



**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

## **Valuation do Grupo Mateus**

**MATHEUS TORRES TEODORO DA  
CONCEIÇÃO**

**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS**  
**DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO**  
Graduação em Administração de Empresas

Rio de Janeiro, novembro de 2024.



**Matheus Torres Teodoro da Conceição**

## **Valuation do Grupo Mateus**

### **Trabalho de Conclusão de Curso**

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

Orientadora: Graziela Fortunato

Rio de Janeiro  
Novembro de 2024.

## **Agradecimentos**

Foi um longo percurso na universidade até a entrega da monografia e, por isso, devo agradecer a algumas pessoas.

Ao meu pai, Silas, agradeço por todo o esforço e sacrifício para possibilitar meu percurso até a entrega de minha monografia, sendo um exemplo para mim de dedicação inabalável em busca de seus objetivos.

À minha mãe, Eunice, agradeço por toda a paciência e amor ao longo de todo o processo até aqui, sendo um exemplo de resiliência e gentileza mesmo em meio aos momentos mais difíceis.

À minha avó e minha tia, Eulália e Elizabeth, por demonstrarem que não é necessário ter um diploma ou formação excepcional para entender o que realmente importa na vida.

Aos meus amigos por sempre estarem presentes, nos bons momentos para as comemorações e nos ruins afirmando que avisaram que a catástrofe viria.

Aos meus professores, os quais pude me aproximar de muitos ao longo dos anos de universidade, em especial a Professora Maria Isabel, que tanto me ajudou ao longo dos últimos anos na universidade.

Nessa cosmovisão, não poderia deixar de prestar meus agradecimentos a minha orientadora, Graziela Fortunato, por todo o empenho e paciência para me auxiliar ao longo desse trabalho.

Por fim, gostaria de agradecer a mim mesmo, por suportar todas as dificuldades enfrentadas ao longo dos anos na universidade e seguir crescendo a todo momento, sempre buscando ser a melhor versão de mim mesmo.

Para todos que participaram de minha trajetória universitária até aqui, muito obrigado!

## Resumo

Torres, Matheus. *Valuation* do Grupo Mateus. Rio de Janeiro, 2024. Número de páginas 36. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Esse trabalho busca analisar a companhia Grupo Mateus utilizando a metodologia do fluxo de caixa descontado, a fim de definir seu valor justo. Para isso, são utilizados dados históricos e perspectivas futuras acerca da empresa e dos setores em que atua como base para a projeção de seu fluxo de caixa até 2028. Ao final, tendo em mente as incertezas em meio ao mercado acionário, realiza-se uma análise de sensibilidade com as variáveis mais impactantes para o cálculo do valor justo do Grupo Mateus.

### Palavras- chave

Valuation; Grupo Mateus; Fluxo de caixa descontado; WACC; Supermercadista; Atacarejo; Análise de sensibilidade.

## Abstract

Torres, Matheus. *Valuation of Group Mateus*. Rio de Janeiro, 2024. Número de páginas 36. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This study aims to analyze the company Grupo Mateus using the discounted cash flow methodology to determine its fair value. For this purpose, historical data and future perspectives regarding the company and the sectors in which it operates are used as the basis for projecting its cash flow until 2028. Finally, considering the uncertainties within the stock market, a sensitivity analysis is conducted on the most impactful variables for calculating the fair value of Grupo Mateus.

### Key-words

Valuation; Grupo Matheus; Discounted cash flow; WACC; Retailer; Carry and cash; Sensitivity analysis.

## Sumário

1 O tema e o problema de estudo	6
1.1. Introdução ao tema, ao problema do estudo e sua contextualização	6
1.2. Objetivos do estudo	7
1.2.1. Objetivos intermediários e específicos do estudo	7
1.3. Justificativa e relevância do estudo e sua problematização	7
1.4. Delimitação e focalização do estudo	9
2 Referencial teórico	10
2.1. Avaliação de Empresas	10
2.2. Fluxo de Caixa livre	11
2.2.1. Fluxo de caixa descontado	11
2.3. Custo de Capital	12
3 Métodos e procedimentos de coleta e de análise de dados do estudo	14
3.1. Tipo de Pesquisa	14
3.2. Amostra e coleta de dados de pesquisa	14
3.3. Variáveis e tratamento de dados coletados	15
4 . Apresentação e análise dos resultados	18
4.1. O Grupo Mateus	18
4.2. Premissas utilizadas	19
4.2.1. Receita Bruta	19
4.2.1.1. Receita Bruta do Varejo	19
4.2.1.2. Receita Bruta do Atacarejo	20
4.2.1.3. Receita Bruta de Eletros	20
4.2.1.4. Receita Bruta Advinda da Venda Externa (B2B)	20
4.2.2. Receita Líquida	21
4.2.3. Lucro Antes dos Impostos e Despesas Financeiras (EBIT)	21
4.2.4. Lucro Operacional Líquido Após os Impostos (NOPAT)	23
4.2.5. Imobilizado, CAPEX e Depreciação	23

4.2.6. Variação do Capital de Giro	24
4.3. Taxa de Desconto	24
4.4. Fluxo de Caixa	25
4.5. Análise de Sensibilidade	26
5 Conclusões e recomendações para novos estudos	28
6 . Referências Bibliográficas	29

Anexo 1

**Erro! Indicador não definido.**

## **Lista de Fórmulas**

Fórmula 1: Valor da Firma.....	12
Fórmula 2: Valor de <i>Equity</i> da Empresa.....	12
Fórmula 3: Cálculo do <i>WACC</i> .....	12
Fórmula 4: Cálculo do Custo de Capital Próprio.....	13
Fórmula 5: Cálculo do <i>NOPAT</i> .....	15
Fórmula 6: Necessidade de capital de giro.....	15

## **Lista de Tabelas**

Tabela 1: Ranking de empresas supermercadistas no Brasil. ....	8
Tabela 2: Fluxo de caixa livre.....	11
Tabela 3: Cálculo do <i>NOPAT</i> realizado do Grupo Mateus.....	15
Tabela 4: Necessidade de Capital de Giro dos anos realizados.....	16
Tabela 5: Quadro Geral de Projeção de Receita .....	19
Tabela 6: Abertura da Projeção de Receita do Varejo.....	19
Tabela 7: Abertura da Projeção de Receita do Atacarejo.....	20
Tabela 8: Abertura da Projeção de Receita de Eletros.....	20

Tabela 9: Abertura da Projeção de Receita de Venda Externa.....	21
Tabela 10: Abertura da Projeção de Receita Líquida.....	21
Tabela 11: Abertura da Projeção dos Custos de Revenda.....	21
Tabela 12: Abertura da Projeção de Despesas Operacionais.....	22
Tabela 13: Cálculo do EBIT.....	22
Tabela 14: Cálculo do NOPAT.....	23
Tabela 15: CAPEX e Depreciação.....	23
Tabela 16: Cálculo do Capital de Giro Necessário e da Variação Anual.....	24
Tabela 17: Cálculo da Taxa de Desconto (WACC).....	25
Tabela 18: Projeção do Fluxo de Caixa Descontado e do Valor da Firma.....	25
Tabela 19: Cálculo do <i>Upside/Downside</i> .....	26
Tabela 20: Análise de Sensibilidade do Preço-Alvo da Ação.....	26
Tabela 21: Análise de Sensibilidade <i>upside</i> e <i>downside</i> da Ação.....	26

# 1 O tema e o problema de estudo

## 1.1.Introdução ao tema, ao problema do estudo e sua contextualização

O estudo a ser realizado consiste em uma análise de *valuation* do Grupo Mateus. Busca-se determinar o seu valor justo de mercado que hoje (31/12/2023) negocia a 7,08 reais e, para proporcionar auxílio no processo decisório de todo e qualquer investidor. Partindo do princípio de que a empresa em questão possui capital aberto em bolsa, logo, o público amplo possui um meio para buscar obter ações da empresa, com expectativas de rentabilizar a sua carteira de investimentos.

