum_{t=1}^{t=00} \frac{FC \text{ do acionista}}{(1 + Ke)^t}$$

$Ke$  – Custo do Patrimônio Líquido

$t$  – Período de tempo

$FC$  – Fluxo de Caixa

### **(b) Avaliação da Empresa**

O valor da empresa é obtido descontando-se os fluxos de caixa da empresa, ou seja, o fluxo de caixa após a realização das despesas operacionais e impostos, porém antes do pagamento de dívidas, pelo custo médio ponderado do capital, que é o custo das diversas formas de financiamento da empresa ponderado pelos seus respectivos pesos.

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=00} \frac{\text{FC da Empresa}}{(1 + WACC)^t}$$

FC – Fluxo de Caixa

WACC – Custo Médio Ponderado do Capital.

O Custo Médio Ponderado do Capital pode ser encontrado a partir da equação abaixo:

$$WACC = [Cf * (1-t) * (F/T)] + [Cp * (P/T)]$$

Onde,

WACC – Custo Médio ponderado do Capital

Cf - Custo do Financiamento do Capital de Terceiros (Dívida Onerosa)

Cp - Custo do Capital Próprio

t - Alíquota de Imposto de Renda

F/T - Participação do Capital de Terceiros no Passivo Total da Empresa

P/T - Participação do Capital Próprio (Patrimônio Líquido) no Passivo Total da Empresa.

Todos estes valores são conhecidos, o que ajuda a chegar ao valor da empresa, com a exceção do Custo do capital próprio (Cp) que pode ser estimado através da equação abaixo:

$$Cp = Rf + [\beta*(Rm - Rf)]$$

Onde,

Cp - Custo do capital Próprio

Rf - Taxa de Juros Livre de risco do Mercado

- Beta da Ação

(Rm - Rf) – Prêmio Esperado pelo Risco do Investimento

De forma simplificada podemos dizer que o Beta ( $\beta$ ), mede a sensibilidade do ativo em relação ao comportamento do mercado num determinado período de tempo, ou seja, um beta com valor menor do que 1 implica num ativo pouco volátil, com valor igual a 1 num ativo que possui uma relação proporcional aos movimentos do mercado e por fim um beta maior do que 1 implica num ativo com alta volatilidade.

As duas definições acima são muito importantes uma vez que utilizar o custo médio de capital ponderado para descontar o fluxo de caixa do patrimônio líquido vai gerar um valor super estimado do patrimônio líquido. Enquanto que utilizar o custo do patrimônio líquido para descontar os fluxos de caixa da empresa vai gerar um valor subestimado da empresa.

Apesar de ser o modelo mais utilizado pelos analistas ele possui algumas limitações no que diz respeito a sua aplicabilidade. Como este modelo se baseia principalmente em trazer a valores presentes fluxos de caixa esperados, no caso em que uma empresa esteja enfrentando dificuldades e por isso esteja dando prejuízos, seus fluxos de caixa esperados serão negativos, o que fornecerão, por conseguinte um valor menor que zero para o ativo, o que claramente não é possível no mercado. Um outro problema que este modelo enfrenta é acerca de empresas que possuem movimentos cíclicos, ou seja, geram lucros

em períodos de “boom” econômico, e prejuízos em períodos de recessão. Sendo assim é complicado avaliar os fluxos de caixa esperados, já que para isso seria necessário saber quanto tempo este ciclo demoraria, e ainda se a recessão ou “boom” seriam de iguais ou diferentes intensidades.

Ainda em relação à aplicabilidade do modelo podemos citar o caso de empresas que estejam em processo de reestruturação. O principal problema de calcular o valor presente deste ativo está relacionado às incertezas quanto ao futuro desta empresa. Uma vez que na reestruturação muitos fatores podem mudar, alterando assim os fundamentos da empresa, como por exemplo, à troca na forma de governança, mudança quanto à política de distribuição de dividendos para os acionistas dentre outros fatores.

Contudo este modelo continua sendo o preferido dentre os analistas dado sua flexibilidade e simplicidade para se chegar ao valor justo da empresa ou do patrimônio líquido.

## 1.2 Avaliação Relativa ou Avaliação por Múltiplos

A Avaliação Relativa baseia-se na comparação entre ativos de que se enquadrem dentro de uma mesma categoria. Através da precificação de alguns “comparáveis” pode-se chegar à conclusão de quais estão sub ou supervalorizados. Para a aplicação desta forma de avaliação, é necessária a utilização de alguns índices, tais como o índice *Preço / Lucro Setorial Médio*, *Preço / Vendas*, ou o índice *Preço / Valor Contábil*, onde este último indica empresas que estão sendo vendidas com desconto sobre o valor contábil relativo de empresas comparáveis que estão sub-avaliadas.

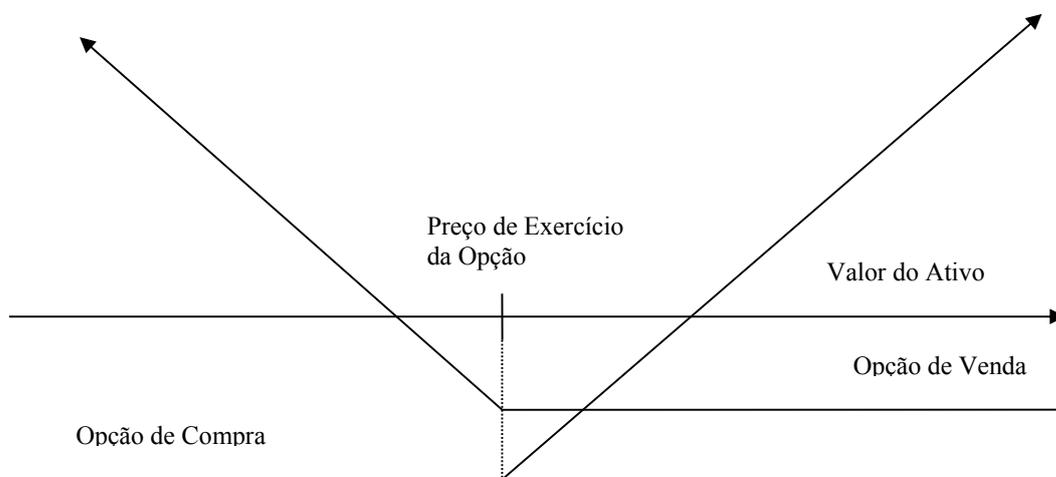
Este tipo de modelo pode ser aplicado de duas formas diferentes. A primeira baseando-se através dos fundamentos, ou seja, saber de que forma um crescimento do lucro de uma determinada empresa afetará o índice *preço / vendas*, ou ainda qual a relação entre o patrimônio líquido e o índice *Preço / Valor Contábil*? O conhecimento destas mudanças terá papel fundamental para se chegar a um valor justo e não viesado do ativo.

Uma outra forma de análise, ainda utilizando os índices, é utilizar as comparações, neste caso é de extrema importância saber de fato quais empresas são comparáveis ao objeto de análise, e mais, é necessário saber o que poderia fazer com que uma empresa que antes se enquadrava na categoria de “comparável” com a empresa objeto deixa de pertencer a esta “classe”.

A grande atratividade deste modelo é sua simplicidade e rapidez com que se pode chegar a um resultado, e são especialmente úteis num universo em que há um grande número de empresas comparáveis. No entanto assim como no modelo de Fluxo de Caixa Descontado, este modelo também incorre em problemas de aplicabilidade, como no caso dos ativos comparáveis estarem sendo negociados a preços supervalorizados como ocorre em casos de “bolhas” setoriais, fazendo com que a análise a cerca do ativo objeto fique totalmente viesada.

