



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

Lucas Themoteo Karam

***Valuation* de uma franquia Mundo Verde**

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Graduação em Administração de Empresas

Rio de Janeiro, Novembro de 2020.



Lucas Themoteo Karam

***Valuation* de uma franquia Mundo Verde**

Trabalho de Conclusão de Curso

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao programa de graduação em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de graduação em Administração.

Orientador: Luiz Eduardo T. Brandão

Rio de Janeiro
Novembro de 2020.

Agradecimentos

Gostaria de agradecer em primeiro lugar a Deus, por ter me dado a oportunidade de poder fazer o curso a qual eu sempre desejei, em uma faculdade tão qualificada quanto a PUC. Em segundo, ao meu pai, que é o meu grande ídolo e incentivador, onde pode me proporcionar cursar Administração na PUC e, acima de tudo, me abriu as portas para o mundo empreendedor. Gostaria de agradecer ao meu orientador Luiz Eduardo Brandão por dividir suas experiências e conhecimentos, que foram de suma importância para a realização e conclusão desse estudo. Por último, mas não menos importante, a todos professores, funcionários e colegas que pude conhecer na PUC.

Resumo

Karam, Lucas. Valuation de uma franquia Mundo Verde. Rio de Janeiro, 2020. P.36. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Este estudo tem como objetivo utilizar o método de fluxo de caixa descontado, que é considerado a abordagem mais utilizada por especialistas, para determinar o valor justo de mercado de uma franquia Mundo Verde. Como forma de proteção de dados, iremos utilizar o nome fictício de Loja PV, que possui uma média de faturamento acima das demais lojas da franquia. Os resultados indicam que o valor de mercado justo da empresa é de R\$ 1.688.398,00.

Palavras- chave

Custo de capital próprio, Custo de capital de Terceiros, Custo médio ponderado, Valuation, Fluxo de caixa descontado, Mundo Verde

Abstract

Karam, Lucas. Valuation de uma franquia Mundo Verde. Rio de Janeiro, 2020. P.36 Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This study aims to use the discounted cash flow method, which is considered the approach most used by specialists, to determine the fair market value of a Mundo Verde franchise. As a form of data protection, we will use the fictitious name of PV Store, which has an average revenue above the other franchise stores. The results indicate that the fair company's fair market value is R\$ 1.688.398,00.

Key-words

Cost of Equity, Cost of Debt, WACC, Valuation, Discounted Cash flow, Mundo Verde

Sumário

1.	Introdução	1
1.1.	Objetivo do estudo	2
1.2.	Delimitação e foco do estudo	2
1.3.	Justificativa e relevância do estudo	3
2.	Contextualização	5
2.1.	A Franquia Mundo Verde	5
2.2.	O mercado de Alimentos	8
3.	Metodologia	10
3.1.	Avaliação de Empresa (Valuation)	10
3.1.1	Abordagem por Fluxo de Caixa Descontado	11
3.1.2	Fluxo de caixa líquido da empresa	11
3.1.2.1	Fluxo de caixa líquidos do acionista	12
3.2	Modelo de desconto de dividendos	14
3.1.1.	CAPM (Capital Asset Pricing Model)	14
3.2.1	Coeficiente beta	15
3.2.2	Taxa de crescimento na perpetuidade	16
3.3	Valor terminal ou residual	17
4.	Avaliação da empresa	18
4.1.	Projeção da receita	18
4.2.	Projeção de impostos	19
4.2.1.	Projeção do Custo de Mercadoria Vendida	20
4.2.2.	Projeção dos gastos com pessoal	20
4.2.3.	4.2.5. Projeção das Despesas Operacionais	21
4.2.4.	Projeção de outras Despesas	21
4.3.	Projeção do Fluxo de Caixa	22
4.4.	Taxa de desconto	22
4.4.1.	Custo de capital de terceiros	22
4.4.2.	Custo do capital próprio	23
4.4.2.1.	Custo do capital próprio nos Estados Unidos	23
4.4.3.	Custo médio ponderado de capital (WACC)	26
4.5.	O valor da empresa	27
4.5.1.	Valor da perpetuidade	27
4.5.2.	Valor do fluxo de caixa projetado	28
4.5.3.	Valor líquido da empresa	29
5.	Conclusão	30
6.	Referências Bibliográficas	31
7.	ANEXOS	33
7.1.	Balanço Patrimonial	33

7.2. Beta desalavancado do setor (Dados do site do Aswath Damodaran, outubro/2020)	34
7.3. Risco Brasil (Dados do site do Aswath Damodaran, outubro/2020)	35
7.4. Prêmio de risco e taxa livre de risco (Dados do site do economista Answath Damodaran, outubro/2020)	35
7.5. Projeção do Bradesco de longo prazo para a economia brasileira	36

Lista de Tabelas

Tabela 1: Projeção de receitas	19
Tabela 2: Tabela das alíquotas do Lucro Presumido	19
Tabela 3: Impostos projetados	20
Tabela 4: Projeção do Custo de Mercadoria Vendida	20
Tabela 5: Projeção dos Gastos com pessoal	21
Tabela 6: Projeção da despesa operacional.....	21
Tabela 7: Projeção de outras despesas.....	21
Tabela 8: Fluxo de caixa projetado.....	22
Tabela 9: Custo de capital de terceiros	23
Tabela 10: Custo de capital próprio nos EUA	24
Tabela 11: Beta alavancado nos EUA	24
Tabela 12: Prêmio de risco e taxa livre de risco	24
Tabela 13: Custo de capital próprio nos EUA	25
Tabela 14: Custo de capital próprio no Brasil	25
Tabela 15: Custo de capital próprio da Loja PV	26
Tabela 16: WACC da Loja PV	26
Tabela 17: Valor presente da perpetuidade.....	27
Tabela 18: Valor presente da perpetuidade em 2020.....	27
Tabela 19: Valor presente do fluxo de caixa	28
Tabela 20: Valor da empresa	29
Tabela 21: Valor líquido da empresa.....	29

Lista de figuras

Figura 1: Breve linha do tempo.	6
Figura 2 : Market Share setor varejista de produtos naturais no Brasil.	7

1. Introdução

A partir de 2017 foi possível observar o reaquecimento do setor varejista, que obteve crescimento de 2,3% e 1,8%, respectivamente, nos anos de 2018 e 2019. Apesar da desaceleração no último ano em função da pandemia, há projeções otimistas para os próximos períodos (IBGE, 2020). Além disso, em 2019, houve uma melhoria do Índice de Confiança Empresarial e do PIB no Brasil, o setor de franquias obteve um crescimento nominal em receita de 6,9% em relação a 2018, de acordo com a Associação Brasileira de Franchising (ABF, 2020). A ABF projeta um crescimento no faturamento do setor de franquias de cerca de 8%, além de, 6% de desenvolvimento na geração de empregos e unidades.

De acordo com a pesquisa feita pela agência de pesquisa Euromonitor (2019), o Brasil vem tendo um grande crescimento no consumo de produtos e alimentos saudáveis, com um aumento de 98% entre os anos de 2009 e 2014. Além disso, um estudo feito pela Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP, 2018) reafirma que 80% dos brasileiros buscam manter uma alimentação mais saudável e com produtos ricos em nutrientes.

A instauração inesperada da crise mundial proveniente do COVID-19, no entanto, pode fazer com que algumas previsões não sejam atingidas. De acordo com o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA, 2020) o comércio mundial deve recuar de 15% a 25% no ano de 2020. Segundo um levantamento feito pela Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN, 2020) 70% dos entrevistados possuem a expectativa de retomada financeira individual e familiar até 1 ano.

Este estudo será elaborado com base de dados referentes a uma loja da Rede de franquias Mundo Verde. Essa Franquia é, há mais de 30 anos, pioneira no desenvolvimento e incentivo de alimentação saudável no Brasil, sendo a maior franquia do segmento na América Latina. Além disso, a Mundo Verde recebeu diversos prêmios durante sua história, sendo o maior deles a consagração com o selo de Excelência em Franchising feita pela ABF (Associação brasileira de

Franchising) por 7 anos. Por se tratar de uma franquia e com o intuito de evitar a divulgação de seus dados, a empresa estudada utilizará um nome fictício de Loja PV. Esta loja está localizada no município do Rio de Janeiro, mais precisamente em um bairro da Zona Sul, que possui rendimentos acima da média das lojas da franquia e seu proprietário é um dos maiores e mais antigos franqueados da rede.