O Grupo Mateus vem passando por forte processo de crescimento ao longo dos últimos anos, tendo seu faturamento anual de 2023 sendo de aproximadamente R\$ 26,8 bilhões, superando o dobro do que foi em 2020, conforme exposto em sua apresentação institucional (GRUPO MATEUS, 2024).

No Brasil, segundo a ABRAS (2023), o Grupo Mateus é a 3ª maior empresa do setor em que atua, com média de 500 mil clientes por dia, ficando atrás apenas para o Grupo Carrefour Brasil e Assaí Atacadista. Ao longo dos últimos anos, a companhia ultrapassou grandes concorrentes como o Grupo Pão de Açúcar (4º colocado) e os Supermercados BH (5º colocado). Além disso, o Grupo Mateus se destaca no quesito área de abrangência, sendo a única empresa dentre as 10 maiores que possui sede no Nordeste.

Deve-se ter em mente que o mercado acionário possui alto risco quando comparado com outras opções de investimentos. Assim, foi realizada uma análise de sensibilidade dos valores que o preço da ação pode vir a ter, alterando as variáveis mais sensíveis de um *valuation* que são a taxa de desconto e a perpetuidade.

Além disso, tratando-se do mercado acionário, deve-se conhecer certos métodos de análise que serão percorridos ao longo do trabalho. Nesse sentido, nota-se que Serra e Wickert (2021) discorrem acerca dos diversos métodos de

realizar o *valuation* e, em especial, diferenciam os métodos do fluxo de caixa descontado (intrínseca) e de avaliação por múltiplos (relativa).

Os métodos mencionados são complementares na análise de um ativo, haja vista que ambos pressupõe a projeção dos resultados da empresa em questão e avaliam sob óticas distintas. O primeiro método, referente à análise intrínseca, exige a utilização de uma taxa de desconto para quantificar em valores presentes os números projetados e, o segundo, consiste na realização de um estudo de indicadores da empresa e de seus principais concorrentes, de maneira comparativa.

A pergunta central de pesquisa deste estudo é: qual a faixa de valores de preço que o Grupo Mateus pode vir a exercer como valor justo?

## **1.2.Objetivos do estudo**

Calcular o valor justo da ação do Grupo Mateus, adotando uma análise de sensibilidade como ferramenta de risco.

### **1.2.1.Objetivos intermediários e específicos do estudo**

Os objetivos específicos desse estudo são:

(i) analisar as demonstrações financeiras realizadas para poder projetar os principais parâmetros de avaliação de empresa;

(II) elaborar o fluxo de caixa e descontá-lo pelo custo de capital calculado pelo CAPM (no capital próprio como um dos componentes);

(III) Calcular o valor das ações, retirando do valor da firma as dívidas;

(IV) simular as taxas de desconto e perpetuidade na análise de sensibilidade para encontrar um intervalo adequado de valor justo da ação e assim, poder ter informação de risco inerente ao ativo.

## **1.3.Justificativa e relevância do estudo e sua problematização**

Em primeira instância, deve-se ressaltar que o valor justo de uma empresa não é sinônimo de seu valor de mercado, uma vez que o valor de mercado simboliza quanto o mercado (pessoas físicas e jurídicas que atuam na bolsa) está precificando aquele ativo. Em contrapartida, seu valor justo representa o valor que um determinado investidor assume que aquele ativo de fato vale, considerando a expectativa de resultados futuros. Dessa forma, pode-se considerar que quando o indivíduo compra a ação de uma empresa, ela está pagando um preço em linha

com o que ela gerará de resultado futuramente, porém o valor que ela recebe deve ter uma margem de crescimento para alcançar seu valor justo.

O interesse por essa pesquisa se baseia no pressuposto de que existem potenciais investidores em ativos na bolsa de valores, em especial no setor de varejo supermercadista e atacadista, e que sentem a necessidade de entender se essa empresa pode vir a ser um bom investimento.

O setor de varejo segue vivendo uma época aquecida sob a ótica de retomada no pós-pandemia, embora a natureza da operação do Grupo Mateus seja não-cíclica e de bens de consumo estáveis em meio a crises. Portanto, nota-se a necessidade de entender o impacto existente no varejo amplo e, posteriormente, o reflexo obtido nos segmentos alimentícios, em especial o supermercadista.

Em meio a esse setor, o Grupo Mateus ocupa a 3ª posição no ambiente nacional com certa folga, conforme exposto na Tabela 1, além de ser a única com sede no Nordeste.

Tabela 1 – Ranking de Empresas Supermercadistas no Brasil

#	Empresas	Sede
1	Grupo Carrefour Brasil	SP
2	Assaí Atacadista	SP
<b>3</b>	<b>Grupo Mateus</b>	<b>MA</b>
4	Grupo Pão de Açúcar	SP
5	Supermercados BH	MG
6	Grupo Muffato	PR
7	Grupo Pereira	SP
8	Cencosud Brasil	SP
9	Mart Minas Atacado e Varejo	MG
10	Grupo Koch Hipermercado	SC

Fonte: Ranking ABRAS 2024

Tal trajetória de investigação parece interessante porque é uma oportunidade realizar uma análise bem fundamentada e coesa acerca das variáveis mencionadas, sendo o produto dessa pesquisa disponibilizado amplamente para interessados nesse tema. Cabe destacar que as informações que esse estudo pretende produzir podem ser relevantes para o público interessado em investir no setor supermercadista.

#### **1.4.Delimitação e focalização do estudo**

Este estudo pretende abordar especificamente o Grupo Mateus, uma única empresa do setor atacadista pelo método de fluxo de caixa descontado.

Com esse intuito, torna-se necessário também entender seu modelo de negócios, tendo em vista a necessidade para a projeção de suas linhas de resultado, em especial para suas diversas linhas de faturamento. O período de análise dos dados históricos inicia em 2020, quando ocorreu o IPO da empresa, portanto um período não muito longo.

Não se pretende tratar com ênfase a questão de governança da empresa ou métricas operacionais atreladas à estratégia ou outra área funcional da administração, já que a perspectiva almejada é a financeira. A análise financeira pressupõe a adoção de certas medidas estratégicas e da efetivação dos planos almejados, que serão discutidos ao longo do presente estudo. Portanto, embora não seja abordada uma ótica estratégica com a devida ênfase, deve-se acompanhar ativamente as decisões tomadas pela liderança da empresa e eventuais mudanças do ambiente interno/externo.

## 2 Referencial teórico

### 2.1. Avaliação de Empresas

. O processo de *valuation*, ou avaliação de empresas, é uma ferramenta para determinar se o preço corrente de certo ativo condiz com o seu preço justo, identificando, portanto, se o ativo está superavaliado ou subavaliado, levando-se em conta os resultados econômicos que aquela empresa apresentará, ou seja, uma projeção (PÓVOA, 2019).

Entretanto, determinar o preço justo para uma ação possui incertezas, tendo em vista a necessidade de prever diversas variáveis, como o faturamento da empresa e margens operacionais. As variáveis externas à operação podem interferir nessa avaliação, logo, recomenda-se um entendimento acerca de um *range* em que o preço do ativo possa variar, dependendo de como essas variáveis se realizarem ao longo do tempo.