### **1.3 Avaliação por Direitos Contingentes**

Este método de abordagem se baseia em ativos que possuam em sua característica opções. Como forma de definição podemos dizer que um ativo que possui esta característica é um ativo que só terá valor sobre certas circunstâncias, que dependem diretamente do valor do ativo objeto, ou subjacente. Para melhor exemplificar o modelo podemos observar o gráfico abaixo que ilustra de forma didática os valores de uma opção de compra ou de venda de acordo com o valor do ativo objeto.



De acordo com o gráfico podemos ver claramente que o valor da opção, seja ela de compra ou de venda, pode ser avaliado de acordo com as seguintes variáveis: O valor corrente do ativo objeto, a sua volatilidade, ou seja, sua variância, o tempo de vida da opção, ou prazo de vencimento desta, o preço de exercício da opção e pela taxa de juros livre de risco do mercado, que hoje é precificada de acordo com o valor dos FedFunds (Títulos da Dívida Norte Americana).

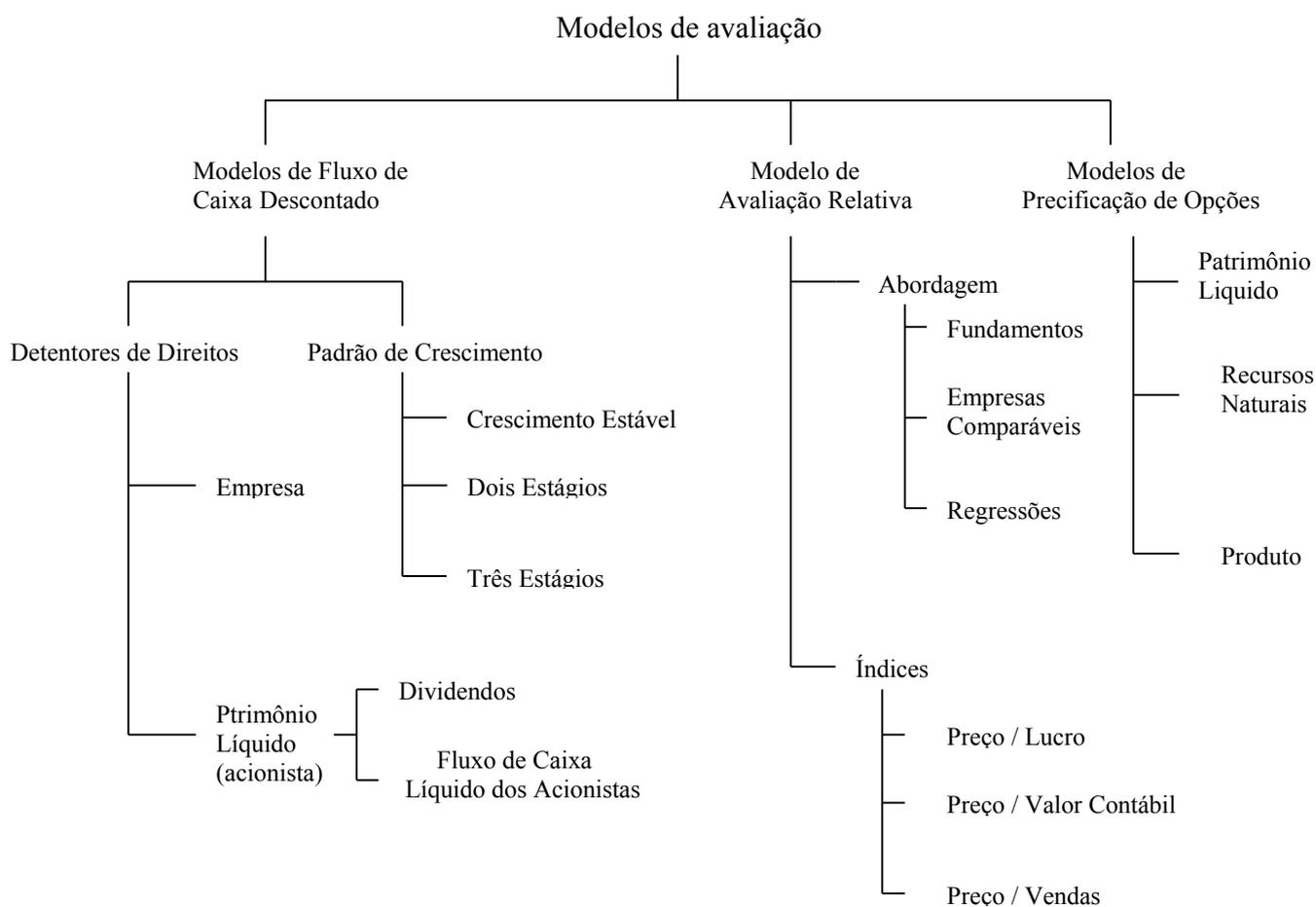
Fazendo a leitura do gráfico podemos dizer que uma opção de compra só terá valor caso o preço do ativo exceda o preço de exercício mais o prêmio da opção, e no caso de uma opção de venda, esta só terá valor caso o preço do ativo seja menor do que o preço de exercício do ativo somado ao prêmio recebido pela venda da opção.

Alguns exemplos de ativos que são avaliados por este método são “Warrant” e Patentes, onde este último mesmo não sendo de fato uma opção, pode ser tratado como uma, para isso basta considerar o desembolso inicial para o lançamento de um produto como o preço de exercício da opção e a vida da patente como o prazo de vencimento desta opção.

Assim como nos outros modelos, este possui suas limitações. A principal delas é no caso de um ativo que não é negociado no mercado financeiro, e por isso seu preço e

variância têm de ser estimados, o que provoca em muitos casos erros que fornecem um valor completamente errado no ativo objeto.

Em suma, existem 3 abordagens básicas para se avaliar um ativo. Embora cada uma possua sua peculiaridade em muitos casos é comum ver analistas mesclando dois ou mais modelos para se obter o valor justo de um ativo. Sendo assim não podemos afirmar qual deles é mais importante, ou melhor, uma vez que cada um possui suas qualidades e limitações que aplicados de forma correta na avaliação do ativo em questão resultarão em uma ótima perspectiva do seu valor justo. O gráfico abaixo mostra as alternativas de modelos de avaliação disponíveis para um analista e suas respectivas ramificações.



## **Capítulo 2 – Os Demonstrativos Financeiros**

Para entender uma empresa a fundo, e de fato criar os alicerces para precificá-la de forma correta, é necessário estudar seus números. Isso quer dizer que é necessário compreender e conhecer as atividades que esta empresa pratica, no intuito de saber o que gera receitas e despesas para esta empresa.

Para realizar este tipo de análise temos algumas ferramentas que são usadas para desmembrar todo e qualquer tipo de receita e despesa que vão influenciar das mais variadas formas o lucro da empresa, seu valor contábil dentre outros indicadores, o que por final gerará um valor de mercado para esta empresa muito próximo do justo.

### **2.1 Demonstrativo de Resultados do Exercício (DRE)**

O Demonstrativo de Resultados nos fornece informações sobre as atividades operacionais da empresa num determinado período de tempo. Este período normalmente é o período em que uma empresa completa seu ciclo operacional que é de forma simplificada o tempo que leva desde a produção do produto, até a sua venda. Ou seja, caso tenha efetuado vendas a prazo, este valor é considerado no demonstrativo de resultado presente, não sendo necessário esperar até que de fato este dinheiro entre. O mesmo ocorre no caso de uma despesa.