Atualmente, há diversos modelos para avaliar e obter o aprelçamento de uma empresa. No caso deste estudo, iremos nos basear no método de fluxo de caixa descontado, que é o mais utilizado e com mais embasamento no mercado brasileiro, para chegarmos a um valor justo da Loja PV. Esse estudo é feito com o objetivo de auxiliar e orientar o franqueado na tomada de decisão de investir ou desinvestir na empresa aqui estudada.

1.1. Objetivo do estudo

O presente estudo tem como principal objetivo determinar com maior precisão o valor de mercado justo da Loja PV, franquiada da rede Mundo Verde, através do método de fluxo de caixa descontado. Para que assim, o franqueado, a franqueadora e um possível investidor possam ser facilitados na tomada de decisão de investir ou desinvestir na empresa.

1.2. Delimitação e foco do estudo

Este estudo tem como propósito determinar o valor de mercado, exclusivamente, da loja PV, franquiada da rede Mundo Verde. Ou seja, os resultados aqui obtidos, não foram comparados a outras lojas da franquia localizadas no mesmo bairro e a presença de possíveis concorrentes, tanto físico, quanto online.

Para se determinar o valor justo da empresa, iremos utilizar, apenas e exclusivamente, o modelo de fluxo de caixa descontado, considerado o mais manuseado e com maior comprovação dentro do mercado brasileiro. Além disso,

teremos uma delimitação temporal de projeções de resultados para os próximos 5 anos, isto é, os resultados aqui obtidos não terão valor para um período além disso.

Por se tratar de uma franquia, localizada no Brasil, mais precisamente, na Zona Sul do município do Rio de Janeiro, todos os dados estão na moeda Real e todas as taxas de projeções de crescimento e de risco do setor estão baseados, exclusivamente, no município residente da empresa.

Por fim, em virtude do aumento drástico do faturamento da loja devido a uma obra de ampliação da estrutura física no ano de 2015, todos os dados concretos da empresa, foram retirados dos últimos 5 anos. Com isso, qualquer dado anterior não foi utilizado.

1.3. Justificativa e relevância do estudo

Por se tratar, única e exclusivamente, de uma loja da rede Mundo Verde, que possui característica de ser de pequeno porte e de capital fechado, a pesquisa se mostra relevante e necessária. A avaliação de empresa através do fluxo de caixa descontado é mais utilizada no mercado brasileiro, mas no caso dessa empresa, nunca fora feito com o uso dessa ferramenta.

Além disso, os resultados aqui obtidos serão de suma importância para outros franquiados da rede Mundo Verde ou para um futuro investidor na área. Visto que, teremos as projeções de crescimento do setor de produtos naturais e alimentação saudável e do setor varejista, tanto no Rio de Janeiro, quanto no Brasil.

Portanto, as análises feitas no presente estudo deverão auxiliar o franqueado, a franqueadora e um possível futuro investidor a tomar a decisão de investir ou desinvestir no negócio.

Este trabalho está organizado da seguinte maneira. Após essa introdução, o capítulo 2 trará uma contextualização sobre a franquia Mundo Verde e o mercado a qual a empresa está inserida. No capítulo 3, será introduzido todo o embasamento teórico, para que posteriormente, a abordagem do fluxo de caixa

descontado seja aplicada aos dados da Loja PV. Por fim, no capítulo 5, iremos trazer o resultado do estudo.

2. Contextualização

Este capítulo tem como propósito abordar de forma explicativa e categórica a evolução de demanda por produtos naturais no mundo e no Brasil, bem como a história da marca Mundo Verde.

2.1. A Franquia Mundo Verde

A origem da Marca se deu após Isabel Antunes Joffe passar a se preocupar mais com o bem-estar de sua família. Morando nos Estados Unidos, onde seu marido Elísio Joffe trabalhava, Isabel passou a se interessar pelo mercado de produtos naturais e orgânicos, que ainda era pequeno, porém promissor, no país. Após se formar em nutrição e medicina Natural, ela priorizou participar de *workshops* e eventos sobre alimentação natural, consumo consciente e responsabilidade socioambiental, com o intuito de gerar maior conhecimento sobre o mercado. A partir desse momento, surgiu um novo hábito em sua família: O consumo de produtos naturais.

Com a volta ao Brasil, no ano de 1987, Isabel notou a carência de um setor de produtos naturais no país e, a partir de então, junto com seu marido e seus cunhados, Jorge Antunes e Arlindo Antunes, fundaram a marca Mundo Verde. Sua primeira filial, foi na região Serrana, mais precisamente no município de Petrópolis, com uma loja de 25 m², com um ponto comercial pouco atrativo e apenas um funcionário. Em pouco tempo, a pequena loja foi se desenvolvendo, conquistando os turistas que passavam fins de semana na cidade e fidelizando moradores da região.

No ano de 1993, após o sucesso de sua primeira loja, seus fundadores visando a expansão de seus negócios, ingressaram no sistema de franquias. A primeira loja franqueada do Mundo Verde, foi inaugurada em Nova Friburgo. Após alguns meses, a marca chegou a Niterói e a capital do Rio de Janeiro, no bairro da Ilha do Governador. A empresa continuou sua trajetória crescente dentro do país e do mundo. Nos anos de 2007 e 2008, houve a abertura de franquias em

Angola e Portugal. Além disso, a franquia já se destacava no mercado brasileiro, com a conquista de vários prêmios, entre eles: Valor social 2003, 2004, 2005, promovido pelo jornal “Valor econômico” e institutos “Ethos” e “Akatu”; Melhor Franquia do Brasil, realizado pela editora “Globo”; Selo de Excelência em Franchising 2003, 2004, 2005, concedido pela ABF (Associação Brasileira de Franquias).

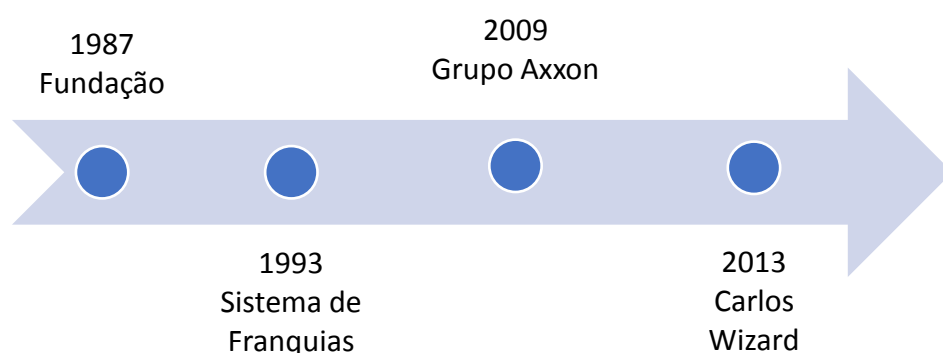


Figura 1: Breve linha do tempo.

Em 2009, apesar de multipremiada e já consolidada no mercado nacional, com aproximadamente 126 lojas, seus fundadores não tinham mais interesse em continuar administrando a operação. Isso, em junção com a maturidade e expectativa de crescimento da Mundo Verde, fez com que o Grupo de investimento Axxon se interessasse pela marca e adquirisse 100% de suas cotas.

Sob a nova administração, a marca cumpriu as expectativas de seus investidores e do mercado, aumentou seu *market share* e seu faturamento. Tal fato, despertou o interesse de Carlos Wizard. No ano de 2013, o empresário fez a aquisição total da empresa, que na época, segundo a própria marca, possuía, aproximadamente, 335 unidades.

