



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

Análise Fundamentalista do Grupo SBF

Rafael Lacoste Pereira de Mello

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Graduação em Administração de Empresas

Rio de Janeiro, junho de 2021



Rafael Lacoste Pereira de Mello

Análise Fundamentalista do Grupo SBF

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: André Cabús Klötzle

Rio de Janeiro
Junho de 2021

Agradecimentos

Gostaria de agradecer aos meus pais Celso e Danielle, por sempre terem me apoiado em minhas decisões e me mostrado a importância da educação na vida de uma pessoa e como este aspecto é importante na construção de seu carácter.

À minha irmã querida Juliana, que sempre procurou me apoiar nos momentos difíceis e aproveitou os bons momentos que a vida nos proporcionou.

Ao João Pedro, ao Bernardo e a todos os meus amigos do UPA, que contribuíram, direta ou indiretamente, para minha formação como pessoa desde os tempos de Colégio Santo Inácio.

À minha namorada Eduarda, que procurou me apoiar nas adversidades e aproveitar os bons momentos.

A todo o corpo de funcionários da Athena Capital, que contribuíram relevantemente para minha formação de Analista de *Equity*.

Resumo

LACOSTE, Rafael. ANALISE FUNDAMENTALISTA DO GRUPO SBF. Rio de Janeiro, 2021. 38 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O intuito do presente trabalho é avaliar se as ações do Grupo SBF, listada na bolsa de valores do Brasil, B3, pelo código SBFG3, configura um bom investimento, considerando o cálculo de seu valor justo. O processo se dará por meio da *Valuation*, mais especificamente, a partir da ótica de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) para o Acionista e da ótica de múltiplo de saída.

Os dados históricos contábeis utilizados foram retirados dos documentos financeiros (DFPs e *Releases* de Resultados), disponíveis no site de Relações com Investidores do Grupo. Com base nos dados históricos e conversas com diretores da própria empresa, foram realizadas projeções para os próximos sete anos, a partir de onde foi aplicada uma taxa de perpetuidade.

Com base nas premissas adotadas, concluiu-se que a empresa, na data de corte (08/06/2021), estava sendo negociada relevantemente acima de seu valor justo, ou seja, seu preço de mercado na B3 estava sobrevalorizado em relação ao seu valor intrínseco, calculado pelo Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista e pelo múltiplo de saída.

Palavras-chave:

Grupo SBF, Custo do Capital Próprio, Custo do Capital de Terceiros, Estrutura de Capital, *Valuation*, Fluxo de Caixa Descontado, Múltiplo de Saída.

Abstract

LACOSTE, Rafael. SBF GROUP FUNDAMENTALIST ANALYSIS. Rio de Janeiro, 2021. 38 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The purpose of this work is to assess whether the shares of SBF Group, listed on the Brazilian stock exchange, B3, under the ticker SBFG3, constitute a good investment, given the calculation of its fair value. The process will be carried out through Valuation, more specifically, from the perspective of Discounted Cash Flow (DCF) to the Equity and from the perspective of exit multiple.

The historical accounting data used were taken from the financial documents (Standardized Financial Statements and Earnings Releases), available on the Group's Investor Relations website. Based on historical data and conversations with the company's directors, projections were made for the next seven years, from where a perpetuity rate was applied.

Based on the assumptions adopted, it was concluded that the company, on the cutoff date (06/08/2021), was trading significantly above its fair value; in other words, its market price on B3 was overvalued in relation to its intrinsic value, calculated by the Discounted Cash Flow to the Equity and by exit multiple.

Key-words:

SBF Group, Cost of Equity, Cost of Debt, Capital Structure, Valuation, Discounted Cash Flow, Exit Multiple.

Sumário

1 Introdução	1
2 Referencial Teórico	3
2.1 Introdução à Valuation	3
2.2 Análise Qualitativa e Análise Quantitativa	3
2.3 Análise Top-Down e Bottom-Up	4
2.4 Leis que regem a Ciência Contábil	4
2.5 Balanço Patrimonial	5
2.6 Demonstração do Resultado do Exercício	6
2.7 Fluxo de caixa descontado para o acionista	6
2.8 Análise por múltiplos	8
2.9 Análise por múltiplo de saída	8
2.10 Taxa de desconto	9
2.11 Mercado de Varejo esportivo no Brasil	10
2.11.1 Visão geral do Mercado	10
2.11.2 Principais Aspectos	12
2.12 Sobre o Grupo SBF	13
2.12.1 Centauro	13
2.12.2 Nike Brasil	14
2.12.3 NWB	16
2.12.4 Composição Acionária	16
2.12.5 Análise do Conselho e Diretoria	17
3 Metodologia	20
4 Valuation	22
4.1 Receita	22
4.2 Custos e Despesas	26
4.3 Depreciação e Amortização	29
4.4 EBITDA	30
4.5 Tributação	30
4.6 Capital de Giro	31
4.7 CAPEX	32
4.8 Fluxo de Caixa para o Acionista	33
4.9 Valor Justo do Investimento (Ótica de DCF)	34
4.10 Ótica de Múltiplo de Saída	34

5 Conclusões	36
6 Referências Bibliográficas	38

Figura 1 – Mercado de Varejo Esportivo	11
Figura 2 – <i>Market Share</i> do Varejo Esportivo Brasileiro	11
Figura 3 – Varejo Esportivo no Mundo	12
Figura 4 – Estrutura Societária da SBF	17
Figura 5 – Conselho da SBF	17
Figura 6 – Diretoria da SBF	19
Figura 7 – Crescimento da Receita Líquida	22
Figura 8 – SSS Histórico das Lojas Físicas	23
Figura 9 – Penetração Online	23
Figura 10 – Número Histórico de Lojas	24
Figura 11 – Expansão Histórica de Lojas	24
Figura 12 – Projeção de Receita Líquida Centauro	25
Figura 13 – Projeção de Receita Líquida FISIA	26
Figura 14 – Projeção da Margem Bruta e Custos	27
Figura 15 – Cálculo da Margem Bruta	27
Figura 16 – Projeção das Despesas Centauro	28
Figura 17 – Projeção de Margem EBITDA – FISIA	29
Figura 18 – Projeção da Depreciação	29
Figura 19 – Projeção do EBITDA e da Margem Consolidada	30
Figura 20 – Projeção do Capital de Giro Consolidado	32
Figura 21 – Projeções de CAPEX, Imobilizado e Depreciação	33
Figura 22 – Projeções do Fluxo de Caixa	33
Figura 23 – Valor Justo do Grupo SBF	34
Figura 24 – Múltiplos peers de varejo	35
Figura 25 – Cálculo do Múltiplo de Saída	35

1 Introdução

O mundo dos investimentos é um universo cativante. Muitas são as histórias de sucesso nesse mercado, o qual promete rápidos ganhos sobre o capital investido de forma fácil e sem grandes complicações.

Ele aciona um dos sentimentos mais instintivos e básicos do ser humano: a ganância. Além disso, este seria um parque de diversões dos mais curiosos que resolverem se aventurar em suas altas flutuações, volatilidades e incertezas.

É necessário um grau mínimo de conhecimento sobre o assunto para entender que essa é uma situação muito longe da realidade. Como o próprio jargão autoexplica, não existe almoço grátis.

A compra de uma casa, a contratação de um serviço de assinatura ou até mesmo a simples compra de uma bala são situações que envolvem uma tomada de decisão: se você vai adquirir ou não o determinado item, dado seu preço. E esse é um dos principais assuntos que circundam os mercados financeiros: a relação entre preço e valor.

Tratando-se de uma casa, possivelmente, variáveis como metragem quadrada disponível, localização, infraestrutura externa e vizinhança serão as mais relevantes para definir o preço do imóvel. Em um serviço de assinatura de internet, por exemplo, velocidade de download e upload e a disponibilidade de dados mensais são variáveis que vão ditar o preço do produto.

Mas quando se trata de uma empresa, quais deveriam ser as variáveis mais relevantes para chegar em seu preço, ou melhor, seu valor? E acredito que a pergunta mais relevante seria como chegar no valor justo.

Este trabalho monográfico irá tratar do tema “Análise Fundamentalista da Centauro (Grupo SBF)”, visando identificar historicamente o que fez a companhia atingir o patamar de preço de mercado que se encontra hoje e quais as variáveis que mais deveriam ser levadas em consideração para entender qual seria o atual valor justo do ativo.

Para a realização do estudo será feito uso de todo material público disponibilizado pela Companhia ao mercado. Entre eles, ITRs, *Releases*, Apresentações institucionais, materiais de *Investor Days* organizados pela Companhia, além de informações coletadas via conversas com profissionais de

mercado e diretores da própria Companhia. Além disso, será feito o uso de informações setoriais referentes ao segmento de varejo esportivo, tanto brasileiro quanto internacional, para fins comparativos.

O estudo abordará um horizonte histórico de 5 anos da Companhia e será feita uma análise para os próximos 8 anos, que serão projetados com base em premissas embasadas.

Portanto, após os fatos expostos, o problema deste estudo foi desenvolvido, sendo ele: “O Grupo SBF configura um bom investimento pela ótica da análise fundamentalista?”

2 Referencial Teórico

Neste tópico, serão apresentados e discutidos aspectos conceituais, relacionados ao tema e ao estudo em investigação, que servirão de base para a análise realizada, sendo eles: a definição de *Valuation*, os métodos usados, a história do varejo no Brasil e, por fim, maiores detalhes sobre o Grupo SBF.

2.1 Introdução à Valuation

O livro “Valuation – Como precificar ações”, do autor Alexandre Póvoa, traz uma definição bastante singular sobre a Valuation. Segundo ele, o conceito consiste na “técnica de reduzir a subjetividade de algo que é subjetivo por natureza”. Dito isso, não é uma arte exata. O objetivo do avaliador é atingir uma região de preço do ativo. Em termos práticos, a Valuation é o ato de chegar ao valor do ativo analisado. Ainda assim, a ideia de valor é subjetiva, dependendo não apenas do ativo avaliado, porém dos olhos e perfil de risco de quem o avalia.

2.2 Análise Qualitativa e Análise Quantitativa

É interessante dividir a análise fundamentalista em dois pilares: **(i)** a análise qualitativa; e a **(ii)** análise quantitativa. Apesar de cada analista possuir sua opinião pessoal de quais pesos atribuir a cada um dos pilares, os dois são complementares, fazendo-se extremamente importantes na realização de uma análise completa e bem embasada.

A análise qualitativa, como o próprio nome já diz, trata-se da análise de fatores qualitativos do negócio, do que está por trás dos números. Liderança de mercado, vantagens competitivas frente aos concorrentes, qualidade do capital humano, perspectivas de inovação e capacidade de se reinventar na medida que novos entrantes adentram o mercado de atuação, configuram-se informações qualitativas relevantes na tomada de decisão de investimento.