O quadro abaixo simula um Demonstrativo de Resultado, o que facilita a compreensão.

- (+) **Recita Operacional Bruta**
- (-) Impostos Incidentes Sobre Vendas
- (-) Devoluções e Abatimentos
- (=) Receita Operacional Líquida
- (-) Custos dos Produtos Vendidos
- (=) Lucro Bruto
- (-) Despesas Operacionais
  - Vendas
  - Administrativas
  - Financeiras (Líquidas)
  - Equivalência Patrimonial
  - Outros
- (=) Lucro Operacional
- (-) Saldo Não Operacional
- (=) Lucro Antes do Imposto de Renda (LAIR)
- (-) Imposto de Renda
- (-) Participação Estatutária
- (=) Lucro Líquido

## 2.2 Balanço Patrimonial

Diferente da Demonstração de Resultados onde se estudam os fluxos de despesas e receitas da empresa, no Balanço Patrimonial se avalia o que a empresa possui em termos de ativos e passivos. Este é desenvolvido baseando-se na igualdade abaixo.

$$\textit{Ativos} = \textit{Passivos} + \textit{Patrimônio Líquido}$$

Abaixo segue o exemplo de um balanço patrimonial simples o que nos ajudará a compreender melhor o balanço da empresa a ser estudado a seguir.

<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
<p><b>Ativo Circulante</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Disponibilidades</li> <li>- Clientes</li> <li>- Estoques</li> <li>- Outros Ativos Circulantes</li> </ul>	<p><b>Passivo Circulante</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Fornecedores</li> <li>- Empréstimos Bancários</li> <li>- Impostos e Outros</li> </ul>
<p><b>Ativo Realizável à Longo Prazo</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Depósitos</li> <li>- Créditos</li> </ul>	<p><b>Passivo Exigível a Longo Prazo</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Empréstimos Bancários</li> </ul>
<p><b>Ativo Permanente</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Investimentos</li> </ul> <p><i>Imobilizado</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Imóveis</li> <li>- Móveis</li> </ul> <p><i>Bens Intangíveis</i></p> <p><i>Diferido</i></p>	<p><b>Resultado de Exercícios Futuros</b></p> <p><b>Patrimônio Líquido</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Capital Social</li> <li>- Reservas</li> </ul>

### 2.3 Demonstrativo de Fluxos de Caixa

O Demonstrativo do Fluxo de Caixa nos ajuda a entender sobre os fluxos de receitas e despesas de uma empresa. É neste demonstrativo que podemos identificar mudanças nos níveis do Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido, na medida em que este capta as variações

em cada um deles. Na tabela abaixo está o exemplo de como se montar um Demonstrativo de Fluxos de Caixa.

**Caixa Proveniente de Operações**

Lucro Líquido

*Reconciliação de Lucro Líquido em Relação ao Caixa Operacional Líquido*

Depreciação e Amortização

Despesas de Imposto de Renda Diferido

Aumento de Contas a Receber

Aumento em Estoques de Mercadorias

Aumento em Contas a Pagar e Despesas Apropriadas

Aumento de Imposto de Renda a Pagar

Outros

**Total***Caixa Operacional Líquido***Fluxos de Caixa de Investimentos**

Desembolso de Capital

Venda de Investimentos de Curto Prazo

Compra de investimentos de Curto Prazo

Caixa Líquido Utilizado em Atividades de Investimentos

**Fluxos de Caixa de Financiamentos**

Resultados Monetários de Empréstimos de Longo Prazo

Reembolso de Principal de Dívida de Longo Prazo

Resultado Monetário de Venda de Ações

Dividendos Pagos aos Acionistas

*Caixa Líquido Proveniente de Atividades de Financiamento*

## 2.4 Índices Financeiros

Uma vez vistos os demonstrativos financeiros, podemos a partir deles extrair importantes índices financeiros, que fornecem medidas práticas e padronizadas de mensurar dados importantes na precificação de um ativo, como por exemplo, a lucratividade, o grau de risco da empresa, dentre outros. Sendo assim, na próxima seção desta monografia serão apresentados os principais índices usados na avaliação de uma empresa.

### (a) Retorno sobre Ativos (ROA – na sigla em inglês)

Este índice mede a capacidade da empresa em gerar lucro a partir de seus ativos, antes de considerar os efeitos dos financiamentos. Ou seja, mede a eficiência operacional da empresa.

$$ROA = LAJI * (1 - Alíquota de Imposto) / Ativo Total$$

### (b) Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE – na sigla em inglês)

Enquanto o ROA mede a lucratividade da empresa como um todo, o ROE mede a lucratividade da empresa em relação ao seu patrimônio Líquido, ou seja, a lucratividade do ponto de vista do acionista. Este índice pode ser encontrado a partir da equação abaixo.

$$ROE = Resultado Líquido / Valor Contábil do Patrimônio$$

### Capítulo 3 – O Setor de Varejo Eletrônico

Depois de uma breve apresentação sobre a empresa e da estrutura que esta opera, neste capítulo será apresentado o modelo de “valuation” para esta empresa com o objetivo de chegar ao preço justo para este ativo, baseado em seu balanço, DRE dentre outros, além de “triggers” macroeconômicos que possam influenciar o desempenho da empresa e logo em seu preço alvo.

Inicialmente será analisada a parte macroeconômica que influencia no desempenho da empresa.

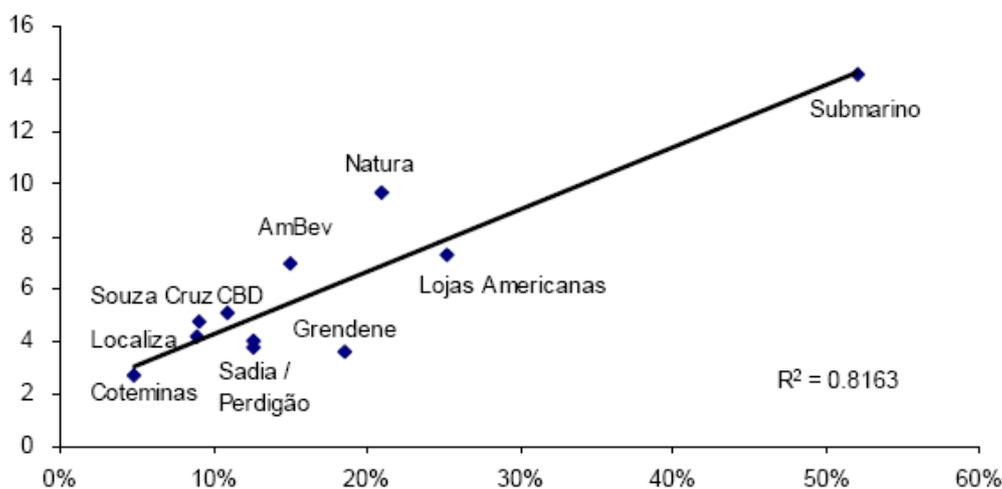
A empresa Submarino é uma das líderes do comércio eletrônico de varejo e tende a continuar apresentando um bom desempenho devido ao potencial de crescimento do mercado eletrônico (“e-commerce”) no país. Espera-se uma taxa de crescimento anual da indústria de 33% no período de 2006 a 2010 suportado pelos seguintes pontos:

- (i) Poucos compradores via internet em comparação com o potencial de expansão do número de usuários
- (ii) Expansão do número de lares com internet banda larga. As evidências mostram que usuários de internet que possuem internet banda larga e não discada tendem a ficar mais tempo online e por isso são potenciais compradores.
- (iii) Com o tempo, espera-se que os usuários fiquem mais experientes e tenham mais confiança em passar seus dados para efetuar uma compra via internet, aumentando com isso as vendas e logo a receita da empresa.
- (iv) Expansão do crédito e popularização do cartão de crédito também são um fator de grande importância para a ampliação das vendas da empresa, uma vez que o método mais comum, simples e barato para o usuário de efetuar sua compra é via cartão de crédito.