Em um processo de avaliação de empresas, busca-se entender os aspectos relacionados às “alavancas de valor” presentes no negócio, desde os drivers externos à empresa, por exemplo, até as vantagens atribuídas ao setor/modelo de negócios da instituição (Damodaran, 2018). Nessa perspectiva, apontam-se como exemplos, tanto uma análise estratégica de posicionamento de mercado, quanto à logística perante as cadeias de suprimentos e ainda, as operações e o marketing mediante o sucesso de vendas.

Nesse cenário, investidor deve pesquisar as principais metodologias utilizadas no mercado para quantificar empresas. Segundo Serra e Wickert (2021) as formas de análise derivam de duas vertentes principais, sendo elas os métodos de análise intrínseca e relativa. Ambas as formas de análise objetivam alcançar o valor justo de uma empresa, porém utilizam óticas distintas para alcançar esse fim. Além dessas, os autores também mencionam outra metodologia utilizada em menor número, por analistas financeiros voltados para análise de ativos, sendo a de opções reais.

## 2.2. Fluxo de Caixa livre

O fluxo de caixa livre é diretamente afetado pela junção de dois diferentes fluxos de caixa, sendo eles: o fluxo de caixa operacional e de investimentos em capital (Marion, 2011). O fluxo de caixa operacional (FCO) refere-se ao caixa destinado à própria operação da companhia, excluindo valores referentes a despesa de capital e de investimentos financeiros. O fluxo de caixa de investimentos em capital (*CAPEX*) refere-se ao dinheiro gasto em ativos fixos ou melhorias de longo prazo para a companhia.

Um terceiro fluxo é o fluxo de caixa de financiamento. Para projetar o fluxo de caixa livre de uma empresa inicia-se pelo lucro operacional do ativo, ajustado à dedução do imposto de renda e o retorno da depreciação, pois não é uma saída de caixa. Em seguida, retira-se o *CAPEX* e calcula-se as contas referentes à variação do capital de giro da companhia, conforme ilustrado na Tabela 2.

Tabela 2 - Fluxo de caixa livre

Fluxo de Caixa Livre	
	<b>Lucro antes de Juros e Impostos (EBIT)</b>
(+)	Depreciação / Amortização (D&A)
(-)	Impostos
=	<b>Fluxo de Caixa Operacional (FCO)</b>
(-)	Gastos Líquidos de Capital
(+/-)	Variação do Capital de Giro
=	<b>Fluxo de Caixa Livre</b>

Fonte: Elaborada pelo autor.

### 2.2.1. Fluxo de caixa descontado

Segundo Damodaran (2018), o método de *valuation* do fluxo de caixa descontado parte da premissa de que o valor de uma empresa consiste intrinsecamente no valor de sua capacidade de geração de caixa, ajustado a um custo de capital devido a antecipação desses fluxos. Portanto, para calcular o valor intrínseco de uma empresa, deve-se realizar a projeção de seus fluxos de caixa, utilizando as informações passadas das demonstrações financeiras da empresa.

Almeida (2023, p. 13), por exemplo, faz a seguinte afirmação:

Através da estimação de receita, bem como outras variáveis, conseguimos desenvolver o valuation pelo FCD com o objetivo de projetar os fluxos de caixa da empresa para o futuro e calcular, a partir dessa estimativa, qual o valor da organização no presente. Para isso, trazemos os fluxos de caixa projetados a valor presente utilizando uma taxa de desconto denominada WACC (sigla para a expressão em inglês Weighted Average Capital Cost, ou Custo Médio Ponderado de Capital).

O valor da empresa consistirá na soma do fluxo de caixa livre em todos os anos futuros, trazidos a valor presente mediante a taxa de desconto referente ao custo de capital (WACC). Para a obtenção do valor da firma, utiliza-se a fórmula (1):

$$\text{Valor da firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF}{(1+WACC)^t} \quad (1)$$

Após a obtenção do valor presente do fluxo, será necessária ainda, a subtração da dívida líquida (diferença entre o montante de financiamentos e empréstimos pelo caixa da companhia), para o cálculo o valor justo da empresa para os acionistas, conforme Equação (3).

$$\text{Valor de Equity da Empresa} = \text{Valor da Firma} - \text{Dívida Líquida} \quad (2)$$

### 2.3.Custo de Capital

De acordo com Damodaran (2018), o custo de capital deve ser utilizado de maneira a refletir o impacto do risco do investimento em determinado negócio, levando-se em consideração diversas variáveis. Para quantificar o custo do capital em determinado investimento, utiliza-se o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), custo médio ponderado dos diferentes custos envolvidos nas operações das empresas (Brealey; Myers; Allen, 2020).

O WACC é calculado a partir da ponderação dos custos originados de capital próprio ( $K_e$ ) e dos originados de terceiros ( $K_d$ ), conforme ilustrado na Equação (4), ponderado pela estrutura de capital da empresa.

$$WACC = K_e \times \left( \frac{E}{E+D} \right) + K_d \times \left( \frac{D}{D+E} \right) \times (1 - T) \quad (3)$$

Onde:

$K_e$  = Custo de capital próprio.

$K_d$  = Custo de capital de terceiros.

E = Valor de mercado do patrimônio líquido da empresa.

D = Valor de mercado da dívida da empresa.

T = Alíquota de imposto de renda.

Nesse sentido, deve-se realizar o cálculo de cada um dos custos de capital, sendo o custo de capital próprio decorrente da soma da taxa livre de risco pelo Beta de Mercado, multiplicados pela diferença entre o risco de mercado e a taxa livre de risco, conforme Equação (5). O custo de capital de terceiros é calculado mediante a consideração das linhas de crédito que a empresa possui.

$$K_e = R_f + \beta * R_m \quad (4)$$

Onde:

$R_f$  = Taxa livre de risco.

$\beta$  = Beta alavancado pela estrutura de capital da empresa.

$R_m$  = Risco de Mercado.

## 3 Métodos e procedimentos de coleta e de análise de dados do estudo

### 3.1. Tipo de Pesquisa

O presente trabalho foi desenvolvido em forma de pesquisa exploratória, uma vez que buscou-se elaborar a avaliação da empresa e do Grupo Mateus.

Enfatiza-se que a pesquisa relacionada ao setor atacadista no formato de “*Cash and Carry*” é conhecido popularmente no Brasil como “Atacarejo” (Batista, 2015). Por essa razão, notou-se a necessidade de um maior entendimento acerca do segmento supermercadista brasileiro (onde a companhia é a 3ª maior do país) e de seus principais *players*. Para isso, buscou-se dados e análises advindas da principal instituição de pesquisa e mapeamento do segmento supermercadista, a ABRAS (2023).

Cabe destacar que a ABRAS elabora uma nova versão, em parceria com a NielsenIQ, cuja periodicidade é anual, possuindo parcerias estratégicas com as principais empresas atuantes no segmento.

A pesquisa do tipo documental é aquela utilizada para extrair os dados para a análise financeira, direcionados a partir de arquivos disponibilizados pela própria empresa, assim como pela Bolsa de Valores Brasileira (B3) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e sites de Relações de Investidores das empresas. Foram também utilizados dados de origem macroeconômica disponibilizados pelo Banco Central Brasileiro. Por fim, observou-se valores de demais empresas no setor, com intuito de tangibilizar os resultados da empresa em meio ao segmento que atua.