Por outro lado, a análise quantitativa consiste na avaliação minuciosa dos balanços patrimoniais, demonstrativos de resultado, fluxos de caixa, além de

diversas outras informações gerenciais disponibilizadas pela Companhia. Apesar de se tratar de informações de teor completamente diferente, as informações qualitativas precisam, de alguma forma, ser refletidas nos números para que a análise ‘possua maior valor de confiança e credibilidade. Os dois pilares estão estritamente ligados e não é possível fazer um bom trabalho de avaliação sem um dos dois.

Ainda em seu livro, Póvoa ainda subdivide a prática de análise em duas abordagens: a análise Top-Down e a Bottom-Up.

2.3 Análise Top-Down e Bottom-Up

A análise Top-Down se sustenta na tese de que a análise básica do valor de uma ação vem predominantemente de fatores macroeconômicos que influenciam diretamente o desempenho da companhia. Um exemplo ilustrativo levantado em sua obra é que em um cenário de juros altos, evita-se alocar capital e companhias sensíveis à piora das condições de crédito, como o setor de varejo e consumo, por exemplo. Quando o ambiente externo para a compra de ações se deteriora, gestores que dão bastante peso a essa análise em sua decisão de investimento costumam optar por papéis com fluxo de caixa mais estável (também chamadas de *cashcows*), como empresas que ocupam posições de liderança nos mercados onde atuam.

Na análise Bottom-Up, diferente da abordagem anterior, uma eventual elevação na taxa de juros não seria suficiente para caracterizar uma tomada de decisão, necessitando, assim, de uma série de outras informações para que a decisão seja tomada com um grau de segurança. Fatores como aumento da velocidade das vendas, expansão de lojas, estratégias de corte de OPEX (custos e despesas da companhia), entre outros, podem compensar.

2.4 Leis que regem a Ciência Contábil

Apesar de, muitas vezes, as companhias se utilizarem de “brechas” na contabilidade a fim de maquiar seus resultados (a chamada contabilidade criativa), existem 5 leis contábeis básicas que devem ser seguidas e que ajudam a rebater certas críticas feitas aos contadores:

A primeira delas é a Lei da Entidade, em que consiste na máxima que nenhum acionista pode se sobrepor às Assembleias, Estatutos Sociais e Leis. Logo depois, tem-se a Lei da Continuidade, que se sustenta na premissa de que

a Companhia irá existir na perpetuidade. A Lei da Realização da Receita e Despesa consiste no fato de que o processo de venda (tanto receitas quanto despesas referentes àquela venda) deve ser contabilizadas no período em questão (Regime de Competência). Ou seja, tudo que estiver ligado à venda, mesmo referentes a pagamentos posteriores, devem ser *bookados* como receita no período correspondente à venda.

Já na Lei da Moeda Comum, os balanços devem ser divulgados sempre na mesma moeda unitária. E, por fim, a Lei da Objetividade, Consistência e Materialidade, que consiste em três princípios em uma única lei, sustenta a ideia de que os balanços devem ser contabilizados de forma padrão e adotando critérios uniformes, os fatos relatados devem ser matérias e qualquer fato não contabilizável e de importância deve ser divulgado por meio de notas explicativas.

2.5 Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial funciona como uma fotografia da empresa em uma data específica após o registro de todas as movimentações financeiras em determinado período. Sendo assim, o BP informa a situação patrimonial da companhia, ou seja, seus bens, direitos e obrigações. A partir do balanço patrimonial, podem-se elaborar diversas análises e indicadores, sendo eles grau de alavancagem financeira, grau de liquidez, quantidade de ativos investidos, participação em outras companhias, entre outros. Essas informações irão auxiliar o investidor a julgar se a empresa configura um bom investimento ou não.

O Balanço Patrimonial é dividido em Ativo (os direitos da empresa) e Passivo (as obrigações da empresa). A ciência da contabilidade também atribui algumas regras para a elaboração dos balanços patrimoniais, sendo a principal delas que o ativo deve ser igual ao passivo.

O ativo é subdividido em ativo circulante, ou seja, direitos a receber em até um ano, sendo suas principais linhas o Caixa, Contas a Receber e Estoques, e ativo não circulante, que consiste em todos os direitos da empresa com prazo maior que um ano. O ativo não circulante contempla o Ativo Permanente, que se trata do Imobilizado (bens como máquinas, imóveis, sede, marcas e patentes), Investimentos (participação em outras empresas), e o Intangível, que considera

valores gastos no momento em questão, mas que têm previsibilidade de benefícios futuros (caso contrário, seriam contabilizados como despesas).

No lado do Passivo, temos a subdivisão de passivo circulante, passivo não circulante e Patrimônio Líquido. O passivo circulante são todas as obrigações de curto prazo da empresa, o não circulante são as obrigações com o prazo maior que um ano, e o patrimônio líquido é onde serão contabilizados todos os novos aportes de capital da empresa, todos os lucros e prejuízos acumulados, além de linhas como reservas de lucros, reservas de capital e reservas de reavaliação.

2.6 Demonstração do Resultado do Exercício

Enquanto o Balanço Patrimonial consiste em uma foto tirada em um determinado instante, a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) se trata de um filme de um determinado período da empresa. Nele são contabilizadas as receitas de venda (sejam produtos ou serviços) no período, seus custos e despesas, pagamento de juros, pagamento de impostos e, finalmente, apurando, assim, o Lucro Líquido do exercício.

Como mencionado anteriormente, segundo a Lei da Realização das Receitas e Despesas, a DRE é regida pelo Regime de Competências, ou seja, todas as receitas e despesas realizadas devem ser contabilizados no demonstrativo do período em questão, independente do prazo de pagamento.

A análise desse demonstrativo, em conjunto com o Balanço Patrimonial, traz uma visão bastante rica sobre o modelo de negócio da empresa. Ao analisarmos a evolução passada desses instrumentos contábeis, somos capazes de entender melhor como a empresa funciona em momentos adversos, como também em momentos propensos ao crescimento. Apesar de se tratar de números, essas informações, se corretamente interpretadas, podem ser traduzidas em fatores qualitativos de análise, os quais nos auxiliarão a desenvolver uma perspectiva de comportamento futuro.

A seguir, serão abordadas as seguintes óticas e métodos de valuation: **(i)** fluxo de caixa descontado; **(ii)** análise de múltiplo; e **(iii)** análise de investimento por múltiplo de saída.

2.7 Fluxo de caixa descontado para o acionista

O fluxo de caixa descontado para o acionista é uma das mais comuns óticas de se analisar investimento na atualidade. Ela se sustenta no conceito de que o valor de uma companhia deveria estar diretamente associado à sua capacidade de geração de caixa. Basicamente, esse método consiste em assumir que o valor da Companhia avaliada é a soma dos fluxos de caixa gerados pela mesma até a perpetuidade, inferindo aqui que a empresa não irá falir. Dado que o dinheiro não possui o mesmo valor no tempo, trazemos o caixa gerado em cada ano a valor presente por meio de uma taxa que chamamos de custo do acionista, também chamado de “Ke”.

Este será o método utilizado no presente estudo, a partir do qual será projetado o fluxo de caixa até 2028, assumindo se tratar do período de maturação da companhia, e, a partir daí, será calculada sua perpetuidade, considerando que, a partir deste período, a empresa terá entrado em sua fase madura e entregará um crescimento mais estável. Segue, abaixo, a fórmula representada:

$$V_{PL} = \sum_{n=1}^{n=N} \frac{FC_t}{(1+i)^n}$$

Fonte: <https://www.treasy.com.br/blog/valor-presente-liquido-vpl/>

Onde:

VPL = Valor Presente Líquido

FC = fluxo de caixa

t = momento em que o fluxo de caixa ocorreu

i = taxa de desconto

n = período de tempo

A partir de 2025, aplicar-se-á o conceito de perpetuidade, assumindo que a Companhia irá crescer, deste momento em diante, a uma taxa “g” constante.

Assim, temos a fórmula da perpetuidade, já trazida a valor presente em que o Fluxo de Caixa em questão é referente ao último período antes da fase de maturidade da companhia. Segue adiante a fórmula representada:

$$VP \text{ da Perpetuidade} = \frac{\frac{\text{Fluxo de Caixa}_n \times (1 + g)}{(i - g)}}{(1 + i)^n}$$

Fonte: <https://tc.com.br/tc-school/matematica-financeira/serie-pagamento-uniforme>

Onde:

VP = Valor Presente

Fluxo de Caixa_n = valor do FC no último ano antes da fase madura

g = taxa de crescimento maduro

i = taxa de desconto

n = período de tempo

2.8 Análise por múltiplos

Também muito difundida entre analistas de empresas, a análise por múltiplos consiste numa forma, um tanto quanto simplista, porém prática, de se comparar diversas companhias do mesmo setor. Existem vários tipos de múltiplos usuais, entre eles: o P/E (relação Preço/Lucro), EV/EBITDA (relação Valor da Empresa/EBITDA), EV/Sales (relação entre o valor da empresa e sua receita de vendas), entre diversos outros.

Nesta análise, será feito uso do P/E. Sendo assim, “P” é uma abreviação para “Price”, que se refere ao preço que a companhia está sendo negociada a mercado, ou seja, seu *marketcap* (valor de capitalização), e o “E” refere-se a “Earnings”, ou seja, seu lucro líquido. Analisar-se-á o P/E *forward*, ou seja, o valor de mercado da companhia dividido pela perspectiva de lucro futuro da mesma.

2.9 Análise por múltiplo de saída

Esse método é um pouco menos difundido, apesar de ser utilizado por diversos investidores ao redor do mundo. Basicamente, trata-se de estimar, levando em consideração riscos do negócio, rentabilidade e crescimento, quanto

que a companhia deveria negociar, em termos de múltiplo, no ano que o investidor “sairia do investimento”, assim como o próprio nome já diz.

Suponha, por exemplo, que uma firma seja negociada a um preço de 20x seu lucro para 2022, ou seja, a razão entre o valor de mercado da empresa e a projeção de lucro do ano seguinte é 20. Caso o investidor acredite, após uma série de estudos e análises, que a companhia manterá suas métricas de rentabilidade (ROIC, por exemplo), que os patamares de risco não devem mudar muito e que ela possui um crescimento estável, faria sentido o investidor inferir que, daqui a 3 anos (em 2024), o patamar de múltiplo que a companhia negocia hoje não deveria oscilar muito.

Dito isso, ele poderia calcular o retorno de seu investimento assumindo que a empresa, em 2024, continuasse negociando a 20x P/E fwd. No entanto, caso o investidor perceba que a companhia está investindo em uma nova frente de negócio que possui grande potencial a ponto de acelerar sua receita, faz sentido imaginar que ela deveria, no futuro, negociar com um prêmio para o múltiplo de hoje, dado que possuiria uma perspectiva de crescimento maior.