A fim de analisar o potencial de crescimento do mercado, a melhor e mais eficaz forma encontrada foi por meio de um estudo demográfico, onde o mercado foi dividido por classes de renda dentro de um universo de usuários e consumidores (“e-shoppers”) em potencial. A conclusão que estes estudos mostram é que o grau de penetração de novos consumidores frente ao número de novos usuários é de 15%.

Esta previsão de aumento do número de “e-shoppers” assim como do “e-commerce” fazem da Submarino uma privilegiada frente às demais empresas do setor, já que esta sozinha possui 23% do “market share”, o que a deixa numa posição confortável no que diz respeito à expansão da fatia de um mercado que está em franca expansão. Além disso, a empresa possui uma estrutura, tanto tecnológica quanto operacional, capaz de acompanhar o contínuo e forte crescimento do mercado, abrindo espaço para empresa criar e explorar novas oportunidades tais como o aumento da sua base de cliente com uma maior variedade de produtos ofertados. No gráfico abaixo, pode-se observar o múltiplo FV/EBTIDA 2006 da Submarino comparado às demais empresas do setor, e também a estimativa de crescimento dos próximos 2 anos (2006 a 2008) do EBTIDA CAGR.

#### SETOR DE CONSUMO – FV/EBTIDA 06 x EBTIDA CAGR 06-08



Uma outra forma interessante de analisar a empresa é comparando seus múltiplos correntes com os de empresas de grande amplitude global no comércio eletrônico, como a Amazon e o E-Bay. É importante ressaltar que embora empresas deste porte, por inúmeros motivos possuam uma exposição ao risco muito menor do que a empresa em questão, o desconto do seu preço corrente em relação aos preços das companhias citadas acima, é de aproximadamente 50% ,o que é excessivo, mesmo levando em consideração as principais diferenças que justifiquem uma disparidade nos preços.

**A tabela abaixo nos mostra com clareza o que foi falado acima.**

<b>Submarino at IPO (March 05)</b>		<b>Submarino Today</b>	
	<b>P/E 05</b>		<b>P/E 06</b>
Submarino	36.0	Submarino	18.9
Global Peers Avg.	45.2	Global Peers Avg.	38.2
Discount	-20%	Discount	-50%

Observe que a Submarino assim que abriu capital na bolsa, estava com um desconto em seu preço de 20% em relação à Amazon e ao E-bay, enquanto hoje este desconto se elevou para 50%, evidenciando o bom desempenho da empresa nesse período, assim como o “GAP” de preço em relação ao mercado que ainda não a precificou de forma justa e adequada. É de se esperar que no curto / médio prazo, com os consistentes e contínuos números apresentados pela empresa, o mercado feche este “GAP”. O que em outras palavras significa um forte potencial de elevação do preço de suas ações.

Os principais fatores que influenciam o crescimento e o desempenho da empresa foram expostos e explicados abaixo como se pode observar:

**(i) O aumento do número de “e-shoppers” comparado ao número de novos usuários de internet é baixo** – O Brasil tem apresentado um bom crescimento do número de usuários de internet, no entanto os “e-shoppers” não são muitos e não estão crescendo na mesma proporção. Este dado foi obtido medindo-se a capacidade de penetração deste

mercado nos mais variados níveis de renda dos lares do país. E para se chegar a um dado mais realista do potencial de crescimento deste mercado, assumi a hipótese de que 75% dos membros de cada família que possuem internet em casa são potenciais usuários, e que 50% destes são potenciais “e-shoppers”.

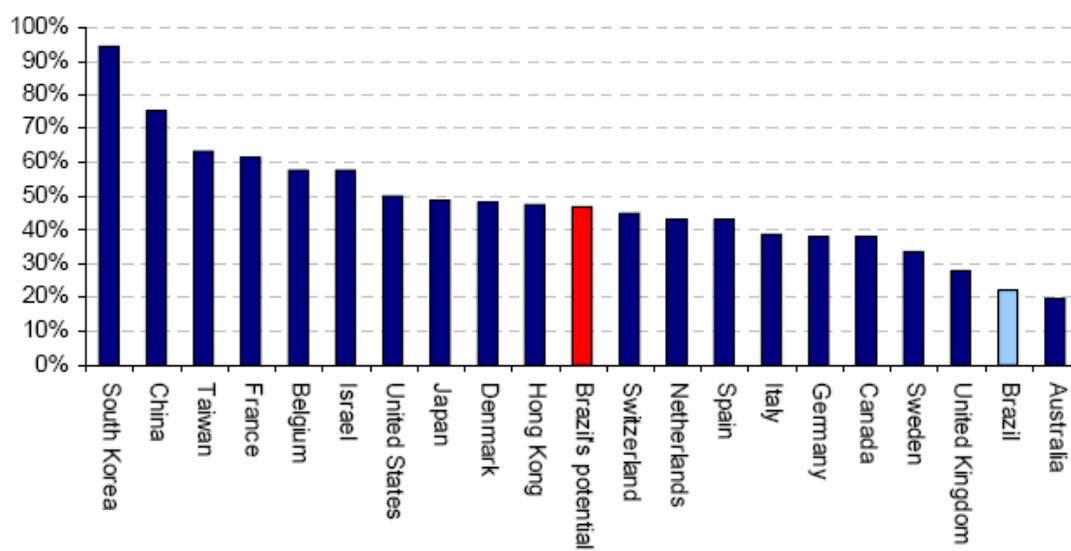
Renda	Nº de Lares	Nº indivíduos	NºMembros Família	Potenciais Usuários	Potenciais e-shoppers
Até 1,000	24,878,256	87,837,090	3,5	30%	0%
De 1000 até 2,000	11,964,624	44,476,709	3,7	50%	20%
De 2,000 até 6,000	9,224,497	34,680,842	3,8	100%	70%
Mais de 6,000	2,467,262	8,956,161	3,6	100%	100%
<b>Total</b>	<b>48,534,639</b>	<b>175,950,801</b>	<b>3,6</b>		

(ii) **Internet Banda Larga** – Este fator é decisivo no que diz respeito a expansão do mercado eletrônico. As vantagens para os consumidores que decidem comprar online, são a conveniência de fazê-la de casa / trabalho, poder comparar preços em tempo real e executar a compra o mais rápido possível. Ou seja, tempo e velocidade em se tratando de internet é decisivo para a decisão de um usuário comprar ou não online. Logo a ainda remanescente grande quantidade de internet discada no país é uma forte barreira para o desenvolvimento do “e-commerce” brasileiro.

Um estudo feito nos EUA comparando usuário que possuem internet discada contra os que possuem banda larga torna claro os argumentos acima, uma vez que o tempo gasto online por usuários banda larga é muito maior do que o de usuários sem este serviço. Sendo assim pode-se concluir que usuários que tendem a passar mais tempo online, navegam por mais sites e conseqüentemente compram mais produtos via internet. Esta diferença possui forte relação com o desenvolvimento desta indústria, e como a banda larga e o “e-commerce” no Brasil são relativamente novos no país, é de esperar um crescimento expressivo nos próximos anos.

No quadro abaixo podemos observar, para 20 países, o percentual de usuários de internet que possuem banda larga.