Atualmente, a Mundo Verde se consolidou como pioneira e líder na proposta de desenvolver o conceito de vida saudável no varejo brasileiro. Segundo dados da ABF é a maior franquia do segmento na América Latina. De acordo com a marca, a Mundo Verde detém 70% do *market share* no Brasil.



Figura 2 : Market Share setor varejista de produtos naturais no Brasil.

Além disso, nos dias de hoje a Mundo Verde possui as seguintes características:

- Mais de 400 lojas no Brasil, com presença em todos os estados;
- Canal de vendas online;
- Mais de mil funcionários;
- Mais de 120 mil clientes por dia;
- Mais de 30 mil produtos cadastrados;
- Mais de 1.200 fornecedores cadastrados, onde 75% são micro e pequenas empresas.
- 7 selos de excelência em franchising (ABF)

O presente estudo será baseado em dados de uma franquia do Mundo Verde, fundada no ano de 2008 e que possui como administrador o franqueado mais premiado por desempenho pela própria franquia, com mais de 20 anos de experiência no mercado. Além disso, a empresa possui faturamento acima da média de outras lojas do Mundo Verde.

2.2. O mercado de Alimentos

Há alguns anos, a indústria de alimentos vem identificando uma crescente demanda de consumidores que se preocupam com a composição de seus alimentos e, com isso, algumas empresas estão se adequando a essa nova tendência. De acordo com o estudo *The Top 10 Consumer Trends* (2020), elaborado pela Euromonitor, aproximadamente, 79% dos entrevistados de todo mundo alegaram substituir alimentos “tradicionais” por alimentos saudáveis. De acordo com a empresa internacional de análise de mercado NDP Group (2016), 77% dos americanos buscam alternativas de alimentação saudável.

Nota-se que essa mudança de hábitos cresce de forma paralela ao consumo de suplementos alimentares, produtos naturais e orgânicos. Entre 2010 e 2016, houve um crescimento 30% da ingestão de produtos naturais e orgânicos nos EUA (NDP Group, 2016). Segundo um estudo publicado pela Euromonitor (2020), há uma grande preocupação na América do Norte em prevenir doenças, e com isso, grande parte dos consumidores canadenses buscam cada vez mais dar preferência a ingestão de produtos naturais. Já nos Estados Unidos, a maioria de seus habitantes buscam complementar suas alimentações com o uso de vitaminas e suplementos alimentares.

Em 2019 o Brasil ocupava a 4ª colocação no ranking da Euromonitor em consumo de alimentos saudáveis, movimentando, aproximadamente, US\$ 35 bilhões por ano (Euromonitor, 2019). De acordo com dados coletados pela Euromonitor (2019), o setor de alimentos e bebidas saudáveis registrou um crescimento de 58,3% entre 2012 e 2017. Além disso, há previsão que a ascensão do setor se intensifique nos próximos anos.

O relatório *Brasil Food Trends* (2020) listou produtos que são mais valorizados pelos consumidores que buscam alimentos saudáveis, eles são:

1. Produtos benéficos ao desempenho físico e mental;
2. Produtos benéficos à saúde cardiovascular;
3. Produtos benéficos à saúde gastrointestinal;
4. Para dietas específicas/restritivas/alergias alimentares;

5. Com aditivos e ingredientes naturais;
6. Funcionais (com valor nutritivo agregado);
7. Isentos ou teor reduzido de sal, açúcar e gorduras (better-for-you);
8. Orgânicos;
9. Minimamente processados.

Logo, há uma grande expectativa, tanto dos franqueados, quanto da franqueadora, para o crescimento da marca Mundo Verde nos próximos anos, haja visto que a empresa visa atender as tendências do mercado e oferecer os melhores produtos para seus consumidores.

3. Metodologia

3.1. Avaliação de Empresa (Valuation)

De acordo com Damodaran (2006) o conceito de *valuation* ou em português, avaliação de empresa, possui como principal propósito identificar, classificar e mensurar o valor justo de um ativo, para que este não esteja avaliado de forma errônea pelo mercado. Porém, é sabido que há diferentes formas de se avaliar uma empresa e nem sempre os valores entre eles são compatíveis. Por isso, muitos autores chegaram à conclusão de que não há uma forma 100% segura de se precificar uma empresa, mas há a mais adequada para cada tipo de negócio.

Damodaran (2006) afirma que apesar de existirem diversos modelos para se avaliar uma empresa, apenas três abordagens são utilizadas por todos: Fluxo de Caixa Descontado, Relativa e Direitos Contingentes. A primeira tem como finalidade determinar o valor intrínseco de um ativo através do fluxo de caixa que se espera durante o período analisado e pelo grau de incerteza associado a ele. A segunda, possui a finalidade de se chegar a uma avaliação com base em ativos “comparáveis” relativamente a uma variável comum. A terceira abordagem, tem como objetivo precificar um ativo que possui características de opções com base em modelos de precificação de opções.

Levando como base a pesquisa realizada por Soutes et al. (2008) o modelo de avaliação de empresa, especificamente, no setor industrial e comercial mais utilizado no Brasil é o de fluxo de caixa descontado.

Com isso, utilizando das características da empresa aqui estuda, podemos afirmar que a abordagem por Fluxo de Caixa Descontado ou Intrínseca é a mais ideal para auferir o objetivo proposto.

3.1.1 Abordagem por Fluxo de Caixa Descontado

Damodaran (2006) afirma que método de Fluxo de Caixa Descontado aponta o valor justo de um ativo por meio da projeção de seus fluxos de caixa futuros, no caso desse estudo, nos próximos 5 anos, onde serão trazidos a valor presente através de uma taxa de desconto. Para se determinar a taxa de risco se utiliza como base a confiabilidade do setor e do país. Quanto maior for a incerteza, maior será a taxa de desconto, acarretando a subtração do valor do ativo. Além disso, Damodaran (2006) afirma que há uma grande dificuldade de se medir o risco de uma empresa de capital fechado, visto que para se chegar a uma conclusão necessita-se do histórico de preços do ativo. Algo que é inexistente nesse tipo de empresa.

Existem duas metodologias de Fluxo de Caixa Descontado, são elas: Avaliação pelo fluxo de caixa do acionista e avaliação pelo fluxo de caixa da empresa como um todo, onde há a participação acionária e de terceiros. Vale lembrar que, a empresa que estamos avaliando é de capital fechado, ou seja, é limitada por cotas.

3.1.2 Fluxo de caixa líquido da empresa

O método de precificação através do fluxo de caixa líquido da empresa (FCLE) visa avaliar a companhia como um todo, através da análise do quadro acionário e da participação dos demais detentores de direitos da empresa (detentores de obrigações e acionistas preferencias) (Damodaran, 1999).

Os FCLE são encontrados após a subtração de todas as despesas operacionais e impostos, no entanto anterior ao pagamento de dívidas ou custo médio ponderado de capital (WACC). Essa operação pode ser expressa através da seguinte fórmula:

$$FCLE = EBIT (1-t) + Depreciação - CAPEX - NCG$$

Onde,

EBIT = Lucro antes de juros e impostos

t = Alíquota de impostos

CAPEX = Desembolsos de Capital

NCG= Necessidade de Capital de Giro

Segundo Damodaran (1999), o valor da empresa é alcançado após trazer a valor presente todos os fluxos de caixas projetados:

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

Onde,

FCLE = FCLE no período t

WACC = Custo Médio de Capital Ponderado

O Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) é a média ponderada dos diversos recursos de financiamento captados pela empresa para suprir suas necessidades, dentre eles, temos: dívida, patrimônio líquido e títulos híbridos (Damodaran, 1999). Sua fórmula é expressa da seguinte fórmula:

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

Onde,

K_d = Custo da dívida após impostos.

K_e = Custo do patrimônio líquido.

$D/D + E$ = Proporção da Dívida em relação ao valor do mix de financiamento.