### 3.2. Amostra e coleta de dados de pesquisa

Para a coleta de dados buscou-se os resultados anuais dos períodos de 2020 a 2023 do site de relações com investidores (Ri) do Grupo Mateus (<https://ri.grupomateus.com.br/>).

As informações macroeconômicas também são utilizadas na projeção de resultados e foram extraídas do site do Banco Central Brasileiro (<https://www.bcb.gov.br/?bc=>), além do boletim FOCUS e de alguns dos principais bancos brasileiros, como o Bradesco. As informações macroeconômicas foram a taxa SELIC, o IPCA e o PIB brasileiro em frequência anual.

### 3.3. Variáveis e tratamento de dados coletados

Os anos projetados vão de 2024 a 2028, sendo o último o ano utilizado para o cálculo da perpetuidade. Nesse sentido, entre as variáveis a serem projetadas, destacam-se três: o *NOPAT* (lucro operacional depois dos impostos), a depreciação, a necessidade de capital de giro e o *CAPEX*, conforme Tabela 2.

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1-T) \quad (5)$$

Onde:

NOPAT = Lucro operacional líquido após os impostos.

T = alíquota de imposto.

Tabela 3 – Cálculo do NOPAT realizado do Grupo Mateus

Cálculo NOPAT (R\$ milhares)	2020	2021	2022	2023
= Receita Líquida	12.397.038	15.876.857	21.768.477	26.773.586
- Custos de Revenda	9.407.628	12.174.415	16.969.435	20.960.658
- Despesas Operacionais (SG&A)	1.960.505	2.583.024	3.104.591	3.776.925
- Depreciação e Amortização	192.022	264.958	329.167	353.392
= EBIT	836.883	854.460	1.365.284	1.682.611
% Margem EBIT (%)	6,8%	5,4%	6,3%	6,3%
= EBIT	836.883	854.460	1.365.284	1.682.611
% Alíquota de IR e CSLL	-0,2%	2,4%	6,3%	19,6%
= <b>NOPAT</b>	<b>838.880</b>	<b>834.107</b>	<b>1.279.155</b>	<b>1.352.095</b>

Fonte: Elaborada pelo autor.

Para a necessidade de capital de giro subtrai-se do ativo circulante operacional do passivo circulante operacional, cujas características são não considerar o caixa no ativo e as dívidas no passivo, ou seja, as variáveis de caráter financeiro, conforme Equação (x).

$$\text{Necessidade de Capital de Giro} = \text{Ativo Circulante Operacional} - \text{Passivo Circulante Operacional} \quad (6)$$

Onde:

Ativo Circulante Operacional = Ativo Circulante – Caixa e Equivalentes.

Passivo Circulante Operacional = Passivo Circulante – Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo

Para isso, é necessário calcular todas as linhas de ativo e passivo descritas. Sobre o ativo circulante a projeção foi baseada do histórico da relação com a receita com exceção dos Estoques que foram projetados em relação ao custo de revenda. Quanto ao passivo circulante, a linha de fornecedores, outras contas a pagar e a de pessoal foram projetadas como um percentual do custo da operação, enquanto as linhas de impostos com relação com a receita líquida.

Apresenta-se na Tabela 4, o histórico sobre a necessidade de capital de Giro, no período compreendido entre os anos de 2020 e 2023:

Tabela 4 – Necessidade de Capital de Giro dos anos realizados

<b>Capital de Giro (R\$ milhares)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Total de Ativo Cíclico</b>	<b>3.953.630</b>	<b>5.394.902</b>	<b>7.004.620</b>	<b>9.081.397</b>
<b>Contas a Receber</b>	<b>1.305.458</b>	<b>1.816.264</b>	<b>2.548.256</b>	<b>3.457.628</b>
Crescimento Anual (%)		39,1%	40,3%	35,7%
% do Ativo Circulante	21,5%	29,0%	29,0%	33,3%
<b>Estoques</b>	<b>2.617.533</b>	<b>3.498.630</b>	<b>3.985.375</b>	<b>5.087.655</b>
Crescimento Anual (%)		33,7%	13,9%	27,7%
% do Ativo Circulante	43,2%	55,8%	45,3%	49,1%
<b>Impostos a Receber</b>	<b>21.882</b>	<b>67.338</b>	<b>379.672</b>	<b>419.631</b>
Crescimento Anual (%)		207,7%	463,8%	10,5%
% do Ativo Circulante	0,4%	1,1%	4,3%	4,0%
<b>Outros Ativos de CP</b>	<b>8.758</b>	<b>12.670</b>	<b>91.317</b>	<b>116.483</b>
Crescimento Anual (%)		44,7%	620,7%	27,6%
% do Ativo Circulante	0,1%	0,2%	1,0%	1,1%
<b>Passivo Cíclico</b>	<b>1.232.978</b>	<b>1.416.368</b>	<b>2.480.241</b>	<b>3.734.702</b>
<b>Fornecedores CP</b>	<b>944.605</b>	<b>1.056.585</b>	<b>2.008.574</b>	<b>3.039.206</b>
Crescimento Anual (%)		11,9%	90,1%	51,3%
% do Passivo Circulante	69,4%	64,0%	73,0%	71,8%
<b>Obrigações Trabalhistas</b>	<b>178.802</b>	<b>224.680</b>	<b>301.307</b>	<b>394.255</b>
Crescimento Anual (%)		25,7%	34,1%	30,8%
% do Passivo Circulante	13,1%	13,6%	10,9%	9,3%
<b>Impostos a Pagar de CP</b>	<b>102.784</b>	<b>128.618</b>	<b>142.566</b>	<b>224.887</b>
Crescimento Anual (%)		25,1%	10,8%	57,7%
% do Passivo Circulante	7,6%	7,8%	5,2%	5,3%
<b>Outras contas a pagar</b>	<b>6.787</b>	<b>6.485</b>	<b>27.794</b>	<b>76.354</b>
Crescimento Anual (%)		-4,5%	328,6%	174,7%
% do Passivo Circulante	0,5%	0,4%	1,0%	1,8%
<b>Necessidade de Capital de Giro</b>	<b>2.720.652</b>	<b>3.978.534</b>	<b>4.524.379</b>	<b>5.346.695</b>
<b>Varição de Capital de Giro</b>		<b>1.257.882</b>	<b>545.845</b>	<b>822.316</b>

Fonte: Elaborada pelo autor.

Para o CAPEX, representado pelo imobilizado de abertura de novas unidades e na manutenção das existentes e novos investimentos, foi calculado pela diferença no imobilizado de um ano em relação ao ano anterior.

Para o cálculo do *WACC*, considera-se a taxa livre de risco ( $R_f$ ) como a SELIC no valor de 10,75% ao ano (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2024), assim como o prêmio de risco de mercado considerado consiste na diferença entre o retorno médio esperado do Ibovespa no valor de 17,75% e a taxa livre de risco. O Beta foi calculado através de uma ponderação entre os setores de atuação da empresa com base nos valores de Betas setoriais divulgados por Damodaran (2024), aplicados em meio aos setores de varejo alimentício e atacadista, sendo alavancado com base na estrutura da capital da empresa.

## 4. Apresentação e análise dos resultados

### 4.1. O Grupo Mateus

Em 1986, Ilson Mateus abriu uma pequena mercearia de aproximadamente 50 m<sup>2</sup> na cidade de Balsas, no estado do Maranhão. Em pouco tempo, com o sucesso do negócio, a mercearia começou a vender no atacado, tornando-se um armazém, ao ampliar a sua capacidade de atendimento e aumentando a diversificação de produtos no portfólio. Segundo os relatórios divulgados pela própria empresa, esse sucesso teria sido consequência da qualidade da empresa com o foco na satisfação dos clientes (GRUPO MATEUS, 2024).