### USUÁRIOS DE BANDA LARGA EM RELAÇÃO AO TOTAL DE USUÁRIOS

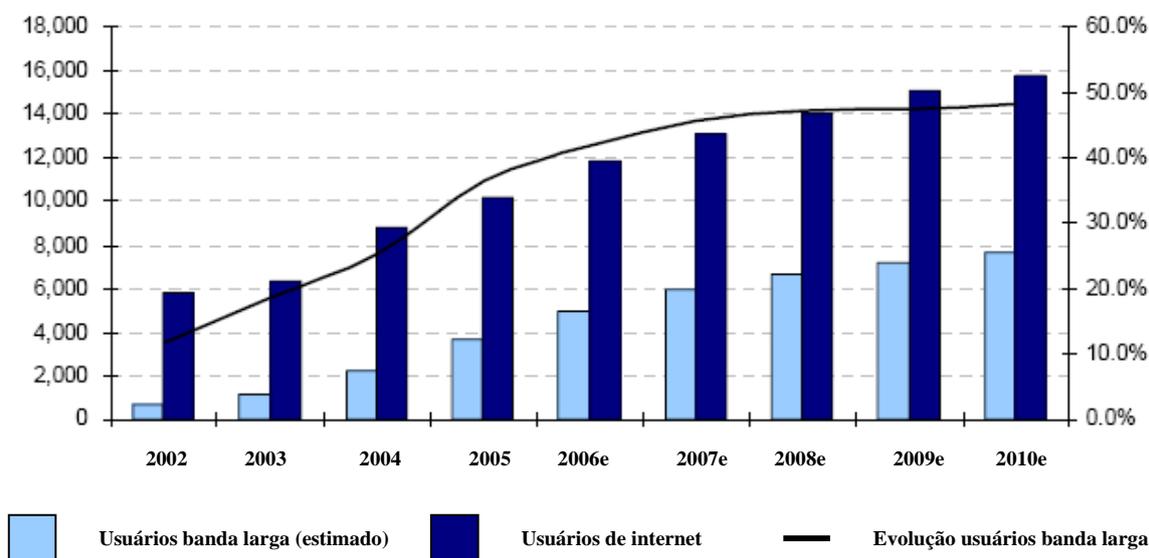


\* Potencial estimado no longo prazo.

Assim como ocorreu em outros países, conforme a demanda por este tipo de produto (banda larga) for aumentando, a competição entre os servidores irá gerar um bom desenvolvimento do mercado barateando o serviço e com isso abrindo espaço para o aumento do percentual de usuários banda larga em relação aos níveis atuais em que o Brasil se encontra.

No gráfico a seguir podemos ver a estimativa da evolução do crescimento da internet banda larga no Brasil para os próximos anos, baseado numa expectativa de melhora deste tipo de serviço. No longo prazo, como é visível no gráfico, a expectativa é que os usuários banda larga atinjam uma proporção de 50% dos usuários totais de internet, o que significa um aumento de mais de 100% em relação aos níveis atuais.

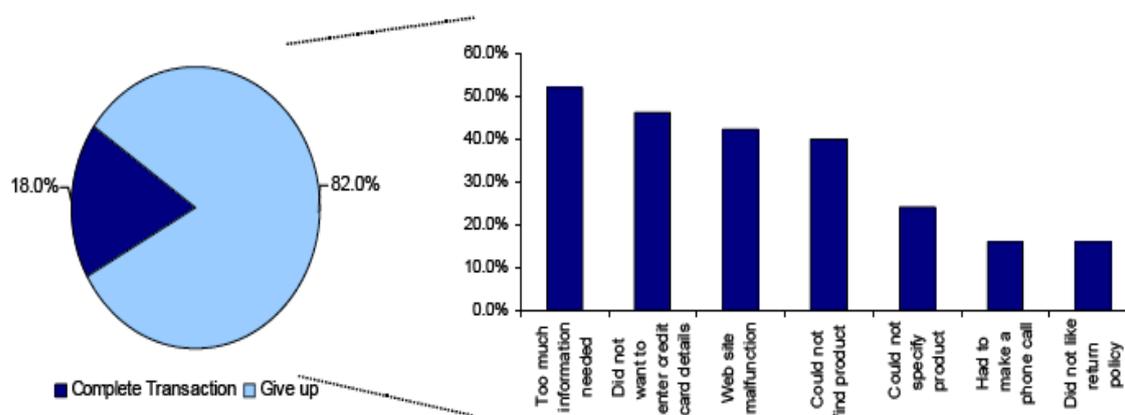
### EVOLUÇÃO DA BANDA LARGA NO PAÍS (% DE USUÁRIOS DE INTERNET)



(iii) **Efeito Propagação** – Espera-se que conforme o serviço de varejo online se popularize, ele ganhe credibilidade junto aos usuários de internet e consumidores proporcionando uma alavancagem no setor.

(iv) **Popularização do Cartão de Crédito** - Estudos recentes realizados no país mostram que os níveis de popularização e uso do cartão de crédito no Brasil estão em linha com países desenvolvidos, o que significa menos um obstáculo para o “e-commerce”, onde aproximadamente 80% das compras realizadas online são realizadas com este meio de pagamento. No entanto uma das maiores razões para um usuário desistir de fazer uma compra online, é fornecer uma grande quantidade de informações pessoais, inclusive o número do cartão de crédito, o que prejudica o desenvolvimento do setor no país. O gráfico abaixo ilustra o argumento.

## RAZÕES PARA NÃO COMPRAR ONLINE

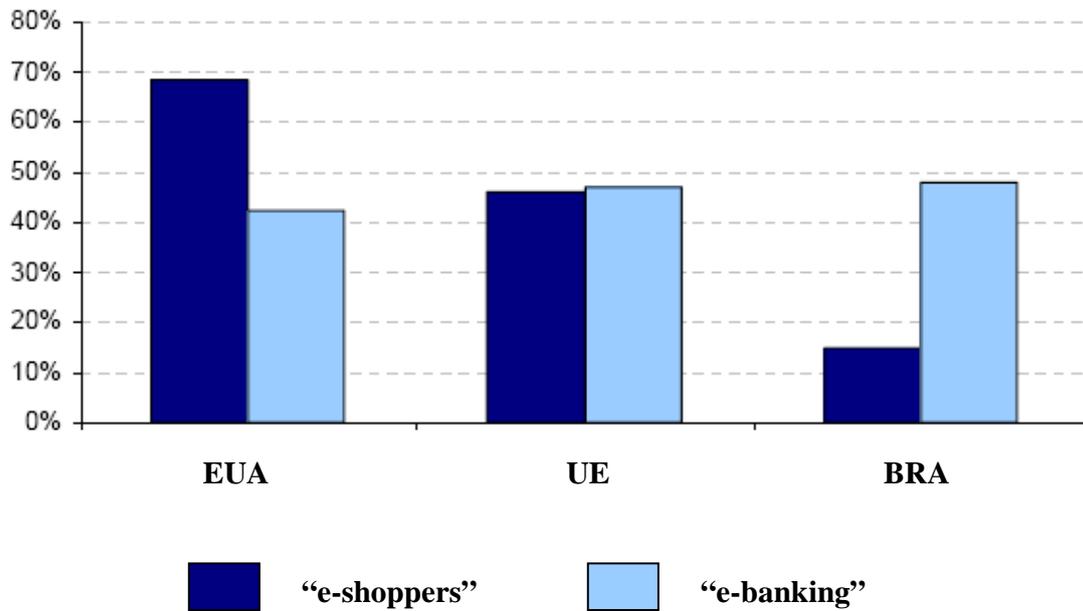


O Brasil, como citado acima, possui um bom crescimento de usuários de internet, um número considerável de cartões de crédito em circulação e também um bom aceitamento do banco via internet (“e-banking”) que supera muitos países desenvolvidos, mas um ainda tímido número de “e-shoppers”, o que reflete a aversão dos usuários em fornecer informações pessoais tais como o número do cartão de crédito, CPF etc.

