

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

GABRIEL WAGNER DIB

VALUE INVESTING: TEORIA E PRÁTICA

Porto Alegre

2019

GABRIEL WAGNER DIB

VALUE INVESTING: TEORIA E PRÁTICA

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Schönerwald

Porto Alegre

2019

CIP - Catalogação na Publicação

Dib, Gabriel
VALUE INVESTING: TEORIA E PRÁTICA / Gabriel Dib.
-- 2019.
74 f.
Orientador: Carlos Schönerwald.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Desenvolvimento
Rural, Porto Alegre, BR-RS, 2019.

1. Value Investing. 2. Valuation. I. Schönerwald,
Carlos, orient. II. Título.

GABRIEL WAGNER DIB

VALUE INVESTING: TEORIA E PRÁTICA

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Aprovado em: Porto Alegre, ____ de _____ de 2019.

BANCA EXAMINADORA:

Prof Dr. Carlos Schönerwald – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima
UFRGS

Prof. Dra. Luiza Peruffo
UFRGS

RESUMO

O presente trabalho possui como objetivo analisar os principais autores do *Value Investing* junto com as suas principais contribuições. Nesse sentido, são analisados investidores como Benjamin Graham, Warren Buffett, Bruce Greenwald e Seth Klarman. Além disso, é realizado um estudo de caso prático no qual se busca estimar o preço justo do Grupo Dimed. Para isso, utiliza-se a metodologia de fluxo de caixa descontado a partir dos resultados históricos da empresa, utilizando premissas para projetar como serão esses resultados no futuro. Para sensibilizar essas premissas foram realizadas três projeções com cenários diferentes: um cenário base, um cenário otimista e um cenário pessimista. Após isso, compara-se o preço justo obtido em cada cenário, com a cotação de mercado da empresa, a qual possui o ticker PNVL3. Também foi realizada uma avaliação relativa comparando os múltiplos de *valuation* do Grupo Dimed com os da Raia Drogasil, buscando verificar se a Raia Drogasil poderia ser uma alternativa de investimento melhor do que o Grupo Dimed em termos de *valuation*. Concluiu-se que o Grupo Dimed é operacionalmente uma excelente empresa inserida em um setor muito promissor; contudo, a cotação das ações da empresa já precificam premissas excessivamente otimistas, tornando baixa a margem de segurança para se investir nas ações da companhia.

Palavras-chave: *Value investing*. Fluxo de caixa descontado. Avaliação de empresas. Grupo Dimed.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the main authors of Value Investing along with their contributions. In this context, investors such as Benjamin Graham, Warren Buffett, Bruce Greenwald and Seth Klarman are analyzed. In addition, a practical case study is conducted to estimate the fair value of the Dimed Group. To accomplish this, it is used the discounted cash flow methodology based on the company's historical financial results using various assumptions to project how these results will be in the future. To sensitize these assumptions, three forecasts were made with different scenarios: a base scenario, an optimistic scenario and a pessimistic scenario. After that, the fair value obtained in each scenario was compared with the company's stock price, which ticker is PNVL3. A relative valuation was also performed comparing the valuation multiples of the Dimed Group with those of Raia Drogasil, seeking to ascertain whether Raia Drogasil could be a better investment alternative than the Dimed Group in terms of valuation. It was concluded that the Dimed Group is operationally an excellent company inserted in a very promising sector; however, the company's stock price already price excessively optimistic assumptions, bringing a low margin of safety to invest in the company's stocks.