Ao longo dos anos seguintes, a empresa passou a investir na operação de eletrodomésticos, além de efetuar expansão para outras cidades/estados. Dentre as diferentes linhas de operação desenvolvidas ao longo do tempo, destaca-se a abertura do atacarejo no ano de 2007, além da implementação de fortes investimentos em logística e produção em 2018 e o *IPO* do Grupo Mateus em 2020 (CAMPOS, 2020).

Dessa forma, o Grupo Mateus vem se destacando no setor empresarial na atualidade. Tendo em vista seu crescimento ao longo dos últimos anos, seu faturamento teve um CAGR 29,3% entre 2020 e 2023, alcançando uma receita líquida de R\$ 26,8 bilhões. Pode-se dizer que suas principais linhas de atuação são no atacarejo e no varejo, com mais de 250 unidades em operação. A companhia ocupa a posição de 3<sup>a</sup> maior supermercadista do país em faturamento (ABRAS, 2023).

## 4.2. Premissas utilizadas

### 4.2.1. Receita Bruta

A receita bruta do Grupo Mateus é composta pelo Varejo, o Atacarejo, o Eletro e a Venda Externa, conforme Tabela 5.

A forma de projetar cada uma dessas linhas se distingue mediante a natureza da operação, porém, na maioria das vezes, aplica-se uma metodologia de receita obtida por mil metros quadrados, com base no histórico da companhia.

Tabela 5: Projeção de Receita

Receita por Linha (R\$ milhões)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
RB Varejo	3.880	5.230	6.822	7.794	8.534	9.037	9.510	9.945	10.388
RB Atacarejo	6.812	8.697	12.533	16.392	18.896	19.814	20.563	21.225	21.897
RB Eletro	796	994	1.173	1.246	1.174	1.181	1.221	1.211	1.233
RB Venda Externa	2.866	3.019	4.076	4.941	4.999	4.943	4.887	5.498	5.663
<b>Total Receita Bruta</b>	<b>14.354</b>	<b>17.940</b>	<b>24.604</b>	<b>30.373</b>	<b>33.603</b>	<b>34.974</b>	<b>36.181</b>	<b>37.879</b>	<b>39.182</b>

Fonte: Elaborada pelo autor.

#### 4.2.1.1. Receita Bruta do Varejo

Sendo a receita bruta do varejo, a segunda principal fonte de receita do Grupo Mateus, a companhia apresenta uma estratégia de plano de expansão de unidades. Por isso, estima-se essa receita com base na métrica de receita por mil metros<sup>2</sup>, a partir do entendimento do tamanho aproximado por loja da empresa e assumindo um cronograma de inaugurações relativamente conservador a partir de 2024. Além disso, espera-se uma considerável melhora no aproveitamento da metragem quadrada, a partir da contínua melhoria pela economia de escala e na medida em que as lojas chegam na maturidade ao longo do tempo.

Tabela 6: Projeção de Receita do Varejo

Varejo	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nº de Lojas	49	61	70	73	78	81	84	87	90
Inaugurações	10	12	9	3	5	3	3	3	3
Área de Vendas (mil m <sup>2</sup> )	86	106	120	124	132	138	143	148	153
Milhar de Metragem por Loja	1,76	1,74	1,71	1,70	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Receita por mil m <sup>2</sup>	45,12	49,34	56,85	62,85	64,41	65,68	66,65	67,30	67,95
Crescimento Receita/mil m <sup>2</sup>		9,4%	15,2%	10,6%	2,5%	2,0%	1,5%	1,0%	1,0%
Faturamento Total	3.880	5.230	6.822	7.794	8.534	9.037	9.510	9.945	10.388

Fonte: Elaborada pelo autor.

#### 4.2.1.2. Receita Bruta do Atacarejo

O Atacarejo consiste na principal linha de receita do Grupo Mateus, representando aproximadamente 54% do faturamento total em 2023. Assim como no Varejo, projeta-se o Atacarejo por metragem quadrada, assumindo posição conservadora de inaugurações de novas unidades ao longo dos anos. Conforme mostrado na Tabela 7, entende-se que haverá ganho considerável no aproveitamento do espaço ao longo dos anos.

Tabela 7: Projeção de Receita do Atacarejo

Atacarejo	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nº de Lojas	33	42	58	80	84	86	88	90	92
Inaugurações	10	9	16	22	4	2	2	2	2
Área de Vendas (mil m²)	162	204	281	363	377	384	391	398	405
Milhar de Metragem por Loja	4,91	4,86	4,84	4,54	4,5	4,5	4,4	4,4	4,4
Receita por mil m²	42,05	42,63	44,60	45,16	50,12	51,59	52,59	53,34	54,11
Crescimento Receita/mil m²		1,4%	4,6%	1,2%	11,0%	2,9%	1,9%	1,4%	1,4%
Faturamento Total	6.812	8.697	12.533	16.392	18.896	19.814	20.563	21.225	21.897

Fonte: Elaborada pelo autor

#### 4.2.1.3. Receita Bruta de Eletros

O faturamento do segmento de Eletros é a menor linha da companhia, representando 4% em relação ao total. Conforme Tabela 8, notou-se uma redução no aproveitamento da metragem quadrada nesse segmento, apresentando uma piora em seu resultado. Dessa forma, espera-se número de inaugurações conservadora de unidades, acrescido de uma recuperação gradual no aproveitamento do espaço.

Tabela 8: Projeção de Receita de Eletros

Eletro	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nº de Lojas	77	99	104	105	106	105	107	106	108
Inaugurações	19	23	7	3	1	1	1	1	1
Área de Vendas (mil m²)	81	98	99	100	101	100	102	101	103
Milhar de Metragem por Loja	1,05	0,99	0,95	0,95	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Receita por mil m²	9,83	10,14	11,85	12,46	11,64	11,81	11,99	12,00	12,00
Crescimento Receita/mil m²		3,2%	16,8%	5,2%	0,0%	11,0%	10,0%	9,5%	9,5%
Faturamento Total	796	994	1.173	1.246	1.174	1.181	1.221	1.211	1.233

Fonte: Elaborada pelo autor

#### 4.2.1.4. Receita Bruta Advinda da Venda Externa (B2B)

Em relação à receita bruta da venda externa (B2B), a forma de projeção se diferencia das demais, haja vista que sua forma de operação não se resume à utilização de lojas físicas para a venda de produtos em prateleiras ou afins. Nesse

caso, estima-se a receita com base na quantidade de representantes comerciais e na relação média de receita gerada por representante. Dessa forma, conforme Tabela 9, espera-se um aumento da quantidade de representantes comerciais, porém uma redução no resultado por representante no curto/médio prazo, com uma recuperação a longo prazo.