A mesma lógica vale para as outras variáveis como rentabilidade e riscos do negócio. Caso o mercado demonstre indícios de ser disruptado e que novos *players* ganhassem espaço muito rápido, poderíamos inferir que a companhia deveria negociar com desconto para o múltiplo que negocia hoje.

2.10 Taxa de desconto

Existem algumas formas que os analistas utilizam para calcular a taxa de desconto. Boa parte deles, quando se fala em Fluxo de Caixa para a Firma, usa o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). O WACC trata, basicamente, do custo ponderado de capital da companhia e é calculado por uma fórmula que leva em consideração o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros. Segue representação da fórmula abaixo:

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

Fonte: <https://magnimetrics.com/understanding-the-weighted-average-cost-of-capital-wacc/>

Nela, o “E” (*Equity*) representa o percentual de capital próprio da companhia, o “D” (*Debt*) representa o percentual de capital de terceiros,

enquanto o “Re” (ou Ke) é o custo anual do Capital Próprio, e o “Rd” (ou Kd) é o custo anual de captação do Capital de Terceiros. Ademais, “T” indica a alíquota de Imposto de Renda no qual a firma está inserida.

Apesar de ser bastante difundida na arte da *Valuation*, principalmente quando se analisa o Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF), não será feito uso do WACC neste trabalho. O motivo é que o foco será pela Ótica do Investidor, analisando o Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE) e, conseqüentemente, a taxa de desconto será apenas o “Ke”, ou custo do capital próprio.

Entrando em mais detalhes de quanto risco o investidor quer correr em um determinado ativo, a análise do Grupo SBF será realizada sob a ótica de uma taxa de desconto nominal de 13% ao ano, de acordo com a fórmula adiante:

$$\text{Ke} = \text{CDI (taxa livre de risco)} + \text{Prêmio (a critério do investidor)} + \text{Inflação}$$

Ao considerar uma taxa de juros real no Brasil (CDI) normalizada de aproximadamente 4% ao ano, uma inflação média de 4% ao ano e um prêmio de 5% acima da taxa livre de risco, chega-se aos 13%.

Como complemento, ressalte-se que o referido “Prêmio”, pela fórmula do modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), seria obtido por:

$$\text{Beta da Empresa} \times (\text{Retorno Histórico do Ibovespa} - \text{Taxa Livre de Risco})$$

2.11 Mercado de varejo esportivo no Brasil

2.11.1 Visão Geral do Mercado

O Grupo SBF, *holding* da rede varejista Centauro, encontra-se inserida no mercado de varejo esportivo brasileiro. Este, por sua vez, com o avanço do *e-commerce* e omnicanalidade, vem se tornando um mercado cada vez mais competitivo.

Entre 2010 e 2019, o mercado físico de varejo esportivo apresentou um CAGR (taxa composta anual de crescimento) médio de 7,1%, segundo dados reunidos pela Euromonitor. Enquanto isso, seu *e-commerce*, que no passado era pouco representativo, passa a ganhar maior relevância ao longo do tempo. Apesar de não existirem dados exatos que mensurem o tamanho desse mercado no canal *online*, estima-se que, em 2018, seu tamanho consistia no faturamento

de duas Netshoes, adicionado ao faturamento de uma Centauro, configurando, assim, uma penetração de aproximadamente 11,3% do *online*.

Dito isso, em 2019, estima-se que o tamanho total desse mercado era de R\$ 41,6 bilhões, como apresentado na **figura 1**, abaixo:

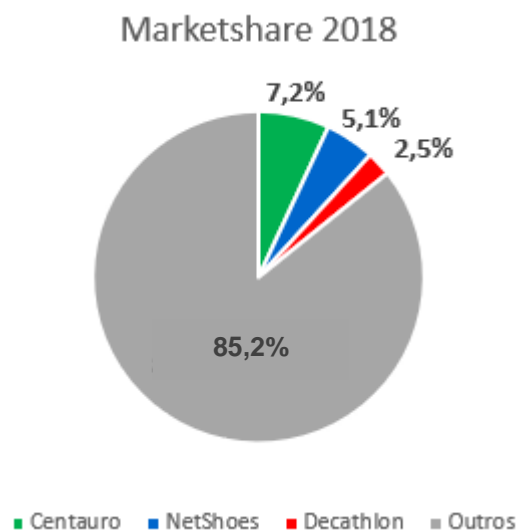
Figura 1 – Mercado de Varejo Esportivo

MERCADO DE VAREJO ESPORTIVO										
	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E
Varejo esportivo físico	19.412	22.972	24.907	27.052	29.517	31.615	32.981	33.215	34.374	36.022
yoy		18,3%	8,4%	8,6%	9,1%	7,1%	4,3%	0,7%	3,5%	4,8%
Ecommerce									4375	5556
yoy										27,0%
Penetração ecommerce									11,3%	13,4%
Mercado Total									38.749	41.578
yoy										7,3%

Fonte: Euromonitor

Em termos de relevância no setor, a Centauro possui o maior percentual de participação, com um *marketshare* de 7,2%, seguido da Netshoes, com 5,1% (possuindo apenas presença *online*), e em terceiro lugar, Decathlon, com 2,5%. Dessa forma, podemos observar que se trata de um mercado fragmentado, em que os três maiores *players* detêm apenas 14,8% de participação, assim como mostra a **figura 2**, abaixo:

Figura 2 – Market Share do Varejo Esportivo Brasileiro



Fonte: Euromonitor

Ao olharmos o mercado de varejo esportivo em outros países, podemos observar diferentes níveis de maturidade. Caso olhemos para o mercado do Reino Unido, iremos perceber que apenas um *player*, a JD Sports, possui, por si

só, uma participação de mercado de 34%. Sendo assim, um mercado bem mais consolidado do que o brasileiro. Outro fator relevante que o diferencia do Brasil é o patamar de penetração que o *online* detém. No Reino Unido, o canal *online* possui mais do que o dobro de relevância comparado ao Brasil, assim como mostra a **figura 3**, adiante, que compila dados de pesquisas feitas pela Eurmonitor:

Figura 3 – Varejo Esportivo no Mundo

Penetração online de Sportswear	2017	2018	2019
China	25%	27%	30%
India	12%	13%	13%
Japan	12%	13%	13%
South Korea	29%	30%	31%
Argentina	7%	8%	10%
Mexico	6%	6%	7%
USA	19%	23%	27%
France	11%	13%	13%
United Kingdom	18%	18%	20%
Brazil	8%	9%	9%

Fonte: Euromonitor

Como podemos observar ainda na **figura 3**, existem diversos países que possuem uma penetração do canal *online* muito maior do que no Brasil. São exemplos deles: China, EUA, Japão, Índia e Coreia do Sul, que detém a maior delas.

2.11.2 Principais Aspectos

Uma característica muito importante e relevante deste mercado é o *mark up*. Os varejistas que compram da indústria devem respeitar o *mark up* de venda estipulado pela mesma. Caso haja descontos excessivos por parte da ponta vendedora, a indústria poderá penalizar este varejista mediante a limitação de fornecimento de estoque ou aplicação de multas. Isso pode ser justificado visto que empresas como Nike e Adidas não querem ver seus itens sendo vendidos em vitrines com descontos muito agressivos. Isso afeta a percepção de qualidade de seus produtos e, conseqüentemente, o valor de suas marcas. Com isso, a guerra de preços acaba tendo um risco limitado nesse mercado, sendo assim, um ponto bastante positivo no momento de avaliar os modelos de negócio dos diversos *players* desse setor.

O setor de varejo esportivo, ao considerar que a grande maioria dos itens vendidos se trata de bens discricionários, fatores como intenção de consumo, grau de confiança do consumidor, renda disponível, taxa de desemprego, taxa de juros, acessibilidade a crédito, entre outros, afetam diretamente o setor.

O consumo das famílias, em 2020, segundo o IBGE, apresentou uma taxa de crescimento nominal de -2,6%, ou seja, uma retração. Muitas das razões desta retração estão atreladas à pandemia, em que, com as lojas físicas fechadas em boa parte do ano e a redução do grau de confiança do consumidor, fez com que a população reduzisse gastos com bens discricionários.

2.12 Sobre o Grupo SBF

O Grupo SBF consiste em um grupo empresarial (holding) que controla diversas marcas inseridas no segmento esportivo. A Companhia começou com a marca Centauro, em 1981, e mais recentemente, adquiriu outras marcas de renome e relevância no mercado onde atua como a operação da Nike Brasil e a NWB.

2.12.1 Centauro

Fundado em 1981 por Sebastião Vicente Bomfim, o Grupo SBF é proprietário da maior varejista de artigos esportivos da América Latina, a Centauro, presente em 24 dos 27 estados brasileiros e nas principais cidades do país. Possui um *mix* de vendas por categoria composto por aproximadamente 30% de vestuário, 50% de calçados e 20% referentes a acessórios e equipamentos esportivos. Sob sua proposta de valor, a Centauro visa construir uma plataforma *one-stop-shop* (ambiente, virtual ou físico, em que o consumidor pode fazer compras de diferentes itens em um só lugar) para o cliente imerso em um mundo de mudanças digitais.

Desde 2015, a empresa investe em uma estratégia omnichannel e na construção do que hoje podemos chamar de o ecossistema do esporte. Dessa forma, oferecendo soluções que aumentam a conversão de vendas e melhoram os níveis de atendimento ao cliente.

Entre seus eventos mais relevantes, estão a inauguração de sua primeira loja (1981) em Belo Horizonte; a inauguração de sua primeira *Mega Store* (2000), formato em que opera hoje; o lançamento de sua loja *online* (2003); a entrada da GP Investimentos (2012) no capital social da Companhia; ser o

patrocinador oficial da Copa do Mundo da FIFA no Brasil (2014); e, mais recentemente, a inauguração de seu modelo G5 (2017) – voltado para a experiência do consumidor e ao oferecimento de serviços personalizados.

A Companhia possui diversas vantagens competitivas que a faz estar à frente de seus principais competidores. Estas vão desde a experiência diferenciada, personalizada e especializada em suas lojas físicas até o grau de exclusividade de sortimento de produtos das principais marcas globais do esporte, entre elas Adidas e Nike.

Além disso, a Companhia possui seu *marketplace* (3P), em que *sellers* terceiros podem disponibilizar seus produtos do segmento esportivo no *site online* da varejista. Dessa forma, esse braço do *business* serve como um complemento de sortimento de produtos, principalmente de calda longa (estratégia de focar em vários produtos com pouca demanda, ao invés de poucos produtos com muita demanda), que aumentam de forma relevante o número de SKUs (código de identificação único para os produtos) que são vendidos em sua plataforma.