Keywords: Value investing. Discounted cash flow. Valuation. Dimed group.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Evolução do Patrimônio de Warren Buffett.....	12
Figura 2 – Evolução Indicador Preço/Lucro Itaúsa.....	21
Figura 3 – Queda na Bolsa Americana após artigo de Buffett.....	25
Figura 4 – Retorno Acima do S&P de Investidores Seleccionados.....	33
Figura 5 – Loja Bem Estar & Beleza Panvel.....	35
Figura 6 – Loja Promocional Panvel.....	36
Figura 7 – Loja <i>Express</i> Panvel.....	36
Figura 8 – Organograma Panvel.....	37
Figura 9 – Panvel Abertura de Lojas por Ano.....	38
Figura 10 – Panvel Evolução Número de Colaboradores.....	40
Figura 11 – Panvel Evolução Área de Venda.....	40
Figura 12 – Panvel Vendas nas Mesmas Lojas.....	41
Figura 13 – Panvel Crescimento de Receita Total.....	41
Figura 14 – Panvel Evolução do Mix de Produtos.....	42
Figura 15 – Evolução Expectativa de Vida Brasil.....	43
Figura 16 – Crescimento da População Brasileira com Mais de 60 anos.....	43
Figura 17 – População Brasileira Acima de 65 Anos – Milhões de pessoas.....	44
Figura 18 – Tempo para o aumento da população 65+ de 7% para 14% do total.....	45
Figura 19 – Crescimento do Mercado Farmacêutico – R\$ bilhões.....	46
Figura 20 – <i>Market Share</i> Nacional Redes Farmacêuticas.....	47
Figura 21 – Preço/Lucro Grupo Dimed.....	66
Figura 22 – Preço/Lucro Grupo Raia Drogasil.....	66
Figura 23 – <i>Enterprise Value</i> /EDITDA Grupo Dimed.....	68
Figura 23 – <i>Enterprise Value</i> /EDITDA Raia Drogasil.....	68

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Indicadores para Cálculo da Rentabilidade Esperada de uma Ação.	32
Tabela 2 – <i>Market Share</i> Panvel.....	39
Tabela 3 – Quantidade de Lojas Panvel.....	39
Tabela 4 – Ranking Redes Farmacêuticas.....	46
Tabela 5 – Cálculo WACC Panvel.....	50
Tabela 6 – DRE Projeção Cenário Base.....	52
Tabela 7 – Balanço Patrimonial Projeção Cenário Base.....	52
Tabela 8 – Fluxo de Caixa Projeção Cenário Base.....	53
Tabela 9 – Resultado <i>Valuation</i> Cenário Base.....	55
Tabela 10 – DRE Projeção Cenário Otimista.....	57
Tabela 11 – Fluxo de Caixa Projeção Cenário Otimista.....	57
Tabela 12 – Balanço Patrimonial Projeção Cenário Otimista.....	58
Tabela 13 – Resultado <i>Valuation</i> Cenário Otimista.....	59
Tabela 14 – Fluxo de Caixa Projeção Cenário Pessimista.....	60
Tabela 15 – DRE Projeção Cenário Pessimista.....	61
Tabela 16 – Balanço Patrimonial Projeção Cenário Pessimista.....	61
Tabela 17 – Resultado <i>Valuation</i> Cenário Pessimista.....	62
Tabela 18 – Resultado <i>Valuation</i> – Reverse DCF.....	63
Tabela 19 – Resultado Análise de Sensibilidade Cenário Base.....	64

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	REVISÃO DOS PRINCIPAIS REPRESENTANTES DO VALUE INVESTING	10
2.1	BENJAMIN GRAHAM.....	10
2.2	WARREN BUFFETT.....	11
2.3	BRUCE GREENWALD.....	13
2.4	SETH KLARMAN.....	17
3	ESTRATÉGIAS E CONCEITOS APLICADOS	20
3.1	A DIFERENÇA ENTRE PREÇO E VALOR.....	20
3.2	CÍRCULO DE COMPETÊNCIA.....	22
3.3	VANTAGENS COMPETITIVAS.....	22
3.4	MARGEM DE SEGURANÇA.....	24
3.5	COMPRAR NAS CRISES.....	24
3.6	A IMPORTÂNCIA DO CAIXA.....	25
3.7	DIVERSIFICAÇÃO DO PORTFÓLIO E RISCO.....	26
3.8	PROCURANDO EMPRESAS PARA INVESTIR.....	27
3.9	BARREIRAS DE ENTRADA.....	28
3.10	MODELO DE ESTIMAR RENTABILIDADE FUTURA.....	30
3.11	RENTABILIDADE ESPERADA.....	32
4	AVALIAÇÃO DO VALOR JUSTO	34
4.1	A EMPRESA.....	34
4.2	O SETOR.....	42
4.3	AÇÕES DA DIMED: COMPRAR OU VENDER?.....	47
4.4	CENÁRIO BASE.....	49
4.5	CENÁRIO OTIMISTA.....	55
4.6	CENÁRIO PESSIMISTA.....	59
4.7	FLUXO DE CAIXA DESCONTADO INVERSO.....	62
4.8	ANÁLISE DE SENSIBILIDADE.....	64
4.9	ANÁLISE DE MÚLTIPLOS: PANVEL E RAIA DROGASIL.....	65
5	CONCLUSÃO	70
	REFERÊNCIAS	72

1 INTRODUÇÃO

A presente monografia é o Trabalho de Conclusão do Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. O trabalho busca revisar os principais conceitos do *Value Investing*. Nesse sentido, além da revisão dos principais conceitos, será feita uma aplicação prática de avaliação do valor de uma ação para tomar uma decisão de investimento. No que tange à parte aplicada, será realizado o *valuation* da empresa de capital aberto Grupo Dimed.