Tabela 9: Projeção de Receita de Venda Externa (B2B)

Venda Externa (B2B)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Representantes Comerciais	2.090	2.226	3.976	4.838	3.870	3.987	4.106	4.229	4.356
Centros de Distribuição	10	11	13	18	19	19	19	19	19
Receita por Representante Comercial	1,37	1,36	1,03	1,02	1,29	1,24	1,19	1,30	1,30
<b>Faturamento Total</b>	<b>2.866</b>	<b>3.019</b>	<b>4.076</b>	<b>4.941</b>	<b>4.999</b>	<b>4.943</b>	<b>4.887</b>	<b>5.498</b>	<b>5.663</b>

Fonte: Elaborada pelo autor

#### 4.2.2. Receita Líquida

A receita líquida do Grupo Mateus é resultado da soma das linhas de negócios, líquida de impostos. Nesse sentido, ao se deparar com a complexidade existente em meio à tributação de uma holding do porte do Grupo Mateus, optou-se pela projeção com base na replicação aproximada da alíquota de imposto sobre a receita no ano de 2023, uma vez que foi o ano que mais se aproxima dos resultados futuros. Com isso, a receita líquida do Grupo Mateus seguirá crescendo devido ao acréscimo no faturamento, conforme Tabela 10

Tabela 10: Projeção de Receita Líquida

Receita Líquida (R\$ milhões)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Receita Bruta Total	14.354	17.940	24.604	30.373	33.603	34.974	36.181	37.879	39.182
Impostos sobre receita (%)	-13,6%	-11,5%	-11,5%	-11,9%	-11,9%	-11,9%	-11,9%	-11,9%	-11,9%
<b>Receita Líquida</b>	<b>12.397</b>	<b>15.877</b>	<b>21.768</b>	<b>26.774</b>	<b>29.608</b>	<b>30.816</b>	<b>31.880</b>	<b>33.376</b>	<b>34.524</b>

Fonte: Elaborada pelo autor.

#### 4.2.3. Lucro Antes dos Impostos e Despesas Financeiras (EBIT)

O EBIT como é o lucro operacional da companhia. A forma de se calcular o EBIT pressupõe estimativas dos gastos operacionais, sendo eles divididos em duas linhas principais: custos e despesas operacionais.

O Grupo Mateus integra todos os custos atrelados a sua operação cuja métrica de projeção é um percentual direto da receita líquida, tendo ganho de escala à medida em que a sua operação cresce.

Tabela 11: Projeção dos Custos de Revenda

<b>Custos de Revenda (R\$ Milhões)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
% da Receita Líquida	75,9%	76,7%	78,0%	78,3%	77,6%	77,2%	76,8%	76,4%	76,0%
<b>Custo de Revenda Total</b>	<b>9.408</b>	<b>12.174</b>	<b>16.969</b>	<b>20.961</b>	<b>22.981</b>	<b>23.795</b>	<b>24.489</b>	<b>25.505</b>	<b>26.244</b>

Fonte: Elaborada pelo autor.

A linha de despesas operacionais é dividida em quatro linhas principais: pessoal, despesas gerais e administrativas, outras receitas/despesas operacionais e depreciação e amortização.

A partir disso, a divisão de despesas com pessoal foi projetada, como um percentual do custo de revenda, partindo-se do pressuposto de que a quantidade de pessoal administrativo deve aumentar na proporção em que os custos aumentam. Por outro lado, as despesas gerais e administrativas foram projetadas como um percentual da receita líquida reproduzido como o ano base de 2023.

Para outras receitas/despesas operacionais, o Grupo Mateus vem apresentando valor negativo nessa linha (considerando ser uma linha redutora, ou seja, apresentar um valor negativo aponta que está gerando receita e não despesa, ou reversão contábil de alguma despesa). Um dos motivos para esses valores terem aumentado foi reconhecimento de créditos de PIS/COFINS sobre a depreciação de imóveis relativos a anos anteriores, porém a tendência dessa linha é permanecer negativa para os próximos anos, sendo projetada como um percentual da receita líquida. Por fim, as despesas de depreciação e amortização são projetadas com base em um percentual histórico de sua relação com o imobilizado total, conforme ilustrado na Tabela 12.

Tabela 12: Projeção de Despesas Operacionais

<b>Despesas Operacionais (R\$ Milhões)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
<b>Despesa com Pessoal</b>	<b>1.022</b>	<b>1.339</b>	<b>1.739</b>	<b>2.158</b>	<b>2.361</b>	<b>2.444</b>	<b>2.516</b>	<b>2.620</b>	<b>2.696</b>
Percentual de Desp. com Pessoal / Custo	10,9%	11,0%	10,2%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
<b>Despesas Gerais e Administrativas</b>	<b>935</b>	<b>1.185</b>	<b>1.543</b>	<b>1.879</b>	<b>2.077</b>	<b>2.162</b>	<b>2.237</b>	<b>2.342</b>	<b>2.422</b>
Percentual de Desp. Gerais e Adm. / Receita	7,5%	7,5%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
<b>Outras Despesas/Receitas Operacionais</b>	<b>3</b>	<b>59</b>	<b>-177</b>	<b>-260</b>	<b>35</b>	<b>67</b>	<b>101</b>	<b>140</b>	<b>179</b>
Percentual de Outras Desp/Rec Oper. / Receita	0,0%	0,4%	-0,8%	-1,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%
<b>Depreciação e Amortização</b>	<b>192</b>	<b>265</b>	<b>329</b>	<b>353</b>	<b>417</b>	<b>455</b>	<b>495</b>	<b>537</b>	<b>580</b>
Percentual de D&A / Imobilizado	9,9%	7,6%	7,8%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
<b>Total de Despesas Operacionais</b>	<b>2.153</b>	<b>2.848</b>	<b>3.434</b>	<b>4.130</b>	<b>4.890</b>	<b>5.129</b>	<b>5.349</b>	<b>5.638</b>	<b>5.877</b>

Fonte: Elaborada pelo autor.

Dessa maneira, o lucro operacional (EBIT) pode ser encontrado pela subtração do custo de revenda e das despesas operacionais do valor de receita líquida, conforme Tabela 13.

Tabela 13: Cálculo do EBIT

EBIT (R\$ Milhões)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Receita Líquida	12.397	15.877	21.768	26.774	29.608	30.816	31.880	33.376	34.524
Custo de Revenda	9.408	12.174	16.969	20.961	22.981	23.795	24.489	25.505	26.244
Despesas Operacionais	2.153	2.848	3.434	4.130	4.890	5.129	5.349	5.638	5.877
<b>EBIT</b>	<b>837</b>	<b>854</b>	<b>1.365</b>	<b>1.683</b>	<b>1.737</b>	<b>1.892</b>	<b>2.042</b>	<b>2.233</b>	<b>2.403</b>
Margem EBIT	6,8%	5,4%	6,3%	6,3%	5,9%	6,1%	6,4%	6,7%	7,0%

Fonte: Elaborada pelo autor

#### 4.2.4. Lucro Operacional Líquido Após os Impostos (NOPAT)

A linha do NOPAT é utilizada como base para a projeção do fluxo de caixa da companhia. Seu cálculo é feito pela multiplicação do EBIT (calculado no tópico 4.2.3) reduzindo a alíquota de imposto de renda de 34%. Segundo Póvoa (2019), cabe ao analista realizar o cálculo com base em 34% (25% referente ao Imposto de Renda e 9% para contribuição social), conforme Tabela 14.