A Centauro reconheceu, desde cedo, a importância de estar presente, não apenas no canal físico, mas também no *online*. E mais do que isso, percebeu antes do que a maioria dos *players* a relevância da integração entre esses dois canais. É por essa razão que se pode referir ao *business* como plataforma. A varejista foi uma das primeiras a desenvolver e executar o processo de integração entre a loja física e seu *e-commerce*, também chamado de *omnicanalidade*. Além da Centauro, o Grupo SBF fez, recentemente, duas aquisições relevantes, apresentadas nos tópicos a seguir.

2.12.2 Nike Brasil

A primeira delas, concluída no final do ano de 2020, foi a marca esportiva Nike Brasil. A aquisição, na verdade, trata-se de um acordo entre as partes. Em troca da quantia de R\$ 1,032 bilhão, valor referente a Caixa, Estoque, PP&E (*Property, Plant and Equipment*, ou, em português, Ativo Imobilizado), WC (*Working Capital*, ou Capital Circulante) e ativos fiscais, o Grupo SBF terá o direito de operar o canal de lojas físicas da marca por 5 anos (incluindo o direito de abrir novas lojas) e operar por 10 anos o canal digital da marca no Brasil. Serão duas unidades de negócio separadas, em que terá um Diretor de Negócios da Nike, preocupado exclusivamente com a Nike, e um Diretor de Negócios da Centauro, preocupado exclusivamente com a Centauro.

Contudo, a *Nike Global* terá que dar a “benção” para qualquer mudança na estratégia da marca no país. Além disso, a holding também irá operar o canal de distribuição da Nike Brasil e gerir toda a estratégia e execução de mídia da gigante do esporte. Vale a pena lembrar que o contrato possui a possibilidade de renovação e que, segundo a holding, faz todo o sentido.

A Nike Brasil, em 2020, obteve uma Receita Bruta de R\$ 2,4 bilhões e atingiu a marca de dois milhões de clientes. Além disso, ela possui 4 canais de vendas: **(i)** o *Nike.com*, que é seu canal de *e-commerce*; **(ii)** as lojas Nike oficiais; **(iii)** seu canal de atacado, que contempla as vendas de produtos Nike nas prateleiras de qualquer varejista do país; e **(iv)** seu *outlet*. Somando, são mais de quatro mil pontos de venda distribuídos por todo o país, configurando, dessa forma, uma presença nacional bem relevante. Em 2020, o canal do *outlet* representou 20% das vendas; o canal de atacado, 70%; e a plataforma digital, os 10% restantes. Todavia, vale mencionar que o canal digital possui o dobro de rentabilidade que os demais.

O racional por trás da decisão, por parte da holding, de terceirizar a operação brasileira da Nike se sustenta na falta de conhecimento do mercado nacional, além de haver uma ausência de atenção à subsidiária no país. Dito isso, vender a operação para a Centauro se configura em um movimento coerente, dado que se trata de um *player* de extrema relevância no segmento esportivo no país, além de possuir um profundo *know-how* da operação.

Observam-se diversas alavancas de valor no negócio, as quais serão abordadas mediante três pilares: **(i)** crescer canal (DTC - *Direct to Consumer*); **(ii)** captura de sinergias; e **(iii)** outras iniciativas. A seguir, é apresentado um resumo destes pilares.

- i) **Crescer canal DTC:** trata-se de aumentar a penetração do canal digital na receita da companhia. O grupo SBF pretende fazer isso através da implantação do omnichannel entre Centauro e Nike, expandir a operação 3P da Nike, aumentar a conversão da *nike.com*, inaugurar um novo modelo de loja, além de migrar a operação de sua plataforma de *e-commerce*;
- ii) **Capturar sinergias:** em que a Companhia irá otimizar diversos custos como transporte, loja e operação digital, além de concluir a integração dos *backoffices* e dos sistemas;

- iii) **Outras iniciativas:** entre elas aumentar o *share* de produção local versus produtos importados, além da possibilidade de captar o benefício fiscal que a Centauro já possui.

A aquisição da Nike Brasil, agora chamada de Fisia, configura-se mais um passo rumo à construção do ecossistema do esporte.

2.12.3 NWB

Sendo assim, além da maior varejista esportiva do país e uma das maiores marcas do mundo, o grupo SBF também anunciou recentemente a aquisição da NWB. Esta consiste na maior rede de canais digitais do segmento esportivo do país. A mesma é detentora de diversos canais de referência no meio esportivo, como, por exemplo, o Desempedidos. A rede acumula mais de 10 bilhões de visualizações e 73 milhões de inscritos no Youtube, 81 milhões de seguidores em suas páginas do Instagram, além de 80 canais afiliados e mais de 150 vídeos lançados toda semana.

Com isso, após essas aquisições, o Grupo deixa de ser uma varejista esportiva para dar início à estratégia de se tornar o maior ecossistema de esporte no Brasil.

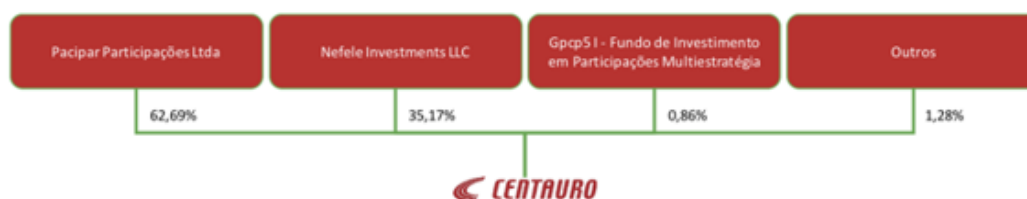
2.12.4 Composição Acionária

O grupo SBF fez seu IPO (Oferta Inicial de Ações) em 2019. Até então, sua estrutura acionária era dividida da seguinte forma: **(i) a Pacipar Participações**, empresa que representa Sebastião Bomfim Filho, fundador da Companhia, possuía 62,69% das ações existentes; **(ii) Nefele Investments**, fundo que representa as ações da GP Investimentos, possuía 35,17% de participação; **(iii) Gpcp5 I**, fundo que possuía 0,86% das ações; e **(iv) 1,28%** da participação do Grupo era diluída entre “**Outros**” acionistas minoritários.

Após a oferta inicial de ações, que contribuiu para a entrada de R\$ 705 milhões no caixa da Companhia, a Pacipar Participações passou a deter 39,80%; o fundo da GP Investimentos, outros 22,88%; o *management*, via *stock options*, passa a possuir 0,66%; e o *free float* (ações negociadas a mercado) é de 36,66%. Segue, adiante, a **figura 4**, com a estrutura societária da SBF:

Figura 4 – Estrutura Societária da SBF

Antes da Oferta Pública Inicial de Ações:



Após a Oferta Pública Inicial de Ações:



Fonte: Grupo SBF

2.12.5 Análise do Conselho e Diretoria

O Conselho do Grupo SBF é composto por sete membros. O *chairman*, Sebastião Bomfim, vindo da Pacipar junto com outro membro; dois membros vindos da GP Investimentos; e três membros independentes. Segue **figura 5**, abaixo, com os membros:

Figura 5 – Conselho da SBF

BOARD		
Nome	Cargo	Indicação
Sebastião Bomfim Filho	Chairman	Pacipar
Fersen Lombranh	Vice Pres.	GP Invest.
German Vilardo	Membro	Independente
Luiz Quinta	Membro	Independente
João Junqueira	Membro	GP Invest.
Larissa Bomfim	Membro	Pacipar
Marcio Simões	Membro	

Fonte: Grupo SBF

O Sr. Sebastião Bomfim Filho é o fundador da Companhia, foi Diretor Presidente da empresa desde sua fundação até 2017 e, a partir dessa data, assumiu a presidência do Conselho. Vinda da Pacipar, junto com o Sr.

Sebastião, Larissa Bomfim, que é formada em administração pelo Insper, e está cursando MBA na LBS. É *associate* da Pacipar desde 2013. Já o Sr. Fersen Lombranco encontra-se como Vice-presidente do Conselho, é engenheiro pela UFRJ, fez MBA no COPPEAD, fez programa de ADM na HBS. Veio da GP Investimentos (*Chairman* da GP) e, além disso, faz parte dos conselhos da Magnésia Refratários, Spice PE, Leon Restaurants e MASP.

Vindo junto com o Sr. Fersen da GP, o Sr. João Junqueira, engenheiro pela USP, com MBA na Wharton. Trabalhando na GP Investimentos desde 2008, assumiu o cargo de CFO e DRI no Grupo SBF em 2010. É membro dos conselhos da Empresa Brasileira de Agregados Minerais, da Magnesita Refratários, e em 2016 virou *Chairman* da Allis Part. Também é ex-conselheiro da BR Towers, Brazil Hospitality Group, e foi consultor da Accenture.

Além desses, como já mencionado, a Companhia conta com 3 membros independentes em seu Conselho. O primeiro, German Vilardo, é engenheiro pelo IME e possui mestrado na USP. Foi fundador, CMO e CIO da Americanas.com, CMO e CIO da Cyrela, e ex-CEO do PontoFrio.com. Ocupa hoje os conselhos da Gol, Cobasi e TV1. O segundo, Sr. Luiz Quinta, foi Diretor Executivo da Multiplan entre 1999 e 2007, e da BRMalls entre 2007 e 2015. Por fim, o Sr. Marcio Simões, que é ex-Diretor Presidente da Alpargatas até 2019, ocupa, atualmente, o cargo de *Chairman* da CEMIG.

Deste modo, pode-se concluir que o Conselho do Grupo SBF é formado por profissionais extremamente preparados e experientes em suas áreas de atuação, fator bastante positivo para a gestão da Companhia.

Analisando a Diretoria do Grupo (**figura 6**, mais adiante), percebe-se que é composta por seis membros, numa média de 46 anos de idade e com uma média de 9 anos de experiência na SBF. Pedro Zemel ocupa o cargo de CEO (Diretor Presidente) do Grupo. Este veio da GP Investimentos (era *associate*). É formado em administração pela FGV e possui MBA na HBS. Começou na Companhia como Diretor de Desenvolvimento de Negócios, depois assumiu como Diretor de Vendas, e em 2017 assumiu o cargo de CEO. Hoje possui 37 anos de idade e 7 anos de experiência na empresa.

Figura 6 – Diretoria da SBF

DIRETORIA		
Nome	Cargo	Exp na Cia
Pedro Zemel	CEO	7
José Salazar	CFO e DRI	4
Claudio Assis	Comercial	30
Gustavo Furtado	Diretor de Clientes	7
Thiago Rebelo	Operação de Loja	5
Paulo Pagliaroni	Pessoas e Gestão	3

Fonte: Grupo SBF

José Salazar ocupa a função de CFO e DRI. É economista pela Cândido Mendes. Foi Diretor de Tesouraria da Globo Part. e da Oi; ex-CFO da Sadia (2009); ex-CFO da Tempo Part.; ex-CFO da BR Towers (2014), somando mais de 30 anos de experiência como executivo.