Em 2019, a Bolsa de Valores no Brasil superou a marca de 1 milhão de investidores. Apesar de ser um número expressivo para o Brasil, quando se compara com outros países, fica evidente que ainda existe um grande caminho a ser percorrido. Nos Estados Unidos, em 2018, segundo a pesquisa Gallup¹, 61% de homens e mulheres acima de 35 anos de idade investia em ações, enquanto 37% dos investidores abaixo de 35 anos faziam seus investimentos em ações.

Existem diversos fatores que podem explicar a realidade brasileira da distância do investidor individual com relação ao mercado de capitais. Nesse sentido, pode-se citar a baixa educação financeira da população somada a fatores como um passado inflacionário e taxas de juros muito elevadas.

Ainda no ano de 2019, o Banco Central reduziu a Selic para 5,0% a.a. na reunião do Copom do dia 30/10/2019, o menor patamar da história econômica recente do Brasil. Esse ambiente de taxa de juros mais baixa força os investidores a buscarem alternativas de investimento com mais volatilidade (maior risco) e, conseqüente, maior retorno potencial. Nesse sentido, o mercado de ações volta a ser uma alternativa atrativa para investidores que querem rentabilizar o seu capital em um ambiente de baixas taxas de juros.

Existem diversas escolas que falam sobre o investimento em ações, mas é possível fazer uma distinção entre duas filosofias principais: a Escola Fundamentalista e a Escola Grafista.

A Escola Grafista utiliza o ferramental chamado de análise técnica, o qual foi formulado por Charles Henry Dow. A Escola Grafista parte da premissa que os mercados são eficientes e que todas as informações já estão descontadas no preço do ativo; portanto, essa escola busca analisar padrões gráficos que ocorreram no

¹ <https://www.cnn.com/2018/05/16/gallup-why-younger-americans-arent-investing-in-the-stock-market.html>

passado e tenta antecipar o que pode ocorrer com o preço das ações, focando principalmente em um horizonte de mais curto prazo.

Por outro lado, a Escola Fundamentalista busca entender os fundamentos por trás de uma empresa: o setor onde a empresa está inserida, os fundamentos macroeconômicos, os demonstrativos financeiros das empresas e os fatores qualitativos, e verificar como isso pode afetar a cotação de um ativo.

Dentro da Escola Fundamentalista existe uma corrente chamada de *Value Investing*, a qual rejeita totalmente a hipótese de que os mercados são eficientes e acredita que existem assimetrias entre o preço de uma ação e o seu valor intrínseco. Conforme Greenwald (2001), o *Value Investing* como estratégia de investimento superou todas as outras estratégias; portanto, é justificável um estudo para entender as principais contribuições dessa filosofia de investimento.

Assim, este trabalho busca revisar os principais autores e conceitos do *Value Investing*, fazendo uma análise aplicada na avaliação de investimento de uma empresa listada em bolsa. A empresa escolhida foi o Grupo Dimed que é um dos principais grupos do setor farmacêutico do país.

O trabalho está organizado da seguinte forma: no segundo capítulo analisam-se os principais autores do *Value Investing*. No terceiro capítulo, são destacados os principais conceitos referentes a essa filosofia de investimento. Por fim, no capítulo quatro, é realizada uma análise setorial e operacional do Grupo Dimed, bem como a determinação do valor justo de suas ações. Nesse mesmo capítulo também é realizada uma avaliação relativa comparando os múltiplos de *valuation* do Grupo Dimed com os da Raia Drogasil, buscando entender se a Raia Drogasil poderia ser um investimento mais atrativo do que o Grupo Dimed em termos de *valuation*.