$E/D + E$ = Proporção do patrimônio Líquido em relação ao valor do mix de financiamento.

t = Alíquota de impostos

3.1.2.1 Fluxo de caixa líquidos do acionista

O outro método de se chegar a um valor de uma empresa é através do Fluxo de caixa líquidos do acionista (FCLA). Esta abordagem é caracterizada pelo valor residual do fluxo de caixa disponível depois do pagamento de todas obrigações financeiras, que incluem o pagamento de dívida e a cobertura das necessidades de desembolsos de capital e de capital de giro (Damodaran, 1999). Essa metodologia é expressa da seguinte forma:

$$\text{FCLA} = \text{Lucro Líquido} + \text{Depreciação} - \text{CAPEX} - \Delta \text{CG} - \text{Amortização de Dívida} + \text{Novas emissões de Dívida}$$

Onde,

CAPEX = Desembolso de Capital

CG = Capital de Giro

A abordagem através do FCLA foi desenvolvida para se precificar empresas com taxas de crescimento estáveis, ou seja, que se encontram em estado de equilíbrio. A partir disso, o valor do patrimônio líquido é função do fluxo de caixa líquido do acionista esperado para o período seguinte, da taxa de crescimento estável e da taxa de retorno exigida (Damodaran, 1999). Isso pode ser formulado da seguinte forma:

$$P_0 = \frac{FCLA_1}{K_e - g_n}$$

Onde,

P_0 = Valor Atual das ações

$FCLA_1$ = FCLA esperado para o próximo ano

K_e = custo do patrimônio líquido da empresa

g_n = Taxa perpétua de crescimento do FCLA da empresa

Vale ressaltar que uma empresa que se encontra em estado de estabilidade não poderá ter uma taxa de crescimento “estável” de mais de um ou dois pontos percentuais acima da taxa de crescimento do setor em que se encontra. Além disso, este modelo é ideal para empresas que buscam estabilidade, em outras

palavras, que possuem como característica o pagamento de dividendos superiores ou inferiores ao FCLA (Damodaran, 1999).

3.2 Modelo de desconto de dividendos

O modelo de desconto de dividendos tem como finalidade determinar o valor de uma ação através do valor presente dos dividendos esperados, à vista disso, chega-se a um valor para o patrimônio líquido (Damodaran, 1999).

Segundo Damodaran (1999), “o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa esperados, descontados a uma taxa adequada ao grau de risco dos fluxos de caixa que estão sendo descontados.” Em outras palavras, para se determinar o valor esperado de uma ação ao final de um período, precisamos analisar o valor presente dos dividendos até o infinito. Para isso, seguimos a seguinte formula:

$$\text{Valor esperado da ação} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPS_t}{(1+K_e)^t}$$

Onde,

DPS_t = dividendos esperados por ação

K_e = Custo do capital próprio (Patrimônio líquido)

Há a necessidade de se atentar a dois pontos básicos para esse tipo de metodologia: Sendo o primeiro, o estudo das taxas de crescimentos dos lucros e a porcentagem do lucro líquido distribuído, para que se chegue aos dividendos esperados. E o segundo, às diferentes formas de se apontar o risco de determinada ação, que podem ser através: do beta de mercado no CAPM, dos betas fatores no modelo APM e nos modelos multifatoriais. Para que assim, aponte a taxa de retorno exigida por uma ação ou o custo do capital próprio (Damodaran, 1999).

3.1.1. CAPM (Capital Asset Pricing Model)

Como citado anteriormente, o WACC é composto por diversos componentes de financiamento, dentre eles, o que será utilizado como taxa de desconto no modelo de fluxo de caixa descontado é o custo de capital próprio, que é utilizado como a taxa de retorno exigida pelos investidores para realizar um investimento no patrimônio líquido da empresa (Damodaran, 1999).

Um investidor antes de efetuar um investimento procura medir o risco tomado em cada operação para que se chegue à conclusão de investir ou desinvestir em uma empresa. Para isso, existem diversos modelos na literatura para se medir o risco e retorno de cada operação. Vale ressaltar que ativos com maior índice de risco serão descontados a taxas mais altas enquanto ativos com menor índice de risco serão descontados a taxas mais baixas (Damodaran, 2006).

Damodaran (1999) afirma que o modelo CAPM (*Capital Asset Price Model* ou modelo de formação de preço de ativos) é um dos mais utilizados pelo mercado, por apresentar características de ser simples e intuitivo. Além disso, este método necessita dos seguintes dados para ser executado: taxa livre de risco em vigor, o retorno esperado de um índice de mercado e o beta do ativo em análise. Conseguimos expressar a fórmula do CAPM da seguinte maneira:

$$K_e = r_f + \beta_e(r_m - r_f)$$

Onde,

K_e = custo de capital próprio ou patrimônio líquido

r_f = taxa livre de risco

β_e = Beta do Patrimônio Líquido

r_m = Retorno esperado para o mercado

$(r_m - r_f)$ = Prêmio de risco

3.2.1 Coeficiente beta

De acordo com Damodaran (1999), empresas de capital fechado encontram maiores dificuldades de determinar sua taxa de desconto do que empresas de

capital aberto, visto que esse modelo de empreendimento possui suas ações cotadas na bolsa e, portanto, há maior facilidade de acesso a dados mais fidedignos. Com isso, há três maneiras de se estimar seus betas, são elas:

- Empresas comparáveis – Empresas que estão no mesmo setor e que possui alavancagem financeira e operacional similares.
- Betas Contábeis – O beta é estimado a partir dos lucros ao invés de retornos, onde os lucros são regredidos contra os lucros agregados do mercado.
- Através de Fundamentos Financeiros – Os betas de empresas de capital aberto são regredidos contra fundamentos financeiros (variabilidade de lucros, pagamento de dividendos e alavancagem).

Vale lembrar, que a estimativa de betas é de precisão variável e, portanto, quanto maior o número de dados de empresas comparáveis, mais preciso será o beta (Damodaran, 1999).

3.2.2 Taxa de crescimento na perpetuidade

A projeção dos fluxos de caixa de uma empresa é baseada em uma taxa de crescimento preestabelecida. Para se determinar esse tipo de taxa, o analista pode utilizar os seguintes dados: média de crescimento passado do ativo, estimativas de crescimento do setor elaborado por outros analistas e dados básicos da empresa. Vale ressaltar que toda companhia possui uma fase crescimento elevado, seguido por uma taxa de crescimento constante (Damodaran, 1999). Porém, a Loja PV por se tratar de uma empresa de pequeno porte possui baixa qualidade de informação, devido a não obrigatoriedade de se divulgar seus resultados trimestralmente, o que faz parte dos padrões contábeis. Isso acarreta na dificuldade de se apontar uma taxa de crescimento esperado. Para determinar a taxa de perpetuidade com crescimento nesse modelo de empresa devemos utilizar as expectativas feitas por analistas para o setor a qual se encontra a Loja PV e, com isso, devemos utilizar a seguinte fórmula:

$$VP = P1/(i-g)$$

Onde:

VP = Valor presente da perpetuidade no ano 0

P = Pagamento no ano 1

i = Taxa de retorno

g = Taxa de crescimento

3.3 Valor terminal ou residual

Com visto anteriormente, para se chegar ao objetivo de precificar um ativo, devemos trazer a valor presente os fluxos de caixa projetados para um determinado período. Uma empresa que se encontra em situação estável, deve ser avaliada buscando o modelo de crescimento infinito, chamado de perpetuidade da empresa (Damodaran, 1999). Porém, é sabido que há uma grande dificuldade de se projetar um fluxo de caixa para períodos muitos distantes. Com isso, no caso desse estudo, iremos projetar os fluxos de caixa da empresa para os próximos cinco anos. Com a finalidade de se atingir o objetivo de determinar o valor residual ou terminal do ativo devemos seguir a seguinte equação:

$$Valor\ Terminal_t = \frac{FCLE_{t+1}}{WACC - g_n}$$

Onde,

t = Último ano projetado

$FCLE_{t+1}$ = FCLE esperado para o próximo ano

WACC = Custo médio ponderado do capital

g_n = Taxa perpétua de crescimento no FCLE

4. Avaliação da empresa

Esse capítulo tem como propósito utilizar todo o embasamento teórico abordado no capítulo três, juntamente com as análises apontadas anteriormente para que possamos projetar os fluxos de caixa futuros da empresa, assim como determinar o seu custo de capital (WACC). Para que assim, possamos utilizar o método de avaliação por fluxo de caixa descontado para atingir o objetivo alvo desse estudo, que é determinar o valor justo de mercado da Loja PV.