O Sr. Claudio Assis exerce a posição de Diretor Comercial. Entrou na companhia em 1990 como vendedor de loja, passou por todas as áreas e foi subindo na hierarquia. É formado em Marketing.

O Sr. Gustavo Furtado ocupa a posição de Diretor Executivo de Clientes. É engenheiro pela USP e possui MBA na Kellogg. Foi *Head de Technical Sales* na Nokia Siemens, *Product Manager* na Microsoft, CEO e *founder* na TRICAE Comercio Varejista. Também atuou no Grupo SBF como Diretor de Operação de 2013 a 2017, até assumir a posição atual.

O Sr. Thiago Rebelo é Diretor de Operação de Lojas. Foi Diretor de Varejo na Casa do Pão de Queijo e Gerente de Operações no Walmart. Além disso, possui MBA na FGV.

Por fim, Paulo Pagliaroni, Diretor de Pessoas e Gestão do Grupo SBF, trabalhou em companhias de renome, como Coca Cola e Falconi.

Vale destacar, através de conversas com diversos executivos do mercado, o *feedback* positivo que se tem de Pedro Zemel, CEO da Companhia. Configura-se como um profissional com uma visão bastante inovadora sobre o setor, além de um ótimo executor. Possui uma mentalidade de pensar a estratégia da Companhia dez anos à frente. Dito isso, estas são características cruciais de um executivo de seu porte (CEO), sendo um fator muito positivo para o Grupo SBF. Sobre a Diretoria, também vale destacar que é o mesmo time que passou pelo cenário adverso da crise de 2015.

3 Metodologia

Dado que existem diversas formas e óticas para se avaliar um determinado ativo para fins de investimento, neste trabalho será feito o uso de duas delas. Uma via Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE) e outra a partir de uma análise por múltiplo de saída da Companhia.

A primeira delas, o Fluxo de Caixa para o Acionista, é o método mais conhecido e utilizado para se avaliar um investimento. Trata-se de chegar no valor justo da Companhia através da soma dos fluxos de caixa futuros da mesma trazidos a valor presente através de uma taxa de desconto, a qual representa o risco embutido no investimento em questão.

Entendendo-se que o dinheiro não possui o mesmo valor no tempo, faz-se necessário trazer os fluxos de caixa que ocorreram em momentos diferentes a valores presentes. Por se tratar de Fluxo de Caixa para o Acionista, não será utilizado o WACC como forma de calcular a taxa de desconto, e sim o K_e . Este se trata do custo de capital do acionista, ou seja, é o retorno exigido pelo analista do investimento. Para isto, como já abordado anteriormente, assumiremos o $K_e = 13\%$. Ou seja, exige-se um retorno real mínimo sobre o investimento de 9% ao ano, considerando uma inflação constante de 4% ao ano.

A projeção do fluxo de caixa incluirá as perspectivas de resultado no futuro (a estimativa de lucro líquido da Companhia), o plano de investimento anual (CAPEX), a necessidade de capital para que a Companhia possa cumprir todas suas obrigações (Necessidade de Capital de Giro) e a variação de dívida.

Vale destacar que, no fluxo de caixa, retornam-se com as despesas de depreciação e amortização, dado que são despesas “não caixa”, ou seja, não possuem impacto no caixa da empresa. Além disso, como premissa das projeções, tendo como base as notas explicativas, assume-se que a Companhia aumentará sua dívida bruta em R\$ 300 milhões entre 2022 e 2023, com o objetivo de suprir a necessidade de caixa.

A projeção terá o horizonte de sete anos, até 2027, e a partir desse momento em diante, será aplicada uma taxa de crescimento na perpetuidade. Para isso, assume-se 7% como taxa de crescimento na perpetuidade, inferindo

que a Companhia apresentará um crescimento real de 3% ao ano (levando em conta uma inflação constante de 4% ao ano).

Vale mencionar que as projeções da Centauro e Fisia serão feitas separadamente até o EBITDA. A partir daí, a modelagem passa a ser consolidada.

Além disso, também será feita uma abordagem via múltiplo de saída. Esta técnica consiste em assumir como premissa um múltiplo que faria sentido a Companhia estar negociando em uma data no futuro.

Para chegar a esse múltiplo, serão levados em consideração 3 fatores: **(i)** os riscos envolvidos no negócio (sejam eles de execução, competição, variáveis macro, regulação, liquidez, ou quaisquer outros que possam impactar o cenário de curto e médio prazo da empresa); **(ii)** a rentabilidade do modelo de negócio (entendendo-se como ROIC); e **(iii)** a taxa de crescimento da Companhia.

A fim de adquirir referência de patamares de múltiplo, será feita uma análise de múltiplos de concorrentes e média histórica do setor em que o Grupo SBF está inserido.

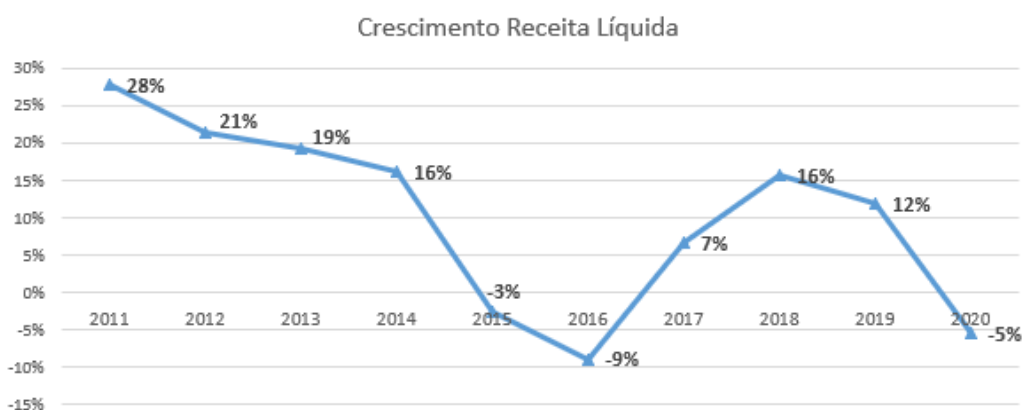
4 Valuation

4.1 Receita

A principal (e única) fonte de receita do Grupo SBF, até 2019, era proveniente das lojas Centauro, varejista líder do segmento esportivo do país. A partir de 2020, o grupo passa a consolidar em sua receita o resultado da operação de Nike Brasil, chamada atualmente de FISIA.

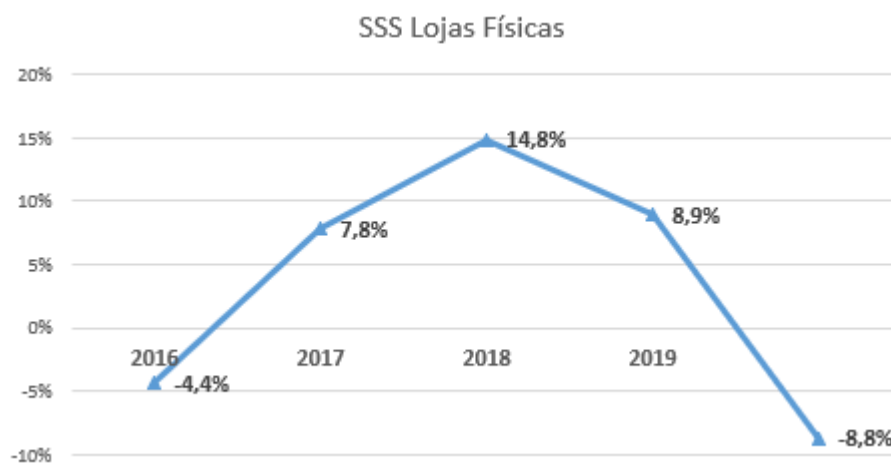
Em 2020, o Grupo apresentou uma Receita Líquida de R\$ 2,406 bilhões, configurando uma retração de 5,4% versus o ano anterior. O CAGR histórico dos últimos cinco anos (2015-2020) foi de aproximadamente 3% ao ano, muito impactado negativamente pela crise de 2016, período em que a Companhia apresentou uma queda de quase 9% em sua receita líquida. Segue, adiante, o crescimento de receita líquida dos últimos 9 anos:

Figura 7 – Crescimento da Receita Líquida



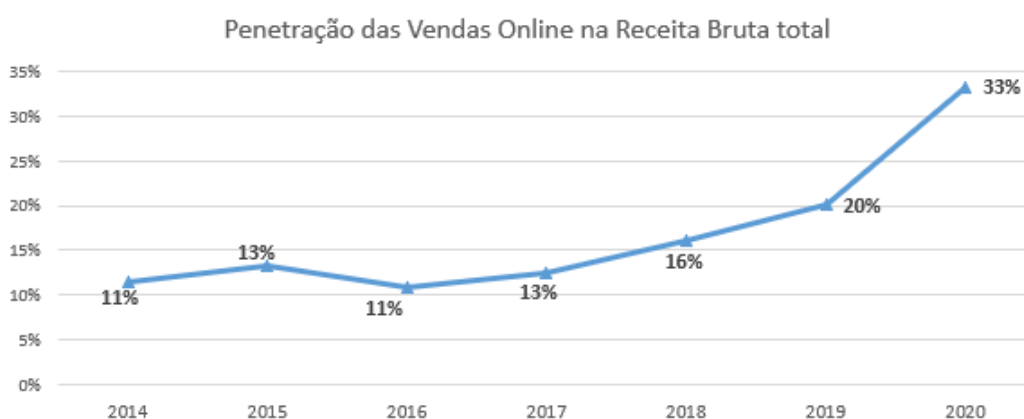
Fonte: Elaboração própria

O SSS (*Same Store Sales*), outra métrica importante de análise do *topline* de uma companhia, o qual mede o crescimento de vendas nas mesmas lojas acima de um ano de idade, demonstra uma relevante queda no ano de 2020, dados os impactos da pandemia. Em 2020, a Companhia apresentou uma retração de 8,8% em vendas nas mesmas lojas. Nos últimos cinco anos, a companhia teve uma média de aproximadamente 3,7% de crescimento em mesmas lojas. Segue gráfico abaixo:

Figura 8 – SSS Histórico das Lojas Físicas

Fonte: Elaboração própria

As receitas também podem ser divididas em receitas de lojas físicas e receitas provenientes da plataforma *online*. As vendas *online*, em 2020, foram responsáveis por R\$ 950 milhões. Sua penetração sobre a Receita consolidada ganhou bastante relevância, dada a migração de parte das vendas de loja física para o *online*, consequência proveniente da conjuntura de insalubridade que a população global passa. Segue evolução histórica da penetração:

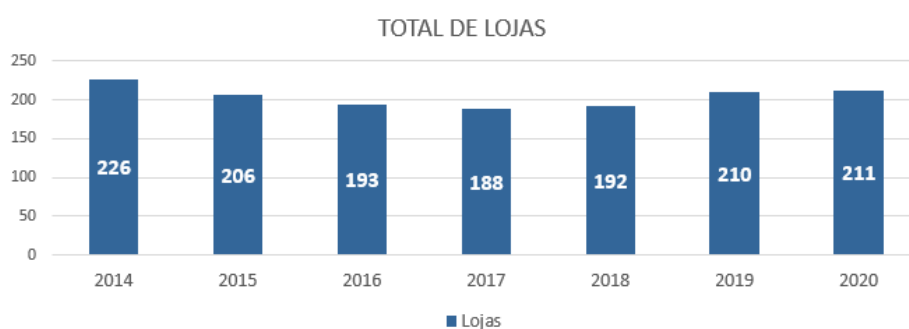
Figura 9 – Penetração Online

Fonte: Elaboração própria

A expansão das receitas também está muito atrelada à abertura de lojas, variável que compõe boa parte do crescimento estrutural do case. Em 2020, o Grupo inaugurou 4 novas lojas enquanto, nos últimos quatro anos, a média de

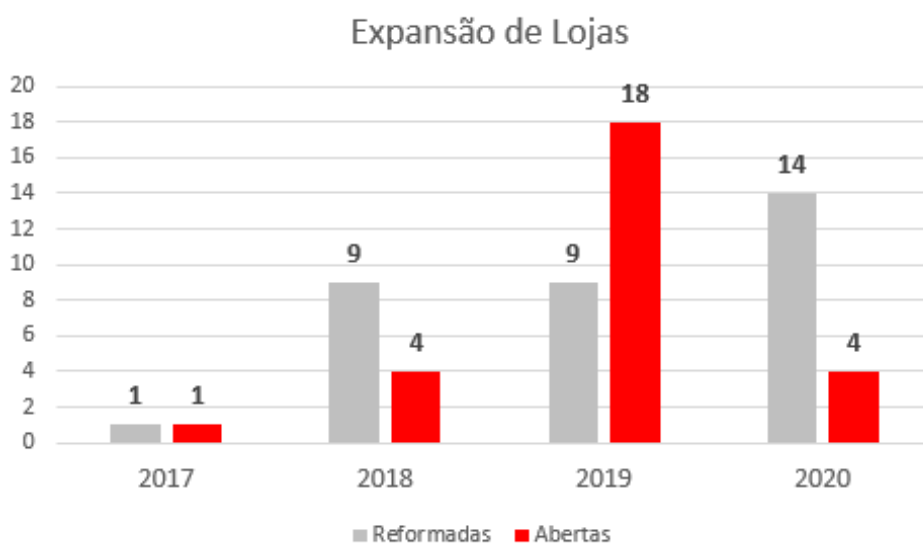
abertura de lojas foi de pouco menos de sete lojas ao ano. Além disso, a Centauro desenvolveu um novo modelo de lojas, nomeado de modelo G5, em que consiste em oferecer uma maior proposta de valor ao cliente. Segundo a Companhia, ao se reformar uma loja tradicional para o modelo G5, tem-se um ganho de 15% nas vendas/m². Segue gráfico com a evolução do número de lojas e, em seguida, o número de aberturas e reformas de lojas:

Figura 10 – Numero Histórico de Lojas



Fonte: Elaboração própria

Figura 11 – Expansão Histórica de Lojas



Fonte: Elaboração própria

A projeção da evolução de Receita Líquida da Centauro é feita a partir da venda por loja. Para 2021, assume-se uma receita por loja em 75% do patamar de 2019, ou seja, 50% do ano as lojas rodando em 50% de performance e 50%

do ano as lojas performando no patamar de 2019, representando assim uma curva de normalização do consumo nas lojas devido à crise do coronavírus. Sendo assim, o consumo retorna para patamares de 2019 apenas em 2022.

A partir de 2022, a receita por loja cresce dois pontos percentuais acima da inflação (crescimento real de 2% ano), ou seja, 6% ao ano, refletindo as iniciativas da companhia de melhorar a experiência do cliente em loja e, conseqüentemente, aumentando seu engajamento com a marca. Como consequência do plano de expansão do número de lojas (assume-se a abertura de 15 lojas ao ano), obtém-se um crescimento ponderado de aproximadamente 13,5% (CAGR 2021-2027).

A figura adiante traz um resumo das projeções de receitas.

Figura 12 – Projeção de Receita Líquida Centauro

PROJEÇÃO RECEITA LÍQUIDA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Numero de lojas	188	192	210	211	226	241	256	271	286	301	316
Abertura de Novas Lojas	-5	4	18	1	15	15	15	15	15	15	15
Receita líquida (loja Física)	1.969	2.275	2.545	2.238	2.146	3.058	3.449	3.877	4.343	4.852	5.406
<i>Crescimento de Receita</i>	7%	16%	12%	-12%	-4%	42%	13%	12%	12%	12%	11%
Venda/loja	10,5	11,8	12,1	10,6	9,8	13,1	13,9	14,7	15,6	16,5	17,5
Inflação +2%							6%	6%	6%	6%	6%
Receita líquida (canal digital)	326	443	561	950	1.093	1.256	1.445	1.662	1.861	2.084	2.334
<i>Crescimento de Receita</i>	23%	36%	27%	69%	15%	15%	15%	15%	12%	12%	12%
Receita Total Centauro	2.295	2.718	3.106	3.188	3.238	4.314	4.894	5.538	6.204	6.936	7.740
	9%	18%	14%	3%	2%	33%	13%	13%	12%	12%	12%

Fonte: Elaboração própria

A partir de 2021, a Receita da Nike Brasil (FISIA) passará a ser incorporada à receita consolidada do Grupo SBF. Segue a figura abaixo:

Figura 13 – Projeção de Receita Líquida FISIA

FISIA	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Receita Líq	2.341	2.274	2.605	2.893	3.159	3.455	3.705	3.890
<i>yoy</i>		-3%	15%	11%	9%	9%	7%	5%
Atacado	1.137	1.364	1.433	1.504	1.579	1.658	1.741	1.828
<i>yoy</i>		20%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
<i>% peso</i>	49%	60%	55%	52%	50%	48%	47%	47%
Outlet	757	455	521	579	632	691	741	778
<i>yoy</i>		-40%	15%	11%	9%	9%	7%	5%
<i>% peso</i>	32%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Digital	447	455	651	810	948	1.106	1.223	1.284
<i>yoy</i>		2%	43%	24%	17%	17%	11%	5%
<i>% peso</i>	19%	20%	25%	28%	30%	32%	33%	33%

Fonte: Elaboração própria

Projeta-se a Receita Líquida da Fisica crescendo 15% em 2022, reflexo das iniciativas de melhora de experiência do cliente (estratégia omnichannel de conexão das lojas da Centauro com a plataforma da Nike, que melhora o engajamento com a marca) e iniciativas de marketing (que passará a ser via análise de ROE de marketing de performance). Em seguida, projeta-se que a receita aumentará em média 10% ao ano até 2025, reflexo de um crescimento mais maduro. É relevante projetar a receita da Nike por canal, dado que a margem por canal se difere.

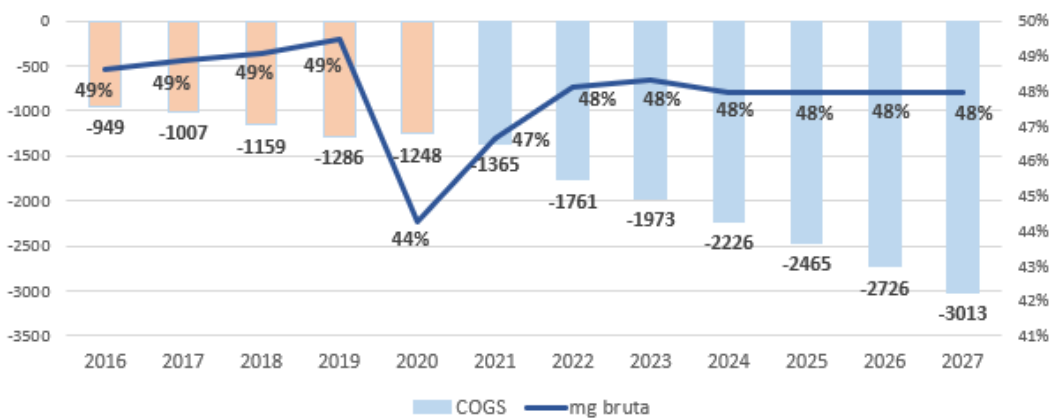
4.2 Custos e Despesas

Quando falamos em custos, estamos nos referindo ao Custo do Produto Vendido (CPV), ou seja, todos os gastos envolvidos na compra ou fabricação do produto ou serviço que a Companhia oferece. Em 2020, os custos da Centauro consistiram em R\$ 1,248 bilhão. Ao mesmo tempo, a margem bruta foi de 44,2%, uma queda de 5,2 pontos percentuais, dada a maior prática de descontos por conta da conjuntura de insalubridade mundial.

A projeção do Custo do Produto Vendido será feita através de uma curva de normalização de margem bruta resultante da reabertura da economia e levando em consideração o mix de receita líquida, em que parte é oriunda de loja física e parte do canal digital, os quais possuem margens brutas diferentes.

A margem do canal físico é de 50%, enquanto a do *e-commerce* é sete pontos percentuais menor. Segue abaixo o gráfico que contém o CPV histórico e projetado, além de, por consequência, a margem bruta da empresa (em milhões de reais):

Figura 14 – Projeção da Margem Bruta e Custos



Fonte: Elaboração própria

Segue a tabela ilustrativa do cálculo da margem bruta, dado o mix de canal:

Figura 15 – Cálculo da Margem Bruta

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Mg Bruta	47,7%	48,1%	48,3%	48,0%	48,0%	48,0%	48,0%
Mg Bruta Loja Física	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Mg Bruta Online	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%
Peso							
Loja Física	62%	67%	70%	65%	65%	65%	65%
Online	38%	33%	30%	35%	35%	35%	35%

Fonte: Elaboração própria

Em termos de despesas, elas são subdivididas em despesas de vendas e Despesas Gerais e Administrativas. As despesas de vendas envolvem todas as despesas de loja (luz, água, funcionários, segurança, limpeza), comissões variáveis de vendedor, gastos com marketing e fretes. Já as Despesas Gerais e Administrativas envolvem gastos da sede administrativa da Companhia, como

remuneração dos diretores e funcionários, luz, equipe de limpeza, e outras atividades que não estão ligadas diretamente às vendas.