2 REVISÃO DOS PRINCIPAIS REPRESENTANTES DO *VALUE INVESTING*

Existem diversas questões que surgem quando se fala em investimento em ações: em qual empresa investir? O que determina a variação das cotações no longo prazo? Quais indicadores devem ser levados em conta para tomar uma decisão de investimento?

O *Value Investing* é uma escola de investimento, que teve origem no auge da crise de 1929 e perdura até hoje. O período da grande depressão apresentou uma das maiores quedas na Bolsa de Valores americana, levando o preço de diversos ativos a patamares muito abaixo do seu valor justo. Nesse contexto, o *Value Investing* surgiu como uma filosofia que buscava comprar ativos por menos que o seu valor intrínseco, tendo Benjamin Graham como seu principal fundador.

2.1 BENJAMIN GRAHAM

Graham é considerado o fundador dessa Escola de Investimentos e tido como referência até hoje para os seguidores dessa corrente. Nasceu na Inglaterra, mas viveu sua vida nos Estados Unidos, formando-se na Universidade de Columbia, onde posteriormente se tornou professor.

Através da faculdade, Graham conheceu David Dodd, com quem escreveu o livro *Security Analysis*, em 1934. Esse livro pode ser considerado um dos primeiros sobre o tema e foi um livro bastante técnico sobre como analisar e avaliar ações. Em 1949, Graham lança o seu livro mais famoso “O Investidor Inteligente”, onde aborda a irracionalidade dos mercados e como o investidor pode se beneficiar disso. Segundo Graham (1973, p. 9), “[...] o mercado é um pêndulo que sempre oscila entre o otimismo insustentável (que torna as ações muito caras) e o pessimismo injustificável (que as torna muito baratas). O investidor inteligente é um realista que vende para os otimistas e compra dos pessimistas”. Graham foi pioneiro em identificar a diferença entre preço e valor. Para ele, não necessariamente a cotação de uma ação na bolsa representava o verdadeiro valor intrínseco daquele ativo. Essa crença estava relacionada justamente com a premissa que ele acreditava da ineficiência dos mercados.

Existe uma diferença importante entre o especulador e o investidor (GRAHAM, 1973). O investidor é aquele que entende a diferença entre preço e

valor, buscando investimentos com uma visão de longo prazo. Enquanto isso, o especulador olha apenas as cotações, muitas vezes baseado em análises gráficas, com um foco de maior curto prazo.

Graham foi bastante influenciado pela grande crise de 1929. A queda na Bolsa foi muito forte e deprimiu a cotação de muitos ativos para patamares bem inferiores ao valor intrínseco daqueles negócios, gerando uma grande oportunidade para investidores de valor. Nesse sentido, a estratégia de Graham está muito relacionada a se aproveitar das irracionalidades do mercado, como crises, para comprar ativos com grandes assimetrias entre preço e valor.

Graham é um representante clássico do *Value Investing*, preocupando-se menos com a qualidade de um negócio e mais com o preço pago para se tornar sócio daquela empresa. Sua análise era muito baseada em dados financeiros históricos para entender o funcionamento de uma empresa e o seu valor intrínseco.