4.1. Projeção da receita

De acordo com o IBGE (2020), no ano de 2019, o Índice de confiança empresarial e o PIB sofreram ligeira melhora. Além disso, de acordo com a ABF (Associação Brasileira de Franchising, 2020) o setor de franquias possui uma expectativa de crescimento de 8% no ano de 2020 em relação ao ano anterior. Porém, o ano de 2020 vem sendo extremamente prejudicial para o mercado mundial. Com o agravamento da crise global proveniente do COVID-19, no início de 2020 o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA, 2020) previa um recuo de 15% a 25% da economia até o fim do ano.

A projeção do fluxo de caixa da empresa ocorreu através da colaboração do escritório de contabilidade da Loja PV, assim como, o seu proprietário. A partir das análises fornecidas por eles, vimos que a empresa, por estar inserida no setor de produtos naturais, o que remete ao bem estar e a saúde, não seguiu a tendência do mercado e, portanto, não sofreu impacto com crise mundial instaurada pelo coronavírus.

Seguindo as informações de desempenho, citadas anteriormente pelo escritório de contabilidade da empresa, não há motivos para a Loja PV crescer menos que o setor varejista. Com isso, para se projetar as receitas da empresa, utilizamos como premissa as projeções do Bradesco de Longo Prazo elaboradas em outubro de 2020, onde o setor varejista apresentará um crescimento em

perpetuidade de 3,20% ao ano a partir de 2021. Essa tabela pode ser consultada no item 8.1 nos anexos.

Tabela 1: Projeção de receitas

2021	2022	2023	2024	2025
R\$ 3.795.348	R\$ 3.916.799	R\$ 4.042.136	R\$ 4.171.485	R\$ 4.304.972

Vale ressaltar que nesse estudo não iremos considerar o efeito da inflação, visto que o efeito incidirá igualmente sobre a receita, custos e despesa e, portanto, seriam anulados.

4.2. Projeção de impostos

A Loja PV está enquadrada no regime tributário Lucro Presumido. Esse modelo possui uma forma de tributação simplificada, onde a Receita Federal presume que uma determinada porcentagem do faturamento é o lucro. Podemos ver na tabela seguinte como cada tributo incide sobre o faturamento da empresa:

Tabela 2: Tabela das alíquotas do Lucro Presumido

Tabela Lucro Presumido	
Tributo	Produto
	Alíquota sobre o faturamento
PIS	0,65%
COFINS	3%
CSLL	1,08%
IRPJ	1,20%
ICMS	Variável de acordo com produto
IPI	Variável de acordo com produto

De acordo com o escritório de contabilidade da empresa, o imposto representa em média 8,20% do faturamento da Loja PV.

Tabela 3: Impostos projetados

Imposto Projetado				
2021	2022	2023	2024	2025
311.218	321.177	331.455	342.062	353.008

4.2.1. Projeção do Custo de Mercadoria Vendida

As lojas da franquia Mundo Verde utilizam como forma de estipulação de preço o método *Markup*, que significa o quanto do preço de venda está acima do preço de custo do produto. Porém, a Loja PV possui mais de três mil SKU's (*Stock Keeping Unit* ou Unidade de Manutenção de Estoque), que em outras palavras, é quantidade de códigos criados para identificar cada produto de acordo com suas características. Com isso, se torna praticamente impossível determinar o custo da mercadoria vendido de cada produto e, com isso, iremos utilizar o *Markup* médio da empresa.

De acordo com o proprietário da empresa, a Loja PV possui um *Markup* médio de 100%, ou seja, o preço de venda é o dobro do preço de custo.

Tabela 4: Projeção do Custo de Mercadoria Vendida

Custo de Mercadoria Vendida				
2021	2022	2023	2024	2025
1.897.674	1.958.399	2.021.068	2.085.742	2.152.486

4.2.2. Projeção dos gastos com pessoal

A taxa de desemprego no mundo foi afetada diretamente pela pandemia COVID-19. No Brasil, os resultados não foram diferentes. De acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia (IBGE, 2020), o desemprego no país saltou para uma taxa recorde de 14,4% no terceiro trimestre.

O modelo de negócio das franquias Mundo Verde não exige profissionais qualificados para a área de venda. Devido a essa característica e a alta taxa de

desemprego no país, a empresa não enxerga grande crescimento com gasto com pessoal.

De acordo com o escritório de contabilidade da empresa, os gastos com pessoal não ultrapassam 6,90% do valor do faturamento da empresa.

Tabela 5: Projeção dos Gastos com pessoal

Gastos com pessoal				
2021	2022	2023	2024	2025
261.879	270.259	278.907	287.832	297.043

4.2.3. 4.2.5. Projeção das Despesas Operacionais

As despesas operacionais são os custos de uma empresa que não estão relacionados à produção ou à venda de um produto. De acordo com o escritório de contabilidade da empresa esses custos representam em média 19,50% do faturamento da empresa.

Tabela 6: Projeção da despesa operacional

Despesa Operacional				
2021	2022	2023	2024	2025
740.093	763.776	788.217	813.439	839.470

4.2.4. Projeção de outras Despesas

O proprietário da empresa determina um orçamento para outras despesas de até 7,20% do faturamento do ano em exercício. Iremos adotar que a empresa irá utilizar todo o orçamento disponível.

Tabela 7: Projeção de outras despesas

Outras despesas				
2021	2022	2023	2024	2025
273.265	282.010	291.034	300.347	309.958

4.3. Projeção do Fluxo de Caixa

A partir dos dados coletados, podemos projetar o fluxo de caixa da empresa até o ano de 2025. De acordo com as projeções de Longo Prazo elaborada pelo Bradesco o fluxo de caixa livre da empresa vai crescer 3,2% perpetuamente, o que acompanha a previsão de crescimento do PIB no setor de serviços, conforme item 7.5. dos anexos.

Tabela 8: Fluxo de caixa projetado

FLUXO DE CAIXA LOJA PV					
ANO	2021	2022	2023	2024	2025
FATURAMENTO	3.795.348	3.916.799	4.042.136	4.171.485	4.304.972
(-) IMPOSTO	311.218	321.177	331.455	342.062	353.008
(-) CMV	1.897.674	1.958.399	2.021.068	2.085.742	2.152.486
(-) GASTOS COM PESSOAL	261.879	270.259	278.907	287.832	297.043
(-) DESPESA OPERACIONAL	740.093	763.776	788.217	813.439	839.470
(-) OUTRAS DESPESAS	273.265	282.010	291.034	300.347	309.958
SALDO	311.218	321.177	331.455	342.062	353.008

4.4. Taxa de desconto

A taxa de desconto que iremos utilizar para se determinar o valor presente da loja PV é o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), ou seja, custo médio ponderado de capital. Esse custo é baseado no custo de capital próprio, custo de capital de terceiros e na estrutura de capital da empresa.

4.4.1. Custo de capital de terceiros

O custo de capital de terceiros é a média das taxas de juros que serão pagos à uma entidade financeira aonde foi captado o empréstimo. A loja PV

possui apenas um empréstimo, realizada no banco Santander. Segundo o proprietário da empresa, este empréstimo foi captado com o objetivo de realizar melhoras na estrutura física da loja PV, porém, até a elaboração desse estudo, o recurso financeiro ainda não fora utilizado para seu propósito. Na tabela 9 podemos ver o custo de capital de terceiros (Kt) da empresa:

Tabela 9: Custo de capital de terceiros

Financiamento	Taxa % a.a.	% da dívida total	Valor financiado	Custo de capital de terceiros (kt)
CDC – SANTANDER	18,44% Pré	100%	R\$ 300.000,00	18,44%

4.4.2. Custo do capital próprio

Com citado anteriormente, o custo de capital próprio é o retorno que os sócios exigem de seu capital investido na empresa. Para se determinar esse custo, iremos utilizar o modelo CAPM (*Capital Asset Price Model*), que é um dos métodos mais utilizados por analistas. Porém, de acordo com Damodaran (1999) esse método não é recomendado para países emergentes, devido a alta concentração do mercado de capitais e sua volatilidade. Com isso, devemos projetar o custo de capital próprio nos Estados Unidos, retirar sua inflação, e, assim, incluir o risco Brasil, para que se possa chegar ao custo de capital próprio no Brasil.