Tabela 14: Cálculo do NOPAT

Cálculo do NOPAT (R\$ Milhões)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	837	854	1.365	1.683	1.737	1.892	2.042	2.233	2.403
(1 - Alíquota de IR e CSLL)	100,2%	97,6%	93,7%	80,4%	66,0%	66,0%	66,0%	66,0%	66,0%
<b>NOPAT</b>	<b>839</b>	<b>834</b>	<b>1.279</b>	<b>1.352</b>	<b>1.147</b>	<b>1.249</b>	<b>1.347</b>	<b>1.474</b>	<b>1.586</b>

Fonte: Elaborada pelo autor

#### 4.2.5. Imobilizado, CAPEX e Depreciação

Os termos Imobilizado, CAPEX e significam, respectivamente, ativo fixo, gastos de capital em imobilizado e desvalorização dos ativos fixos ao longo do tempo. Sobre a gestão do imobilizado da companhia, nota-se um limitador mediante a escassez de informações, uma vez que a empresa não divulga amplamente valores específicos referentes destinados ao CAPEX de novas unidades. Devido a isso, optou-se por realizar aproximações com base em percentuais históricos relacionados a esse cronograma de abertura, assumindo valores para abertura de novas unidades e para a manutenção das existentes em linha com valores históricos. Em resumo, a limitação de informações disponíveis requer uma projeção de maneira a considerar apenas médias históricas de investimentos em imobilizado, sem maior aprofundamento.

O CAPEX do Grupo Mateus foi entendido de maneira a se assumir um percentual fixo conservador da receita líquida obtida, uma vez que a empresa não aparenta buscar um aumento agressivo como visto nos anos anteriores a 2022. Sobre a depreciação, estimou-se um percentual fixo do imobilizado presente no

ano corrente. Cabe destacar que ambas as análises são demonstradas na Tabela 15.

Tabela 15: CAPEX e Depreciação

CAPEX e Depreciação (R\$ Milhões)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
CAPEX	1.938	1.551	732	1.360	592	616	638	668	690
CAPEX / Receita Líquida	15,6%	9,8%	3,4%	5,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Depreciação e Amortização	192	265	329	353	417	455	495	537	580
D&A / Imobilizado	9,9%	7,6%	7,8%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%

Fonte: Elaborada pelo autor

#### 4.2.6. Variação do Capital de Giro

Para a variação de necessidade de capital de giro, utilizou-se uma relação à receita líquida nas seguintes linhas: contas a receber, impostos a receber, outros ativos, impostos a pagar e outras contas a pagar. Os custos foram utilizados para projetar as linhas: estoques, fornecedores a pagar e de pessoal. Cabe acrescentar que a linha de obrigações trabalhistas foi projetada em relação aos gastos com pessoal dentro de despesas operacionais, conforme ilustrado na Tabela 16.

Tabela 16: Cálculo do Capital de Giro Necessário e da Variação

Necessidade de Capital de Giro	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Ativo Cíclico</b>	<b>3.954</b>	<b>5.395</b>	<b>7.005</b>	<b>9.081</b>	<b>9.263</b>	<b>9.459</b>	<b>9.644</b>	<b>10.015</b>	<b>10.328</b>
Contas a Receber	1.305	1.816	2.548	3.458	3.135	3.263	3.376	3.534	3.656
Contas a Receber (%Rec)	10,5%	11,4%	11,7%	12,9%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Estoques	2.618	3.499	3.985	5.088	5.509	5.609	5.675	5.859	6.029
Estoques (%CPV)	27,8%	28,7%	23,5%	24,3%	24,0%	23,6%	23,2%	23,0%	23,0%
Impostos a Receber	22	67	380	420	434	452	468	490	507
Impostos a Receber (%Rec)	0,2%	0,4%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Outros Ativos de CP	9	13	91	116	184	134	126	132	136
Outros Ativos (% Rec)	0,1%	0,1%	0,4%	0,4%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
<b>Passivo Cíclico</b>	<b>1.233</b>	<b>1.416</b>	<b>2.480</b>	<b>3.735</b>	<b>3.875</b>	<b>3.678</b>	<b>3.836</b>	<b>4.022</b>	<b>4.141</b>
Fornecedores CP	945	1.057	2.009	3.039	2.748	2.893	3.026	3.177	3.269
Fornecedores a Pagar (%Custo Operação)	10,0%	8,7%	11,8%	14,5%	12,0%	12,2%	12,4%	12,5%	12,5%
Obrigações Trabalhistas	179	225	301	394	444	440	453	471	485
Obrigações Trabalhistas (%Pessoal)	17,5%	16,8%	17,3%	18,3%	18,8%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Impostos a Pagar de CP	103	129	143	225	249	259	268	280	290
Impostos a Pagar CP (% Rec)	0,8%	0,8%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Juros Sobre Capital Próprio	0	0	0	0	300	0	0	0	0
JCP (%LOp)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Outras contas a pagar	7	6	28	76	135	87	90	94	97
Outros Contas a Pagar (% Rec)	0,1%	0,0%	0,1%	0,3%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
<b>Capital De Giro Necessário</b>	<b>2.721</b>	<b>3.979</b>	<b>4.524</b>	<b>5.347</b>	<b>5.387</b>	<b>5.780</b>	<b>5.808</b>	<b>5.993</b>	<b>6.187</b>
<b>Variação do Capital de Giro</b>		<b>1.258</b>	<b>546</b>	<b>822</b>	<b>41</b>	<b>393</b>	<b>28</b>	<b>184</b>	<b>195</b>

Fonte: Elaborada pelo autor

#### 4.3. Taxa de Desconto

A taxa de desconto a ser utilizada como WACC é baseado na ponderação dos custos de capital de terceiros e capital próprio com a estrutura de capital. Para capital de terceiros, realizou-se a ponderação das linhas de dívidas do Grupo

Mateus das demonstrações contábeis de 2023, que resultando em 11,99% ao ano.

Para o cálculo do capital próprio utilizou-se o CAPM com taxa livre de risco atrelada à taxa SELIC em 10,75 % ao ano, como no relatório FOCUS (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2024). Para o cálculo do beta utilizou-se o apresentado em Damodaran (2024), no valor de 0,97, já alavancado pela estrutura do capital da companhia. Resta adicionar o prêmio de mercado exigido, de 7% adotado por um consenso de mercado em relação ao Ibovespa. A estrutura de capital da empresa se divide em 77,1% de capital próprio e 22,9% de capital de terceiros. Os dados estão apresentados na Tabela 17.

Tabela 17: Cálculo da Taxa de Desconto (WACC)

<b>Cálculo do WACC</b>	
Rf (Selic)	10,75%
Beta Alavancado	0,97
Rm (Ibovespa)	17,75%
Prêmio de Risco	7,00%
E / (E+D)	77,12%
D / (E+D)	22,88%
Cresc. na Perpetuidade (g)	5,00%
<b>Custo Cap. Próprio</b>	<b>17,57%</b>
<b>Custo Cap. Terceiros</b>	<b>11,99%</b>
<b>WACC</b>	<b>15,36%</b>

Fonte: Elaborada pelo autor

#### 4.4. Fluxo de Caixa

Após a consideração do Fluxo de Caixa do Grupo Mateus, desconta-se os valores pelo WACC como na Tabela 18.

Tabela 18: Projeção do Fluxo de Caixa Descontado e do Valor da Firma

FCL (R\$ mil)	2023 (Base)	2024	2025	2026	2027	2028	Perpetuidade
NOPAT	693.363	1.146.555	1.248.534	1.347.489	1.473.675	1.585.829	
(+) Deprec e Amort	353.392	416.736	455.221	495.034	536.716	579.831	
(-) Capex	-1.360.326	-592.161	-616.323	-637.596	-667.514	-690.480	
(-) Var Cap Giro Operacional	-822.316	-39.452	-393.497	-27.937	-184.378	-194.548	
<b>Total FCL</b>	<b>-1.135.887</b>	<b>931.678</b>	<b>693.935</b>	<b>1.176.991</b>	<b>1.158.498</b>	<b>1.280.632</b>	<b>12.974.865</b>
<b>FCDescontado</b>		<b>807.601</b>	<b>521.412</b>	<b>766.596</b>	<b>654.064</b>	<b>6.976.512</b>	
<b>Valor da Firma:</b>	<b>9.726.185</b>						

Fonte: Elaborada pelo autor

Para o cálculo da Perpetuidade, assumiu-se um crescimento nominal de 5% ao considerar a média de crescimento dos principais setores em que o Grupo Mateus atua.