Assim como ocorreu em outras economias, uma vez transposta a barreira da credibilidade, o mercado de varejo eletrônico possui todos os alicerces necessários para crescer, e devido a grande base de clientes da Submarino, a boa qualidade dos serviços por ela prestados, a empresa se encontra numa posição privilegiada para absorver os potenciais novos consumidores.

**(v) *A aceitação do banco via internet, mostra a suscetibilidade a alternativa online***

O grande número de usuários do serviço de “e-banking”, evidencia o potencial crescimento do “e-commerce” caso seja vencida a barreira da credibilidade nos sites de compra. O gráfico abaixo ilustra a idéia traçando um paralelo com países desenvolvidos que enfrentaram a mesma dificuldade no “e-commerce”.

**“E-SHOPPERS” x “E-BANKING”**

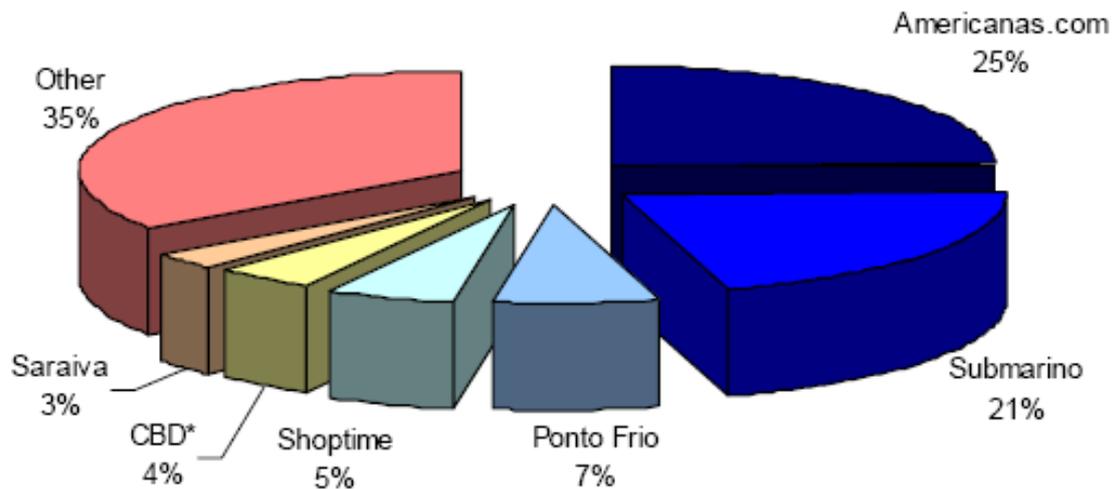
Nas próximas seções serão expostas as estimativas microeconômicas para a empresa, tendo como foco analisar a potencial performance da Submarino dentro deste contexto.

### ESTIMATIVAS E DADOS DO MERCADO

	2002	2003	2004	2005	2006e
População (X1000)	<b>176,391</b>	<b>178,985</b>	<b>181,824</b>	<b>184,369</b>	<b>186,950</b>
Usuários de internet (X1000)	<b>21,000</b>	<b>23,000</b>	<b>32,000</b>	<b>38,718</b>	<b>42,999</b>
<i>Penetração</i>	11.9%	12.9%	17.6%	21.0%	23.0%
<i>Crescimento</i>		9.5%	39.1%	21.0%	11.1%
"e-shoppers" (X1000)	<b>1,800</b>	<b>2,500</b>	<b>3,250</b>	<b>4,646</b>	<b>5,590</b>
<i>Penetração</i>	8.6%	10.9%	10.2%	12.0%	13.0%
<i>Crescimento</i>		38.9%	30.0%	43.0%	20.3%
Pedidos por "e-shopper"					
<i>Varição y-o-y</i>	<b>2.00</b>	<b>2.01</b>	<b>1.95</b>	<b>1.94</b>	<b>1.95</b>
		0.7%	-3.3%	-0.4%	0.5%
Tamanho do Mercado (R\$ MM)					
<i>Varição y-o-y</i>	<b>850</b>	<b>1,200</b>	<b>1,750</b>	<b>2,535</b>	<b>3,502</b>
		41.2%	45.8%	44.9%	38.1%

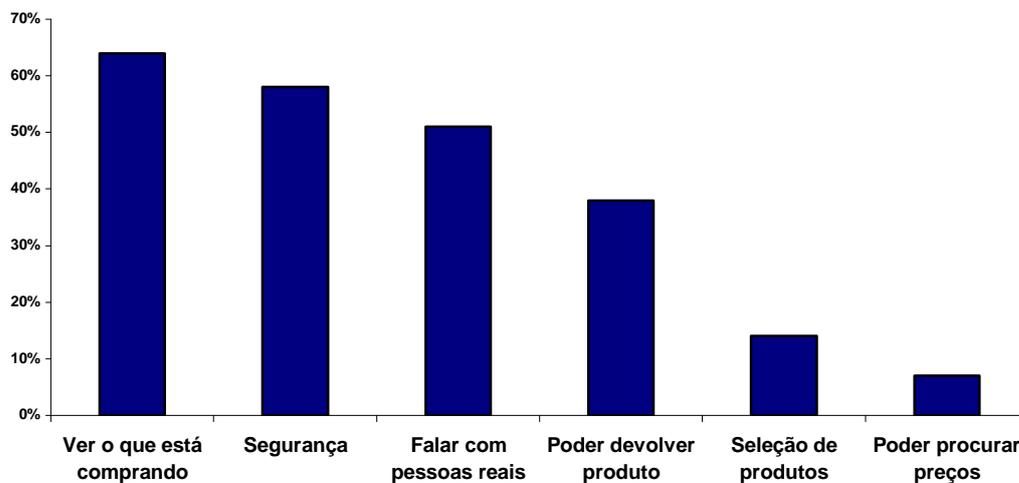
O mercado de varejo eletrônico no país está concentrado em duas grandes empresas, são elas, Americanas.com (já considerando a compra do “shoptime”) e Submarino que juntos possuem mais de 51% do mercado. Além destes dois grandes “players” podem-se destacar ainda grandes empresas do setor tais como Ponto Frio (destaca-se na venda de eletrodomésticos), Saraiva (venda de livros), além de Pão de Açúcar e Extra, controlados pela CBD (forte nas vendas de alimentos).

### “E – COMMERCE MARKET SHARE”



Observe a notável penetração da Submarino, visto que dentre todas as empresas listadas acima, ela é a única que não possui loja “física”. No gráfico abaixo é possível observar as principais razões para os consumidores preferirem comprar em lojas físicas e não virtuais.

### RZÕES PARA COMPRAR EM LOJAS FÍSICAS x VIRTUAIS



A Submarino conseguiu transpor a barreira da loja física, uma vez que desde o início estabeleceu uma boa política de relacionamento com seus clientes sob vários aspectos. Essas evidências dão suporte para o que vem sendo argumentado até então, que a empresa está numa excelente posição para se tornar a principal líder do ramo de varejo eletrônico no país.

Em decorrência do seu bom desempenho dentro do setor, e sua boa gerência interna ela foi listada na Bolsa de Valores de São Paulo como pertencente ao seleto grupo de empresas do Novo Mercado que é o nível máximo de governança que uma empresa pode ter. Para isso é necessário atender alguns pré – requisitos, como (i) transparência em suas ações, (ii) comprometimento com seus acionistas minoritários (iii) 100% de “tag along”, (iv) possuir apenas ações ordinárias, ou seja, todos os acionistas possuem direito de voto etc.