4.4.2.1. Custo do capital próprio nos Estados Unidos

Para se determinar o custo do capital próprio nos Estados Unidos, devemos identificar o índice Beta desalavancado (β_u), que em outras palavras, é o beta sem os riscos financeiros da empresa. A base de dados foi retirada do site do economista Aswath Damodaran (2020), onde o setor utilizado foi o varejista, com foco em mercearia e alimentos. A tabela completa pode ser consultada no item 7.2 em anexos.

Tabela 10: Custo de capital próprio nos EUA

Nome da Indústria	Varejo (Mercearia e alimentos)
Número de firmas	13
Crescimento da receita média anual – últimos 5 anos	5,57%
Margem operacional antes dos impostos (não ajustada)	2,29%
ROC após impostos	7,13%
Taxa média efetiva de impostos	24,14%
Beta desalavancado (β_u)	0,35

A partir do resultado encontrado anteriormente, devemos calcular o índice beta alavancado (β_i), que é o resultado do produto entre o beta desalavancado (β_u) e a relação entre dívida e patrimônio líquido da Loja PV. Vale ressaltar, que a empresa estudada é enquadrada no regime tributário de Lucro Presumido e, portanto, não existe benefício fiscal da dívida.

Tabela 11: Beta alavancado nos EUA

$\beta_i = \beta_u * (1 + D/E)$		
β_u	Beta desalavancado baseado no histórico do setor varejista de mercearia e alimentos no mercado americano.	0,35
D/E	Relação entre dívida e patrimônio líquido	6,00
β_i	Beta alavancado	2,42

O último passo para se chegar ao custo de capital próprio nos Estados unidos, é apontar um prêmio de risco e uma taxa livre de risco. Nesse estudo, iremos nos basear no prêmio de risco divulgado pelo site do Aswath Damodaran (2019) e a taxa livre de risco utilizada foi o Tesouro Americano de longo prazo (*T-bonds 30 years yield*). Esses dados podem ser checados a seguir:

Tabela 12: Prêmio de risco e taxa livre de risco

Year	T. Bond Rate	Bond-Bill	Smoothed Groth	Analyst Groth Estimated	Analyst Groth Estimated

2019	1,92%	0,37%	2,57%	3,96%	5,20%
-------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Após tomar conhecimento dos dados citados anteriormente, podemos calcular o custo de capital próprio nos EUA.

$K_s = R_f + \beta_i * (R_m - R_f)$		
Rf	Taxa livre de risco. Utilizamos o título do tesouro americano de longo prazo (<i>T-Bonds</i>)	1,92%
(Rm – Rf)	Prêmio de risco	5,20%
β_i	Beta Alavancado da Loja PV	2,42
Ks	Custo de capital próprio nos EUA	14,48%

Tabela 13: Custo de capital próprio nos EUA

Para se determinar o valor do custo de capital próprio no Brasil deve-se retirar o efeito da inflação dos EUA e adicionar o prêmio de risco Brasil. Como demonstrado na tabela 13, o valor do custo de capital da loja PV nos Estados Unidos é de 14,48%. Além disso, de acordo com o FED (*Federal Reserve Sistem*) o IPC (índice de preços ao consumidor) nos EUA foi de 2,3%, no ano de 2019. Segundo Damodaran online (2019), o Brasil tem uma classificação de risco (*Moody's Rating, 2019*) Ba2, que significa que o país possui qualidade de crédito questionável e, portanto, seu prêmio de risco é 4,41%. Com isso, seu custo de capital próprio no Brasil é calculado do seguinte modo:

Tabela 14: Custo de capital próprio no Brasil

$K_p = ((1 + k_s)/(1 + I_{USA}) - 1) + R_{bra}$		
Ks	Custo de Capital Próprio nos EUA	14,48%
I USA	Inflação nos EUA	2,3%
Rbra	Risco Brasil	4,41%
Kp	Custo do Capital Próprio no Brasil	16,32%

O resultado encontrado representa o custo de capital próprio da loja PV caso ela fosse uma empresa de grande porte. Segundo o economista Aswath Damodaran (2015), empresas pequenas de pequeno porte possuem mais riscos que empresas de grande porte. Com isso, devemos acrescentar de 3 a 5 pontos percentuais ao resultado encontrado anteriormente. Portanto, o custo do capital próprio no Brasil da Loja PV será de 21,32%, como podemos ver na tabela seguinte:

Tabela 15: Custo de capital próprio da Loja PV

Custo de capital Próprio no Brasil (Kp)	16,32%
Risco de empresas de pequeno porte	5%
Custo de capital Próprio da Loja PV	21,32%

4.4.3. Custo médio ponderado de capital (WACC)

A partir dos dados coletados anteriormente, podemos ponderar o custo de capital próprio e de terceiros através da estrutura de capital da loja PV, para assim, determinar seu WACC. Vale ressaltar, que o regime tributário Lucro Presumido, a qual a empresa se enquadra, não oferece benefício fiscal. A tabela a seguir demonstra o resultado encontrado para o WACC de 18,85%.

Tabela 16: WACC da Loja PV

WACC = $K_t * (D/(E+D)) + K_p * (E/(E+D))$		
K_t	Custo de capital de terceiros	18,44%
K_p	Custo de capital próprio	21,32%
D	Dívida da empresa	R\$ 300.000,00
E	Patrimônio Líquido	R\$ 50.000,00
(D/(E+D))	Montante da dívida na estrutura de capital	86%
(E/(E+D))	Montante do patrimônio líquido na estrutura de capital	14%

WACC	Custo médio ponderado de capital da Loja PV	18,85%
-------------	--	---------------

4.5. O valor da empresa

Para se apontar o valor da empresa, deve-se trazer a valor presente a projeção de fluxo de caixa da Loja PV subtraindo sua dívida.

4.5.1. Valor da perpetuidade

Com o objetivo de se determinar uma taxa de crescimento com maior grau de certeza, foi utilizado a projeção de longo prazo do Bradesco, divulgada em outubro de 2020, onde aponta um crescimento para o setor varejista brasileiro de 3,2% a partir de 2021.

Iremos utilizar o fluxo de caixa projetado em 2026 dividido pela subtração entre a taxa de desconto (WACC) e a taxa de crescimento (g). Para assim, se determinar o valor de perpetuidade no ano de 2026.

Tabela 17: Valor presente da perpetuidade

VP = P1/(R-g)		
P1	Valor do fluxo de caixa no ano em que se inicia a perpetuidade (2026)	R\$ 364.304,00
R	Taxa de desconto (WACC)	18,85%
G	Taxa de crescimento	3,20%
VP	Valor presente da perpetuidade no ano 2025	R\$ 2.327.565,00

O próximo passo para que possamos determinar o valor da empresa é utilizar do valor encontrado na tabela 17 para que apontemos o valor presente da perpetuidade no ano de 2020.

Tabela 18: Valor presente da perpetuidade em 2020

VP	Valor presente da perpetuidade no ano de 2026	R\$ 2.327.565,00
i	Taxa de desconto (WACC)	18,85%

VPL	Valor presente da perpetuidade no ano de 2020	R\$ 981.464,00
------------	--	-----------------------

4.5.2. Valor do fluxo de caixa projetado

Para se encontrar o valor presente do fluxo de caixa da empresa, devemos utilizar os fluxos de caixa projetados da Loja PV no ano de 2021 até o ano de 2025 e descontá-los através da taxa encontrada (WACC) anteriormente de 18,85%.