Tendo o valor total da firma, subtrai-se o valor da dívida líquida para chegar ao valor do *equity* da companhia, como apresentado na Tabela 19. O Grupo Mateus está sendo negociado em (11/11/24) a 7,42 e em relação a 31/12/23, era negociado a 7,08, ou seja, valores superiores ao calculado como valor justo de 3.29. Isso representa um *downside* de 53,5% em relação a 2023) e 44,4% em relação a 2024.

Tabela 19: Cálculo do *Upside/Downside*

<b>VPL da empresa (R\$)</b>	<b>9.726.185.435</b>
No Ações	2.209.346.079
Dívida	3.742.552.000
Caixa	1.289.138.000
Dívida Líquida	2.453.414.000
<b>Valor Total das Ações</b>	<b>7.272.771.435</b>
<b>Valor Justo por Ação</b>	<b>3,29</b>
<b>Preço da Ação no Mercado (31/12/2023)</b>	<b>7,08</b>
Upside	-53,5%

Fonte: Elaborada pelo autor

#### 4.5. Análise de Sensibilidade

A análise de sensibilidade analisou as variáveis que mais afetam o valor de uma empresa. A variação foi feita para o custo de capital da empresa, ou seja, a taxa de desconto dos fluxos de caixa a cada variação de 1% com o valor médio de 15,4% e a taxa de crescimento da perpetuidade, com valor médio de 5%, baseado no crescimento do setor e uma variação de 1%.

Tabela 20: Análise de Sensibilidade do Preço-Alvo da Ação

<b>Sensibilidade Preço</b>	<b>Taxa de Crescimento na Perpetuidade (g)</b>		
	4%	5%	6%
Wacc			
13,4%	3,94	4,39	4,96
14,4%	3,43	3,78	4,21
<b>15,4%</b>	3,01	<b>3,29</b>	3,63
16,4%	2,67	2,89	3,16
17,4%	2,37	2,55	2,77

Fonte: Elaborada pelo autor

Tabela 21: Análise de Sensibilidade *upside* e *downside* da Ação

Upside/Downside	Taxa de Crescimento na Perpetuidade (g)		
	4%	5%	6%
Wacc			
13,4%	-44,4%	-38,1%	-30,0%
14,4%	-51,5%	-46,6%	-40,5%
<b>15,4%</b>	-57,4%	<b>-53,5%</b>	-48,7%
16,4%	-62,4%	-59,2%	-55,4%
17,4%	-66,5%	-63,9%	-60,9%

Fonte: Elaborada pelo autor

A análise de sensibilidade é uma ferramenta de gerenciamento de risco que, nesse caso, mostra que o valor justo da ação pode variar em uma janela de R\$2,37 a R\$4,96 ou seja, em ambos os casos o valor da ação apresenta um *downside* em relação ao valor de mercado de R\$ 7,08, conforme descrito na tabela 20. No pior dos cenários, a ação apresentaria um *downside* de aproximadamente 60,9%, enquanto o melhor cenário oferece um *downside* de 30,0%, como na Tabela 21. Isso ajuda o investidor na tomada de decisão, pois ele nota que, em todos os cenários calculados, o valor justo da ação apresentaria espaço para desvalorização em relação ao valor de mercado atual.

## 5 Conclusões e recomendações para novos estudos

O presente estudo possui o objetivo de determinar o valor justo para a companhia Grupo Mateus, aberta em bolsa pelo *ticker* GMAT3, utilizando-se a metodologia de fluxo de caixa descontado. Com a análise de dados passados de 2020 a 2023 foi possível projetar os valores 5 anos à frente, período comumente utilizados para projeções dos analistas, obteve-se o valor justo da firma de R\$ 9.726.185.435 (Nove bilhões setecentos e vinte e seis milhões cento e oitenta e cinco mil e quatrocentos e trinta e cinco reais), ou seja, um valor de ação de R\$ 3,29 com um *downside* de 53,5%, dado que no dia de 31/12/2023 a ação valia R\$ 7,08.

Dado valor base de preço justo, apresentou-se ainda, uma análise de sensibilidade mediante as variáveis que mais afetam os resultados, que é a taxa de desconto, ou seja, o WACC da empresa e a taxa de crescimento na perpetuidade, podendo atingir um preço mínimo de R\$ 2,37 a máximo de R\$ 4,96.

Portanto, a recomendação é de *Short* devido ao valor de mercado ser maior do que o valor justo da empresa, além de a análise de sensibilidade ter demonstrado que todos os valores dentro do range alçado de preço possuem *downside* igual ou superior a 30% em relação ao seu preço em 31/12/2023, sendo a cotação do dia 11/11/2024 ainda maior do que era em 2023, estimada em 7,42.

Recomenda-se como tema para futuras análises do Grupo Mateus a atualização, dos demonstrativos financeiros e principais movimentos estratégicos e operacionais como uma adição da análise de *SWOT*, por exemplo para alinhar o preço às estratégias possíveis adotadas. Além disso, com as mudanças da macroeconomia e do setor uma nova avaliação é recomendada.

## 6. Referências Bibliográficas

ABRAS. **Ranking Super Hiper Abras**. Associação Brasileira de Supermercados. São Paulo, p. 204. 2023.

ALMEIDA, M. M. D. **VALUATION: METODOLOGIA ALTERNATIVA NA PROJEÇÃO DA RECEITA DE EMPRESAS DO VAREJO BRASILEIRO VIA DADOS EM PAINEL**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas - Escola brasileira de Economia e Finanças, 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Focus - Expectativas de Mercado**. Banco do Brasil. [S.l.], p. 2. 2024.

BATISTA, R. <https://www.linkedin.com/pulse/atacado-de-auto-servi%C3%A7o-brasil-cash-carry-wholesale-brazil-batista/>. **LinkedIn**, 2015. Disponível em: <<https://www.linkedin.com/pulse/atacado-de-auto-servi%C3%A7o-brasil-cash-carry-wholesale-brazil-batista/>>. Acesso em: 2024.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Principles of Corporate Finance**. 13ª. ed. [S.l.]: Mcgraw Hill, 2020.

CAMPOS, Á. Grupo Mateus confirma preço de ação no IPO e levanta R\$ 4,615 bilhões. **Valor Econômico**, São Paulo, 09 Outubro 2020.

DAMODARAN, A. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. 1ª. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2018.

DAMODARAN, A. Betas by Sector (US). **Damodaran Online**, 2024. Disponível em:

<[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)>.

GRUPO MATEUS. **Apresentação Institucional**. Grupo Mateus. [S.l.], p. 24. 202.

GRUPO MATEUS. Linha do Tempo do Grupo Mateus. **Grupo Mateus**, 2024. Disponível em: <<https://ri.grupomateus.com.br/o-grupo/linha-do-tempo/>>. Acesso em: 30 out. 2024.

MARION, J. C. **Contabilidade para não contadores**. 7ª. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

PÓVOA, A. **Valuation - Como precificar ações**. 5ª. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2019.

SERRA, R. G.; WICKERT, M. **Valuation - Guia Fundamental e Modelagem em Excel**. 1ª. ed. São Paulo: Atlas, 2021. 332 p.