Em 2020, as despesas de vendas, gerais e administrativas totalizaram R\$ 878 milhões, ou seja, aproximadamente 37% da receita líquida do grupo. A companhia recentemente reforçou o seu time de desenvolvedores, impactando diretamente em um aumento das despesas gerais e administrativas. A equipe de Relações com Investidores da Centauro indicou que, em 2022, as despesas gerais e administrativas representariam 1,5 ponto percentual a mais da receita do que 2019 (em patamares recorrentes).

A partir daí, projeta-se uma queda de 50 *bps* por ano nessa linha de despesas como percentual da receita, configurando uma diluição dos custos fixos na medida em que a receita da empresa cresce. Nas despesas de vendas, assume-se, também, um ganho de diluição, na medida em que a receita por loja aumenta. Assim, chega-se, em 2027, a uma despesa de vendas como % da Receita de 23%. Segue abaixo a tabela com a projeção das despesas (em milhões de reais):

Figura 16 – Projeção das Despesas Centauro

CENTAURO	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Despesas Operacionais Caixa	-722	-797	-855	-586	-894	-972	-1.230	-1.315	-1.422	-1.519	-1.616	-1.712
% rec liq	-39%	-41%	-38%	-31%	-37%	-38%	-36%	-34%	-33%	-31%	-30%	-28%
Diluição		1%	-3%	-6%	6%	1%	-2%	-2%	-1%	-2%	-2%	-2%
Selling caixa	-613	-651	-718	-690	-683	-742	-954	-1.044	-1.138	-1.225	-1.315	-1.406
%rec	-33%	-33%	-32%	-27%	-31%	-29%	-28%	-27%	-26%	-25%	-24%	-23%
yoy												
G&A Caixa	-120	-135	-140	-289	-194	-230	-276	-271	-284	-294	-301	-306
% rec	-6%	-7%	-6%	-7%	-9%	-9%	-8%	-7%	-7%	-6%	-6%	-5%
yoy												
Outros	11	-11	3	394	-16	0	0	0	0	0	0	0

Fonte: Elaboração própria

Com relação às despesas da Nike (FISIA), projeta-se direto a margem EBITDA da Companhia. O time de RI compartilhou as margens de cada canal. Com isso, a partir do mix de receita exposto anteriormente, chega-se na evolução da margem EBITDA da FISIA. Vale lembrar que a indicação da Companhia é que, para o ano de 2021, a FISIA entregaria um resultado um pouco acima do *breakeven*. Segue a tabela ilustrando a evolução de margem da FISIA (em milhões de reais):

Figura 17 – Projeção de Margem EBITDA – FISIA

FISIA	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EBITDA	29	45	163	185	253	283	308	323
<i>mg ebitda</i>		2%	6%	6%	8%	8%	8%	8%
Atacado		14	72	75	79	83	87	91
<i>mg ebitda</i>	5%	1%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Outlet		5	26	29	32	35	37	39
<i>mg ebitda</i>	5%	1%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Digital		23	65	81	142	166	183	193
<i>mg ebitda</i>	15%	5%	10%	10%	15%	15%	15%	15%

Fonte: Elaboração própria

4.3 Depreciação e Amortização

A depreciação corresponde ao valor que a Companhia deveria investir anualmente a fim de manter seu ativo imobilizado, dado que este se desgasta ao longo do tempo. Ela configura uma “despesa não caixa”, ou seja, não tem impacto na geração ou gasto de caixa da empresa. Como isso, dado que ela reduz o resultado contábil da empresa, ela é somada novamente no fluxo de caixa.

Nessa mesma linha, a despesa de amortização está relacionada à evolução da vida útil do ativo intangível.

Dito isso, projetou-se a depreciação como um percentual histórico do imobilizado, que por sua vez guarda relação com o investimento (CAPEX) que a empresa diz fazer ao longo dos próximos anos. A tabela abaixo traz a projeção:

Figura 18 – Projeção da Depreciação

Capex	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Imob. Inicial	0	503	463	448	452	516	713	871	946	1.007	1.056	1.095
Capex	63	98	159	159	300	300	250	250	250	250	250	250
Novas lojas	4	15	70	24	61	63	66	68	71	74	77	77
por loja		4	4	24	4	4	4	5	5	5	5	5
Reforma de lojas	10	31	35	50	60	63	65	45	47	49	51	51
por reforma	5	4	4	4	4	4	4	5	5	5	5	5
Tecnologia	32	40	39	60	53	55	58	61	64	67	70	70
Outros	18	11	15	25	29	35	40	45	50	55	60	60
Depreciação	-82	-85	-91	-102	-103	-143	-174	-189	-201	-211	-219	-219
% imob	-16%	-18%	-20%	-23%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%

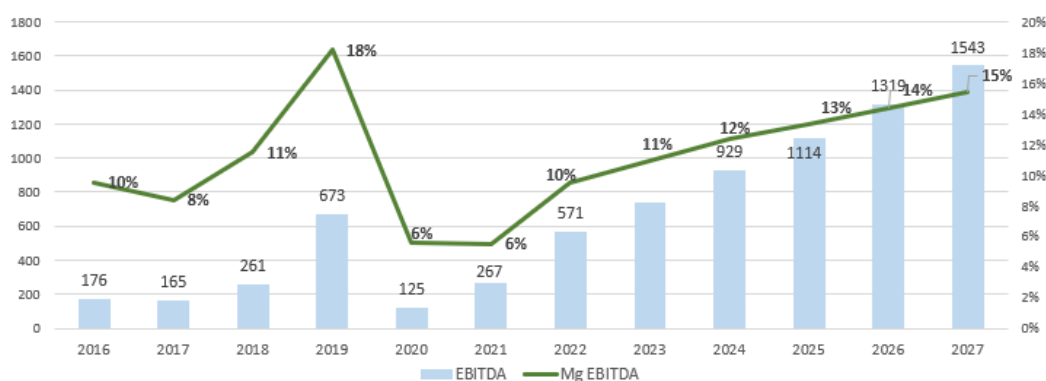
Fonte: Elaboração própria

4.4 EBITDA

Com isso, após descontar todos os custos e despesas, chegamos ao EBITDA. A sigla significa “Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization”, ou seja, Lucro Antes de Juros, Imposto, Depreciação e Amortização (LAJIR).

Dividindo essa linha pela receita do período em questão, obtemos a margem EBITDA. Esta serve como indicador de lucratividade e ajuda a avaliar o investimento comparativamente a outras empresas do mesmo segmento. Segue o gráfico com a evolução da projeção do EBITDA e da margem EBITDA (em milhões de reais):

Figura 19 – Projeção do EBITDA e da Margem Consolidada



Fonte: Elaboração própria

4.5 Tributação

O Grupo possui benefício fiscal em Minas Gerais e na Paraíba. O benefício de Minas Gerais trata-se do diferimento parcial do ICMS que incide nas operações de transferências e vendas internas para distribuidores do mesmo grupo econômico. O benefício, que dura até 2022, pode ser estendido indefinidamente. Para fins de projeção, o benefício é mantido para o futuro ao projetar que a linha de imposto, que passa entre a Receita Bruta e Receita Líquida, seguirá representando 22% do faturamento.

Além disso, o benefício referente à Paraíba também se trata do crédito presumido no ICMS para saídas internas ou interestaduais e é vigente até 2025,

podendo ser alterado a qualquer momento (mas também pode ser estendido indefinidamente).

Somados, os dois benefícios fiscais totalizam cerca de 3% da Receita Bruta **total** da Companhia. Lembrando que para a mercadoria receber o benefício fiscal, ela deve passar por um dos Centros de Distribuição, ou o de Minas Gerais (localizado na cidade de Extrema), ou o da Paraíba.

Com relação à alíquota efetiva de tributação do EBT (Earnings Before Taxes) ou Lucro Antes do Imposto de Renda (LAIR), assume-se 25%, representando a distribuição de JCP (Juros sobre Capital Próprio), que possui *Tax Shield* (reduz a base de tributação), e aproveitamento de crédito fiscal que a companhia possui acumulado de prejuízos passados.

4.6 Capital de Giro

O capital de giro refere-se a todo capital despendido pela companhia para arcar com suas responsabilidades do dia a dia. O capital de giro será dividido em duas linhas para facilitar o entendimento: **(i)** “Capital de Giro 1”, que consiste nas principais linhas (Contas a Receber, Estoques e Contas a Pagar); e **(ii)** “Capital de Giro 2”, que trata de todas as linhas remanescentes.

Para calcular o “Capital de Giro 1”, basta somar as linhas de Contas a Receber e Estoques, que se localizam no ativo, e subtrair a linha de Contas a Pagar, que se encontra no Passivo do Balanço Patrimonial. O “Capital de Giro 2”, por sua vez, é calculado através da subtração de todas as linhas restantes do Ativo (com exceção do Caixa e PP&E-Ativo Imobilizado e Intangível) pelas linhas restantes do Passivo (com exceção de Empréstimos e Financiamentos).

O “Capital de Giro 1” será projetado via prazo médio, considerando a premissa de que a empresa necessita R\$ 1 milhão para cada dia de ciclo financeiro. Para o Contas a Receber, será utilizado o PMR (Prazo Médio de Recebimento); para os Estoques, será utilizado o PME (Prazo Médio de Estocagem); e para o Contas a Pagar, será utilizado o PMF (Prazo Médio de Fornecedores). Vale mencionar que essa projeção já contempla o Capital de Giro consolidado do grupo (referente tanto à Centauro, quanto à FISIA).

Com relação ao “Capital de Giro 2”, por ser pouco relevante (em 2020, sua variação correspondeu a apenas R\$ 18 milhões), projeta-se estável ao longo do tempo. Segue a tabela abaixo ilustrando a projeção do Capital de Giro do Grupo SBF:

Figura 20 – Projeção do Capital de Giro Consolidado

WC	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
WC 1	-99	-105	-118	354	1.220	1.153	1.384	1.611	1.773	1.950	2.118	2.273
Variação		-6	-14	472	866	-67	231	226	162	177	169	155
Contas a Receber	74	107	91	586	984	1.074	1.336	1.502	1.674	1.857	2.041	2.223
PMR	14	20	14	83	77	80	80	80	80	80	80	80
Estoque	291	319	335	429	891	1.048	1.247	1.384	1.532	1.686	1.838	1.988
PME	110	114	104	120	111	126	125	125	125	124	124	124
Fornecedores	463	530	544	661	655	969	1.199	1.275	1.434	1.593	1.761	1.938
PMF	176	190	169	185	81	117	120	115	117	117	119	120
WC 2	-346	-178	-117	163	-18	-18	-18	-18	-18	-18	-18	-18
Variação		168	61	280	-181	0	0	0	0	0	0	0
WC total	-445	-282	-235	517	1.203	1.135	1.367	1.593	1.755	1.932	2.100	2.255
Variação		163	47	752	686	-67	231	226	162	177	169	155

Fonte: Elaboração Própria

4.7 CAPEX

O CAPEX, que é uma abreviação para “Capital Expenditures”, trata-se de todo investimento que não pode ser caracterizado como despesa e que, portanto, não possui benefício de imposto (por não diminuir a base tributável). Geralmente, os investimentos em CAPEX feitos por uma Companhia refletem em um aumento do ativo imobilizado, por se caracterizarem pela aquisição de bens de capital, necessários para a expansão de suas atividades (sejam compras de fábricas, máquinas, ou até mesmo participação em outras empresas). Sendo assim, por consequência, refletem em um aumento da despesa de depreciação e amortização.