Tabela 19: Valor presente do fluxo de caixa

FLUXO DE CAIXA LOJA PV						
ANO	2020	2021	2022	2023	2024	2025
FATURAMENTO		3.795.348	3.916.799	4.042.136	4.171.485	4.304.972
(-) IMPOSTO		311.218	321.177	331.455	342.062	353.008
(-) CMV		1.897.674	1.958.399	2.021.068	2.085.742	2.152.486
(-) GASTOS COM PESSOAL		261.879	270.259	278.907	287.832	297.043
(-) DESPESA OPERACIONAL		740.093	763.776	788.217	813.439	839.470
(-) OUTRAS DESPESAS		273.265	282.010	291.034	300.347	309.958
SALDO		311.218	321.177	331.455	342.062	353.008
TAXA DE DESCONTO (WACC)	VPL	2021	2022	2023	2024	2025
18,85%	1.006.934	311.218	321.177	331.455	342.062	353.008

A partir desses dados, para se determinar o valor presente da empresa devemos somar o VPL encontrado na tabela 19 com o valor de perpetuidade encontrado na tabela 18.

Tabela 20: Valor da empresa

VPL Fluxo de caixa	R\$ 1.006.934,00
VPL Perpetuidade	R\$ 981.464,00
Valor da empresa	R\$ 1.988.398,00

4.5.3. Valor líquido da empresa

A loja PV possui um empréstimo junto ao banco Santander no valor de R\$ 300.000,00. Com isso, para que possamos chegar ao seu valor líquido devemos subtrair essa dívida do valor da empresa encontrado na tabela 20.

Tabela 21: Valor líquido da empresa

Valor da empresa	R\$ 1.988.398,00
(-) Total de dívidas	R\$ 300.000,00
(=) Valor Líquido da loja PV	R\$ 1.688.398,00

Portanto, podemos concluir que o valor final líquido da Loja PV é de R\$ 1.688.398,00.

5. Conclusão

Como abordado na contextualização, o mercado de produtos saudáveis possui grandes expectativas de crescimento. A marca Mundo Verde é pioneira e possui 70% do *Market Share* brasileiro. Além disso, Carlos Wizard, seu proprietário, possui interesse em investir cada vez mais no desenvolvimento da marca, o que gera grande vantagem competitiva em relação aos seus concorrentes.

Durante a elaboração desse estudo, notamos a diferença de qualidade das informações fornecidas por uma empresa de capital fechado para uma empresa negociada na bolsa. Isso se deve a não obrigatoriedade de divulgação contábil. Com isso, o resultado encontrado foi baseado em dados fornecidos por um escritório de contabilidade terceirizado pela empresa e confirmado pelo seu proprietário.

O objetivo do presente trabalho foi alcançado. Através da utilização do modelo de fluxo de caixa descontado chegamos a um valor líquido para a Loja PV de R\$ 1.688.398,00. Esse valor está bastante próximo do que foi estipulado pela franquia Mundo Verde e por seu proprietário.

Vale ressaltar que há diversas abordagens para se avaliar uma empresa com o propósito de se encontrar o seu valor justo. Cada profissional deve analisar o seu ativo e determinar a mais adequada. Portanto, nem sempre os valores encontrados em outros métodos serão os mesmos encontrados no presente estudo.

6. Referências Bibliográficas

Agência Brasil. **Levantamento mostra expectativa sobre retomada econômica após pandemia.** Brasília. Acesso em: junho de 2020. Disponível em: <<https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2020-06/levantamento-mostra-expectativa-sobre-retomada-economica-apos-pandemia>>.

Bradesco. **Projeções Bradesco Longo Prazo.** Acesso em novembro de 2020. Disponível em: <<https://www.bradescoasset.com.br/SiteEconomiaEmDia/Projecoes/Longo-Prazo>>

BAGUL, Katharina. **The Rise and Potential of Gut Helth.** Euromonitor International, 2020. Acesso em outubro de 2020. Disponível em: <<https://blog.euromonitor.com/the-rise-and-potential-of-gut-health/>>.

CARREIRO, Juliana. **Alimentos saudáveis estão entre as principais tendências do mercado.** Estadão, São Paulo. Acesso em outubro de 2020. Disponível em: <<https://emails.estadao.com.br/blogs/comida-de-verdade/alimentos-saudaveis-estao-entre-as-principais-tendencias-do-mercado/>>.

CARREIRO, Juliana. **Aumenta a procura por alimentos naturais nos EUA.** Estadão, São Paulo. Acesso em outubro de 2020. Disponível em: <<https://emails.estadao.com.br/blogs/comida-de-verdade/aumenta-a-procura-por-alimentos-naturais-nos-eua/>>.

CRUZ, Fernanda. **Pesquisa mostra que 80% dos brasileiros buscam alimentação saudável.** Agência Brasil, São Paulo. Acesso em: junho de 2020. Disponível em: <<https://agenciabrasil.ebc.com.br/saude/noticia/2018-05/pesquisa-mostra-que-80-dos-brasileiros-buscam-alimentacao-saudavel>>.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: Ferramentas e técnicas para a determinação de qualquer ativo.** Qualitymark, 1999.

DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance.** John Wiley & Sons, 2016.

DAMODARAN, Aswath. **The Small Cap Premium: Where is the beef?.** Acesso em outubro de 2020. Disponível em: <<http://aswathdamodaran.blogspot.com/2015/04/the-small-cap-premium-fact-fiction-and.html>>

Euromonitor Internacional. **De volta ao básico: Uma tendência de consumo em alimentos e bebidas no Brasil.** Acesso em: junho de 2020. Disponível em: <<https://blog.euromonitor.com/de-volta-ao-basico-uma-tendencia-de-consumo-em-alimentos-e-bebidas-no-brasil/>>.

G1. Comércio mundial pode recuar até 25% com impacto do coronavírus, diz Ipea. Rio de Janeiro. Acesso em: junho de 2020. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/04/14/comercio-mundial-pode-recuar-ate-25percent-com-impacto-do-coronavirus-diz-ipea.ghtml>>.

G1. Desemprego no Brasil atinge recorde de 14,4% no trimestre encerrado em agosto, diz IBGE. Rio de Janeiro. Acesso em novembro de 2020. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/10/30/desemprego-no-brasil-sobe-para-144percent-em-agosto-diz-ibge.ghtml>>

G1. Mercado de alimentos naturais continua a crescer no Brasil. Cia da Saúde, São Paulo. Acesso em outubro 2020. Disponível em: <<https://g1.globo.com/sc/santa-catarina/especial-publicitario/cia-da-saude/noticia/mercado-de-alimentos-naturais-continua-a-crescer-no-brasil.ghtml>>.

G1. Vendas do comércio crescem pelo 3º ano seguido, mas perdem ritmo em 2019. Acesso em: junho de 2020. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/02/12/vendas-do-comercio-crescem-18percent-em-2019-diz-ibge.ghtml>>.

Liga Insights. **Alimentação saudável: uma tendência de movimentação mundial.** São Paulo. Acesso em: outubro de 2020. Disponível em: <<https://insights.liga.ventures/food-techs/alimentacao-saudavel-uma-tendencia-de-movimentacao-mundial/>>.

Mundo Verde. **Quem somos.** Rio de Janeiro. Acesso junho de 2020. Disponível em: <<https://www.mundoverde.com.br/nossa-historia.html>>.

Scuadra. **Brasil Trend Foods 2020: Tendências brasileiras da alimentação!** FIESP, 2019. Acesso em outubro de 2020. Disponível em: <<https://www.scuadra.com.br/blog/brasil-trend-foods-2020-tendencias-brasileiras-da-alimentacao/>>.

SEBRAE. **Alimentação saudável cria ótimas oportunidades de negócio.** Acesso: junho de 2020. Disponível em: <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/segmento-de-alimentacao-saudavel-apresenta-oportunidades-de-negocio,f48da82a39bbe410VgnVCM1000003b74010aRCRD>>.

SOUTES, Dione Olesczuk et al. Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 11, n. 1-2, 2009.