## Capítulo 4 - A Empresa

Neste capítulo serão apresentados os dados da empresa com o intuito de aprofundar ao máximo as estimativas feitas, tendo como objetivo final chegar ao preço justo por ação negociada desta empresa.

Na tabela abaixo se pode observar algumas das estimativas feitas para a empresa baseado no que foi exposto nos capítulos anteriores.

	2002	2003	2004	2005	2006e
<b># de pedidos (x1000)</b>	<b>985</b>	<b>1,222</b>	<b>1,784</b>	<b>2,686</b>	<b>3,610</b>
<i>Crescimento</i>		24.1%	46.0%	50.6%	34.4%
<b>Valor médio dos pedidos (R\$)</b>	<b>132</b>	<b>173</b>	<b>202</b>	<b>216</b>	<b>229</b>
<i>Crescimento</i>		31.7%	16.8%	6.5%	6.0%
<b># de clientes ativos (x1000)</b>	<b>424</b>	<b>556</b>	<b>914</b>	<b>1,372</b>	<b>1,700</b>
<i>Crescimento</i>		31.1%	64.4%	50.1%	23.9%
<b># médio de clientes fixos (x1000)</b>	<b>352</b>	<b>490</b>	<b>735</b>	<b>1,143</b>	<b>1,536</b>
<i>Crescimento</i>		39.3%	50.0%	55.5%	34.4%
<b># de ordens por cliente (x1000)</b>	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>
<i>Crescimento</i>		-11%	-3%	-3%	0%
<b>Vendas brutas (R\$ MM)</b>	<b>130</b>	<b>212</b>	<b>361</b>	<b>579</b>	<b>825</b>
<i>Crescimento</i>		63.3%	70.5%	60.4%	42.5%
<b>Receita por cliente (R\$ MM)</b>	<b>368</b>	<b>432</b>	<b>491</b>	<b>506</b>	<b>537</b>
<i>Crescimento</i>		17.3%	13.7%	3.1%	6.0%
<b>Market share</b>	<b>15.3%</b>	<b>17.6%</b>	<b>20.6%</b>	<b>22.8%</b>	<b>23.6%</b>

Na tabela abaixo, foi projetado um aumento da receita líquida da empresa, como resultado do aumento do poder de barganha da empresa frente aos seus fornecedores, já que suas vendas brutas também tendem a crescer como exposto na tabela acima.

	2002	2003	2004	2005	2006e
Receita Líquida (R\$ MM)	102.50	167.30	276.40	422.80	602.30
Custo do Produto Vendido (R\$ MM)	(78.10)	(132.20)	(201.00)	(302.70)	(427.70)
Lucro Bruto (R\$ MM)	24.40	35.10	75.40	120.10	174.60
<b>Margem Bruta</b>	<b>23.8%</b>	<b>21.0%</b>	<b>27.3%</b>	<b>28.4%</b>	<b>29.0%</b>

Analisando os dados micro e macroeconômicos, conclui-se que há espaço para o aumento das despesas gerais e administrativas de venda (SG&A na sigla em inglês) como percentual da receita líquida devido ao alto custo operacional do negócio. No que tange as despesas de vendas, a tendência é a diluição dos custos fixos e o aumento dos variáveis tais como taxas de cartão de crédito. Quanto às despesas gerais espera-se aumento, uma vez que os gastos com o marketing tendem a crescer conforme a concorrência se intensifique.

Como resultado das projeções, as expectativas são de queda nas despesas de venda, assim como as despesas gerais em percentual da receita líquida como pode ser visto nas tabelas abaixo.

	2002	2003	2004	2005	2006e
Despesas de Venda (R\$ MM)	22.10	25.70	40.50	59.30	79.50
<i>Crescimento Y-o-Y</i>		16.3%	57.6%	46.4%	34.1%
% da Receita	21.6%	15.4%	14.7%	14.0%	13.2%

	2002	2003	2004	2005	2006e
Despesas Gerais e Adm. (R\$ MM)	3.2	5.0	7.8	9.2	12.6
<i>Crescimento Y-o-Y</i>		56.3%	56.0%	17.9%	37.0%
% da Receita	3.1%	3.0%	2.8%	2.2%	2.1%

Como resultado dos ganhos e margem operacional, foi projetado um EBTIDA significativamente melhor, saltando de 12.2% em 2005 para 13.7% em 2006. Observe que esta projeção implica num elevado, porém fundamentado nível de crescimento anual da indústria em relação ao ano de 2005 como pode ser visto na tabela abaixo.

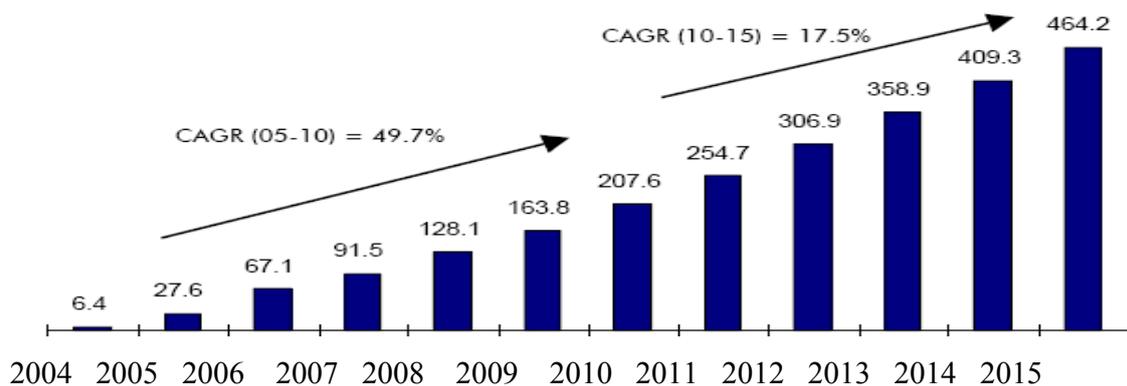
	2002	2003	2004	2005	2006e
EBTIDA (R\$ MM)	(0.9)	13.4	27.1	51.5	82.5
<i>Crescimento Y-o-Y</i>		NA	102.2%	90.0%	60.2%

Em relação ao resultado financeiro da empresa, espera-se uma considerável melhora, uma vez que tem se observado grandes esforços para a redução do endividamento o que levaria a empresa a possuir um fluxo de caixa livre positivo para o ano de 2006.

	2002	2003	2004	2005	2006e
Despesas Financeiras (R\$ MM)	(11.1)	(11.7)	(14.4)	(7.8)	-
Receita Financeira (R\$ MM)	0.10	-	-	10.60	13.20
<b>Resultado Financeiro (R\$ MM)</b>	<b>(11.00)</b>	<b>(11.70)</b>	<b>(14.40)</b>	<b>2.80</b>	<b>13.20</b>

	2005	2006e
Geração de Caixa do Negócio (R\$ MM)	28	67
(+) Depreciação (R\$ MM)	4	6
<b>Caixa Livre (R\$ MM)</b>	<b>32</b>	<b>73</b>
(-) CAPEX (R\$ MM)	(6)	(13)
<b>Fluxo de Caixa Livre I (R\$ MM)</b>	<b>26</b>	<b>60</b>
(-) Capital de Giro (R\$ MM)	(51)	(49)
<b>Fluxo de Caixa Livre II (R\$ MM)</b>	<b>(25)</b>	<b>11</b>

Como consequência do que foi mencionado acima, espera-se que a empresa apresente um forte crescimento dos seus ganhos nos próximos anos em detrimento principalmente do já alto nível operacional da empresa e das boas perspectivas para o mercado brasileiro de “e-commerce”. Abaixo foi exposto o que se espera em relação aos ganhos líquidos da empresa para os próximos anos, além da sua Demonstração de Resultados (DRE) e seu Balanço Patrimonial.