Por mais que, nos últimos dois anos (2019 e 2020), o grupo tenha investido em torno de R\$ 160 milhões em CAPEX, o time de RI assume como *guidance* patamares maiores de investimento, totalizando cerca de R\$ 300 milhões por ano. Sendo assim, projetam-se R\$ 300 milhões de CAPEX para os dois próximos anos e, após esse período, reduzem-se os investimentos para R\$ 250 milhões por ano. Segue a tabela abaixo, que representa as projeções do CAPEX, do Imobilizado e das despesas de depreciação:

Figura 21 – Projeções de CAPEX, Imobilizado e Depreciação

Capex	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Imob. Inicial	0	503	463	448	452	516	713	871	946	1.007	1.056	1.095
Capex		63	98	159	159	300	300	250	250	250	250	250
Novas lojas		4	15	70	24	61	63	66	68	71	74	77
por loja			4	4	24	4	4	4	5	5	5	5
Reforma de lojas		10	31	35	50	60	63	65	45	47	49	51
por reforma		5	4	4	4	4	4	4	5	5	5	5
Tecnologia		32	40	39	60	53	55	58	61	64	67	70
Outros		18	11	15	25	29	35	40	45	50	55	60
Depreciação		-82	-85	-91	-102	-103	-143	-174	-189	-201	-211	-219
% imob		-16%	-18%	-20%	-23%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
% rec		-4%	-4%	-4%	-5%	-4%	-4%	-5%	-4%	-4%	-4%	-4%
Imob. Final	503	463	448	452	516	713	871	946	1007	1056	1095	1126

Fonte: Elaboração Própria

4.8 Fluxo de Caixa para o Acionista

A partir dos dados expostos anteriormente, já é possível estruturar o Fluxo de Caixa para o Acionista. Sendo assim, projetam-se os fluxos de caixa até 2027, assumindo que a Companhia possui um crescimento mais acelerado, além de evolução de rentabilidade, e os trazem a valor presente (com o intuito de entender quanto que aqueles valores de caixa gerados nos anos futuros valeriam hoje).

A partir de 2027, entende-se que a empresa entraria em um patamar de crescimento mais maduro. Dito isso, assumindo que ela não possui uma data de mortalidade, assume-se um crescimento na perpetuidade de 7% ao ano. Também faz necessário trazer a perpetuidade a valores atuais. Segue a tabela abaixo com o Fluxo de Caixa para o Acionista estruturado:

Figura 22 – Projeções do Fluxo de Caixa

FCFE	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
LL	239	145	310	-173	-143	58	130	233	337	456	591
Depreciação	82	85	204	102	103	143	174	189	201	211	219
Var. WC	-163	-47	-752	-686	67	-231	-226	-162	-177	-169	-155
Var. Dívida	33	92	-739	558	0	200	100	0	0	0	0
CAPEX	-63	-98	-159	-159	-300	-300	-250	-250	-250	-250	-250
Outros	-112	-84	347	-141							
FCFE	16	93	-790	-499	-272	-131	-72	11	111	248	405
dividendos											
recompra											
oferta			653	908							
Caixa	150	243	105	514	242	111	40	50	161	410	815
var. Caixa	16	93	-138	409	-272	-131	-72	11	111	248	405

Fonte: Elaboração Própria

4.9 Valor Justo do Investimento (Ótica de DCF)

Ao obter o NPV (“Net Present Value”), ou seja, o valor presente líquido dos fluxos de caixa da empresa dos anos entre 2021 e 2027, e somar o valor presente da perpetuidade, chega-se ao valor justo de R\$ 3,438 bilhões.

Ao dividir pelo número de ações existentes da Companhia, chega-se a um preço justo de R\$ 14,21 por ação. Segue, abaixo, a tabela do valor justo:

Figura 23 – Valor Justo do Grupo SBF

Perpetuidade	7.230
Perpetuidade PV	3.473
NPV fluxos	-34
Valor do negócio	3.438
# de ações	241,9
Valor justo por ação	14,21
Preço Hoje	35,92
Upside/Downside	-60%

Fonte: Elaboração Própria

Sendo assim, dado que a cotação de mercado das ações do Grupo SBF (SBFG3) estava em R\$ 35,92 no dia 08/06 (data de corte) e o preço justo por ação é de R\$ 14,21, pode-se inferir que, pela ótica do Fluxo de Caixa para o Acionista, o valuation está consideravelmente acima do ideal para se investir.

4.10 Ótica de Múltiplo de Saída

Para a análise sob essa ótica, julga-se relevante entender o patamar de múltiplo negociado pelos *peers* do setor, levando também em consideração a rentabilidade do negócio e o crescimento esperado para os próximos anos. Segue a figura 24 de *peers* abaixo:

Figura 24 – Múltiplos peers de varejo

Companhia	P/E fwd	ROIC médio	CAGR 21-23
Renner	30,5x	16,1%	12%
Guararapes	27,1x	9,8%	17%
C&A	23,0x	23,6%	15%
SOMA	22,3x	18,4%	20%
SBF		15,6%	18%
média (ex SBF)	25,7x	17,0%	16%

*P/E fwd: múltiplo P/E com lucro 1 ano a frente

* fonte dos dados: Bloomberg

Fonte: Elaboração Própria

Dito isso, com base na figura 24, faz sentido inferir para o Grupo SBF um “múltiplo de saída fwd” (Price/Earnings Forward, ou seja, o valor de mercado da empresa dividido pelo lucro do ano seguinte) de **25,7x**. Segue a figura abaixo:

Figura 25 – Cálculo do Múltiplo de Saída

Ótica de Múltiplo de Saída					
Múltiplo de Saída	2021	2022	2023	2024	2025
LL	-143	58	130	233	337
Dividendos		15	33	58	84
Múltiplo de Saída				25,7x	
Fluxo	-8.689	15	33	8.707	
TIR	0,25%				

Fonte: Elaboração Própria

Sendo assim, por meio do múltiplo de saída, chega-se a uma TIR (Taxa Interna de Retorno), ou retorno sobre o investimento, de 0,25% ao ano. Dado que o custo de capital é de 13% ao ano, julga-se o Grupo SBF um investimento pouco atrativo.

5 Conclusões

No trabalho desenvolvido, foi possível entender as dinâmicas envolvidas no mercado de varejo esportivo do país, assim como todos os aspectos qualitativos que circundam a evolução histórica do Grupo SBF. Entre eles, podemos destacar a competição, rentabilidade, capacidade de entrega dos executivos do grupo, modelo de negócio e crescimento.

Ao longo de sua trajetória, o Grupo foi capaz de consolidar a Centauro como a principal e maior varejista do segmento, com mais de 200 lojas no território nacional e alto reconhecimento da marca. Além disso, com os recentes acontecimentos, a Companhia passa a destravar crescimento via outras avenidas, como por exemplo a aquisição da FISIA (Nike Brasil).

Além disso, a empresa comprovou sua visão de longo prazo, na medida em que adota como principal estratégia a construção de um ecossistema de esporte, onde o consumidor tem acesso a diversas outras experiências, além da simples compra de materiais esportivos.

Também vale destacar a excelência da implementação da iniciativa de omnicanalidade dentro da Companhia, ressaltando o reconhecimento por ela da importância da conexão entre o físico e *online*, principalmente, levando em consideração a conjuntura atual.

Na perspectiva quantitativa, foi feita uma série de projeções com base em premissas devidamente embasadas, utilizando variáveis micro e macroeconômicas, a fim de obter uma conclusão sobre os futuros resultados da empresa.

Para se chegar a uma tese de investimento, utilizaram-se duas óticas: o Fluxo de Caixa Descontado e o Múltiplo de Saída.

Pela ótica do Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista, chegou-se a um valor justo por ação de R\$ 14,21, muito aquém da cotação atual da empresa na data de corte (08/06), que era de R\$ 35,92. Sendo assim, conclui-se que a ação da Companhia na B3 está sobrevalorizada, dado que, para atingir seu preço justo, sua cotação deveria recuar 60%.

Pela ótica do Múltiplo de Saída, obteve-se uma Taxa Interna de Retorno (TIR) de 0,25% ao ano. Isso configura um retorno anual sobre o investimento

significativamente abaixo do custo de capital do acionista (estimado em 13% ao ano), traduzindo-se em um investimento pouco atrativo. Sua rentabilidade seria inferior, inclusive, à Taxa Média SELIC (TMS), que em 08/06 (data de corte deste trabalho) estava em 3,40% ao ano, com expectativa de atingir 6,40% ao final de 2022.

Por fim, reitere-se que referido resultado está em linha com aquele encontrado na análise do fluxo para o acionista.

6 Referências Bibliográficas

- DAMODARAN, A.; **Valuation – Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações**; 1ª Edição; Editora LTC, 2017.
- INFORMAÇÕES Financeiras: Formulário de Referência. Online, 9 jun. 2021. Gráficos e Imagens. **Disponível em:** <https://ri.gruposbf.com.br/informacoes-financeiras/documentos-cvm/>. Acesso em: 9 jun. 2021.
- INFORMAÇÕES Financeiras: Release de Resultados. Online, 9 jun. 2021. Gráficos e Imagens. **Disponível em:** <https://ri.gruposbf.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 9 jun. 2021.
- VALOR Perpetuidade. [S. l.], 26 fev. 2019. **Disponível em:** <https://tc.com.br/tc-school/matematica-financeira/serie-pagamento-uniforme>. Acesso em: 12 maio 2021.
- VALOR Presente Líquido. [S. l.], 29 jan. 2017. **Disponível em:** <https://www.treasy.com.br/blog/valor-presente-liquido-vpl/>. Acesso em: 12 maio 2021.
- VALUATION, a arte de precificar. *In*: PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como precificar ações**. 11. ed. São Paulo: Elsevier, 2012. v. 1, cap. 1, p. 4-10.
- WACC. [S. l.], 26 fev. 2019. **Disponível em:** <https://magnimetrics.com/understanding-the-weighted-average-cost-of-capital-wacc/>. Acesso em: 12 maio 2021.