7. ANEXOS

7.1. Balanço Patrimonial

BALANÇO PATRIMONIAL 2019			
Ativo		Passivo	
1.1 Ativo Circulante	R\$ 628.469	1.1 Passivo circulante	R\$ 319.522
1.1.1 Disponíveis	R\$ 628.469	1.1.1 Próprias c/ terceiros	R\$ 21.737
Caixa	R\$ 47.087	Honorários a pagar	R\$ 1.497
Aplicação financeira	R\$ 300.000	Salário a pagar	R\$ 12.423
Contas a receber	R\$ 149.997	INSS a pagar	R\$ 6.139
Estoque	R\$ 131.385	FGTS a pagar	R\$ 1.678
1.2 Ativo não circulante	R\$ 91.053	1.1.2Tributárias	R\$ 15.034
1.2.1 Imobilizado	R\$ 91.053	Cofins a Pagar	R\$ 6.908
Veículo	R\$ 50.000	PIS a pagar	R\$ 1.497
Movéis e Utensílios	R\$ 4.930	IRPJ a Pagar	R\$ 2.763
Equipamentos	R\$ 27.292	CSLL a Pagar	R\$ 2.487
Computadores e periféricos	R\$ 8.831	ICMS a Pagar	R\$ 1.379
		1.1.3 Fornecedores a pagar	R\$ 254.778
		1.1.4 Alugueis a Pagar	R\$ 27.973
		1.2 Passivo não circulante	R\$ 300.000
		1.2.1 Empréstimo	R\$ 300.000
		2.2 Patrimônio Líquido	R\$ 50.000
		2.1 Capital Social	R\$ 50.000
Ativo Total:	R\$ 719.522	Passivo Total:	R\$ 719.522

7.2. Beta desalavancado do setor (Dados do site do Aswath Damodaran, outubro/2020)

<i>Industry Name</i>	<i>Number of firms</i>	<i>Annual Average Revenue growth - Last 5 years</i>	<i>Pre-tax Operating Margin (Unadjusted)</i>	<i>After-tax ROC</i>	<i>Average effective tax rate</i>	<i>Unlevered Beta</i>	<i>Equity (Levered) Beta</i>
Recreation	63	5,47%	9,58%	14,08%	23,58%	0,75	0,90
Reinsurance	2	6,64%	6,61%	5,90%	21,03%	0,77	0,82
Restaurant/Dining	77	7,92%	15,69%	19,08%	20,49%	0,75	0,97
Retail (Automotive)	26	4,70%	5,63%	9,48%	23,49%	0,87	1,33
Retail (Building Supply)	17	6,34%	11,20%	28,83%	25,15%	1,15	1,36
Retail (Distributors)	80	7,23%	8,35%	13,57%	23,22%	0,89	1,28
Retail (General)	18	1,51%	4,18%	13,82%	24,94%	0,95	1,14
Retail (Grocery and Food)	13	5,57%	2,29%	7,13%	24,14%	0,35	0,59
Retail (Online)	70	18,27%	6,71%	9,99%	14,32%	1,16	1,23
Retail (Special Lines)	89	7,65%	5,76%	12,04%	22,33%	0,69	1,03
Rubber& Tires	4	-6,17%	5,51%	6,12%	41,97%	0,45	0,98
Semiconductor	72	8,35%	24,62%	17,00%	14,08%	1,24	1,29
Semiconductor Equip	39	5,31%	19,22%	22,14%	13,52%	1,25	1,28
Shipbuilding & Marine	10	9,78%	7,41%	6,02%	22,82%	1,57	2,17
Shoe	11	3,12%	12,47%	30,57%	15,30%	0,83	0,87
Software (Entertainment)	86	13,53%	22,64%	17,01%	18,77%	1,29	1,29
Software (Internet)	30	30,92%	9,15%	11,12%	15,35%	1,50	1,67
Software (System & Applic	363	15,04%	22,25%	20,03%	11,24%	1,15	1,20
Steel	32	2,29%	7,75%	16,31%	18,28%	1,29	1,62

7.3. Risco Brasil (Dados do site do Aswath Damodaran, outubro/2020)

Country	Moody's rating	Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Corporate Tax Rate	Region
Argentina	Ca	22,86%	17,63%	30,00%	Central and South America
Belize	Caa1	16,25%	11,02%	32,36%	Central and South America
Bolivia	B1	11,84%	6,61%	25,00%	Central and South America
Brazil	Ba2	9,64%	4,41%	34,00%	Central and South America
Chile	A1	6,26%	1,03%	27,00%	Central and South America
Colombia	Baa2	8,03%	2,80%	33,00%	Central and South America
Costa Rica	B2	13,32%	8,09%	30,00%	Central and South America
Ecuador	Caa3	19,92%	14,69%	25,00%	Central and South America
El Salvador	B3	14,79%	9,56%	30,00%	Central and South America
Guatemala	Ba1	8,90%	3,67%	25,00%	Central and South America
Honduras	B1	11,84%	6,61%	25,00%	Central and South America
Mexico	Baa1	7,58%	2,35%	30,00%	Central and South America
Nicaragua	B3	14,79%	9,56%	30,00%	Central and South America
Panama	Baa1	7,58%	2,35%	25,00%	Central and South America
Paraguay	Ba1	8,90%	3,67%	10,00%	Central and South America
Peru	A3	6,99%	1,76%	29,50%	Central and South America
Suriname	B3	14,79%	9,56%	36,00%	Central and South America
Uruguay	Baa2	8,03%	2,80%	25,00%	Central and South America

7.4. Prêmio de risco e taxa livre de risco (Dados do site do economista Answath Damodaran, outubro/2020)

Year	T.Bill Rate	T.Bond Rate	Bond-Bill	Smoothed Growth	Implied Premium (FCFE)
2013	0,07%	3,04%	2,97%	5,01%	4,96%
2014	0,05%	2,17%	2,12%	2,77%	5,78%
2015	0,21%	2,27%	2,06%	2,96%	6,12%
2016	0,51%	2,45%	1,94%	2,64%	5,69%
2017	1,39%	2,41%	1,02%	3,22%	5,08%
2018	2,37%	2,68%	0,31%	3,24%	5,96%
2019	1,55%	1,92%	0,37%	2,57%	5,20%

7.5. Projeção do Bradesco de longo prazo para a economia brasileira

Atualizado em: 27/10/2020

	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	2021*	2022*	2023*	2024*
ATIVIDADE										
Crescimento Real do PIB (% aa.)	-3.55	-3.60	1.00	1.30	1.10	-4.50	3.50	3.00	3.00	3.00
Agropecuária (%)	3.61	-6.60	13.00	1.40	1.30	3.00	3.50	3.50	3.50	3.50
Indústria (%)	-6.32	-3.80	0.00	0.50	0.50	-4.50	3.00	3.00	3.00	3.00
Serviços (%)	-2.70	-2.70	0.30	1.50	1.30	-5.00	3.50	3.00	3.00	3.00
PIB Nominal (R\$ bilhões)	5,999.5	6,266.9	6,592.1	6,827.6	7,285.4	7,258.7	7,858.6	8,474.7	9,117.5	9,785.9
População - milhões	204.45	206.08	207.66	209.19	210.66	212.08	213.44	214.75	216.00	217.19
PIB per capita - R\$	29,345	30,410	31,744	32,639	34,584	34,226	36,818	39,463	42,211	45,056
Vendas no varejo - Restrita (%)	-4.30	-6.20	2.00	2.30	1.80	-4.50	5.30	3.20	3.20	3.20
Produção Industrial (%)	-8.30	-6.40	2.50	1.00	-1.10	-4.50	4.00	3.00	3.00	3.00
Taxa de desemprego (% - média) - Pnad Contínua	8.50	11.50	12.70	12.26	12.09	13.90	14.60	14.10	13.90	13.70
Taxa de Crescimento da Massa Salarial - IBGE (%)	0.17	-3.28	2.40	2.66	2.50	-5.38	5.06	3.53	3.22	3.22
Rendimento médio real - IBGE (%)	-0.30	-2.05	2.38	1.20	0.60	-0.50	2.00	2.00	2.00	2.00