DRE (R\$ MM)	2002	2003	2004	2005	2006e
<b>Receita Bruta</b>	<b>129.6</b>	<b>211.7</b>	<b>360.9</b>	<b>574.2</b>	<b>856.1</b>
Taxas	(27.2)	(44.4)	(84.5)	(155.0)	(233.9)
<b>Receita Líquida</b>	<b>102.5</b>	<b>167.3</b>	<b>276.4</b>	<b>419.2</b>	<b>622.2</b>
Custo de Venda Bruto	(78.1)	(123.2)	(201.0)	(302.6)	(449.4)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>24.4</b>	<b>44.1</b>	<b>75.4</b>	<b>116.7</b>	<b>172.8</b>
Despesas de Venda	(22.1)	(25.7)	(40.5)	(65.1)	(91.4)
Despesas Gerais e Adm.	(3.2)	(5.0)	(7.8)	(6.6)	(8.8)
<b>EBITDA</b>	<b>(0.9)</b>	<b>13.4</b>	<b>27.1</b>	<b>44.9</b>	<b>72.6</b>
Depreciação	(4.1)	(3.2)	(3.6)	(5.0)	(8.9)
<b>EBIT</b>	<b>(5.0)</b>	<b>10.2</b>	<b>23.5</b>	<b>39.9</b>	<b>63.6</b>
Despesas Financeiras	(11.1)	(11.7)	(14.4)	(9.8)	(3.5)
Receita Financeira	0.1	0.0	0.0	9.2	37.0
<b>Resultado Financeiro</b>	<b>(10.9)</b>	<b>(11.7)</b>	<b>(14.4)</b>	<b>(0.6)</b>	<b>33.5</b>
Despesas não operacionais	0.0	0.0	0.0	(15.5)	(17.7)
<b>EBT</b>	<b>(16.0)</b>	<b>(1.5)</b>	<b>9.1</b>	<b>23.8</b>	<b>79.9</b>
Imposto	0.0	0.0	(2.1)	(4.9)	17.4
<b>Renda Líquida</b>	<b>(16.0)</b>	<b>(1.5)</b>	<b>7.0</b>	<b>19.0</b>	<b>95.1</b>

<b>Balanco Patrimonial (R\$ MM)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006e</b>
<b>ATIVO</b>					
<b>Ativo de Curto Prazo</b>	<b>45.4</b>	<b>72.4</b>	<b>130.9</b>	<b>301.3</b>	<b>766.5</b>
Caixa	1.7	0.7	2.2	44.9	381.4
Recebíveis	32.9	58.8	102.7	209.4	308.1
Estoque	10.8	12.8	25.9	46.9	61.0
Outros	0.1	0.1	0.1	0.1	15.6
<b>Ativos de Longo Prazo</b>	<b>1.4</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>0.6</b>	<b>24.2</b>
<b>Permanente</b>	<b>12.2</b>	<b>10.3</b>	<b>10.4</b>	<b>19.4</b>	<b>(45.0)</b>
Investimentos				7.5	(70.2)
Imobilizado + Diferido				11.8	25.2
<b>Total de Ativos</b>	<b>58.9</b>	<b>84.5</b>	<b>143.3</b>	<b>321.3</b>	<b>745.7</b>
<b>PASSIVO</b>					
<b>Passivo de Curt Prazo</b>	<b>49.7</b>	<b>77.9</b>	<b>124.2</b>	<b>133.6</b>	<b>180.2</b>
Dívida	20.9	34.0	51.1	0.2	1.1
Fornecedores	22.1	30.1	57.9	115.4	168.4
Outros	6.7	13.8	15.3	18.0	10.7
<b>Passivos de Longo Prazo</b>	<b>8.3</b>	<b>8.2</b>	<b>14.2</b>	<b>0.2</b>	<b>4.5</b>
Empréstimos	2.9	5.7	13.7	0.0	0.9
Outros	5.4	2.5	0.4	0.1	3.7
<b>Patrimônio líquido</b>	<b>1.2</b>	<b>(0.4)</b>	<b>6.0</b>	<b>187.9</b>	<b>560.9</b>
Capital Social	110.4	12.3	12.3	180.4	431.5
Prejuízo acumulado	(109.3)	(12.6)	(6.2)	7.6	129.4
<b>Total de Passivos</b>	<b>59.2</b>	<b>85.7</b>	<b>144.4</b>	<b>321.7</b>	<b>745.7</b>

## 6. Conclusão

Em conformidade com os dados apresentados nos capítulos anteriores, onde foram apresentados os dados macro e microeconômicos que interferem de forma direta ou indireta no desempenho do setor de varejo eletrônico e de forma mais específica à empresa avaliada, a conclusão é que o preço justo por ação de SUBA3 (código da ação negociado na BOVESPA) é de R\$ 63,00, o que de acordo com o preço de fechamento do mês de Outubro, que foi de R\$ 42,36 por ação, pode-se dizer que a empresa está subavaliada pelo mercado, representando um potencial de valorização de 48,7%, ou seja, um excelente investimento de curto / médio prazo.

Esse resultado, de que a empresa é um bom investimento, já era esperado e foi ficando cada vez mais evidente no decorrer desta monografia. Com dados de crescimento e desenvolvimento consistentes e pertencente a um setor que se encontra em franca expansão no país, era de se esperar que o bom posicionamento devido à estratégias por esta empresa adotados a levaria para o patamar de uma das líderes do mercado de varejo eletrônico no país.

## 7. Apêndice

A empresa Submarino, como foi mostrado pelos dados acima, possui um excelente posição no mercado, tendo mais de 21% do “market share”. Sua principal concorrente a Americanas.com que possui a liderança no setor, no último mês estudou a possibilidade de comprar a Submarino. Por este motivo uma série de boatos foram lançados sobre o mercado que passou a avaliá-la de forma mais coerente, o que causou uma valorização modesta, no entanto constante de suas ações.

Na segunda feira dia 22/11/2006, os boatos se confirmaram e foi anunciado que de fato a Americanas.com havia comprado a Submarino, o que fez o preço desta última convergir rapidamente para o seu valor justo por volta de R\$ 63,00 como pode ser visto no gráfico abaixo.

Não há dúvida de que a aquisição da Submarino irá agregar um altíssimo valor para americanas.com além é claro da vantagem de não ter mais qualquer concorrente a altura, tanto em tamanho quanto em qualidade de serviço no mercado brasileiro. Após a compra, foi anunciada a criação de uma nova grande empresa, fruto desta aquisição que passa a se chamar B2W.



## Bibliografia

- DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Investimentos – Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo. 1ª ed. Rio de Janeiro: QualityMark Editora Ltda, 1999
  
- COPELAND, T.E; T. KOLLER; J MURRIN, - Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 1ª ed. Nova Iorque : Wiley.
  
- FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro Produtos e Serviços. 14ª ed. Rio de Janeiro: QualityMark Editora Ltda, 2001
  
- Consultas na internet:
  - [www.e-bit.com](http://www.e-bit.com)
  - [www.ibope.com.br](http://www.ibope.com.br)
  - [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)
  - [www.submarino.com.br](http://www.submarino.com.br)