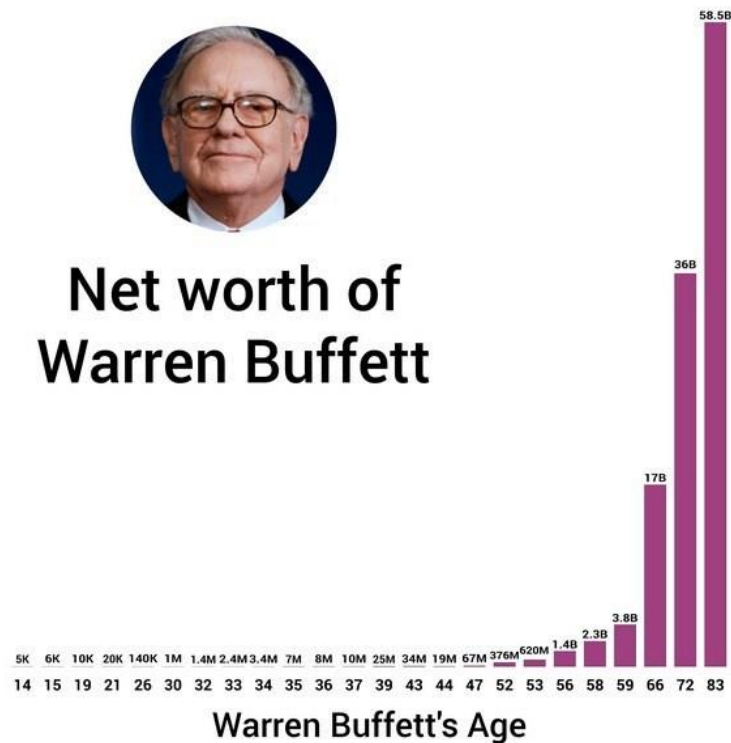
2.2 WARREN BUFFETT

Warren Buffett é um nome bastante conhecido, sobretudo por se tratar do terceiro homem mais rico do mundo, com um patrimônio de 86,5 bilhões de dólares em 2019, segundo a Forbes.

Além disso, Warren Buffett é considerado um dos maiores investidores de todos os tempos, tendo como principal influência as ideias de Benjamin Graham, de quem Buffett foi aluno em Columbia (VALUE INVESTING PRO, 2009).

Uma curiosidade sobre Buffett é que grande parte de seu patrimônio foi construído depois dos 50 anos de idade, demonstrando o benefício de se investir a longo prazo e o poder dos juros compostos.

Figura 1 – Evolução do Patrimônio de Warren Buffett



Fonte: Value Walk (2016).

Buffett, no começo de sua carreira, possuía uma estratégia de investimentos muito parecida com a de Graham, focando em comprar ativos por preços muito menores que seu valor justo. Contudo, Buffett conheceu Charlie Munger, que foi responsável por uma grande mudança na sua estratégia de investimentos. Conforme explicado anteriormente, Buffett inicialmente tinha um foco na compra de ativos com desconto frente ao seu valor intrínseco, uma estratégia chamada de *Cigar Butt Investing*, inspirada por Graham (REESE, 2016).

A carta de 1987 é um exemplo icônico que demonstra a influência de Graham sobre o pensamento de Buffett, o qual buscava comprar negócios baratos, aproveitando-se da irracionalidade do mercado com foco no longo prazo. A estratégia de Graham de dar um peso muito grande na assimetria entre preço e valor possuía um risco intrínseco: um negócio barato permanecer barato para sempre, sendo conhecido como *Value Trap*.

Nesse contexto, Munger começou a influenciar Buffett a não focar somente no preço pago, mas também na qualidade do ativo que estava comprando. Dessa

maneira, ele passou a focar em questões como vantagens competitivas, barreiras de entrada e qualidade do time de gestão (CUNNINGHAM, 2002).

Outro ponto interessante da estratégia de Buffett era a questão do círculo de competência. Acreditava que o investidor deveria focar naqueles negócios que entendia bem e tinha profundo conhecimento; portanto, evitando investir em setores fora do seu círculo de competência. Nesse sentido, Buffett acabou evitando grandes perdas não investindo em empresas do segmento de tecnologia na Bolha da Internet (CUNNINGHAM, 2002).

2.3 BRUCE GREENWALD

Diversos outros autores contribuíram para o desenvolvimento e aprimoramento do *Value Investing* após o início com Graham. Bruce Greenwald, por exemplo, é tido como uma das principais referências atualmente no que diz respeito ao *Value Investing*; diversos investidores conceituados se inscrevem todo o ano no seu curso na Columbia University.

Greenwald (2001) se inspirou muito em Benjamin Graham e David Dodd, que são os precursores do *Value Investing*, focando nos demonstrativos financeiros históricos de uma empresa. Costuma analisar o balanço de uma empresa com detalhe e procura entender se a empresa possuía um valor intrínseco maior que o valor em bolsa.

Segundo Greenwald, a estratégia de investimento em valor era simples: primeiro identificar uma empresa que negocia bem abaixo do seu valor intrínseco com uma margem de segurança boa, comprar a ação e segurar até atingir próximo do valor justo.

Na teoria parece fácil. Na prática, porém, é bastante complicado. Primeiro, porque não é trivial descobrir o valor justo de uma empresa, não sendo uma ciência exata e não tendo como chegar a um número exato, dependendo de inúmeras premissas.

Depois de descobrir o valor justo correto, o investidor deveria buscar uma margem de segurança grande, que dependeria do preço do ativo, o qual oscila de acordo com as condições de mercado.

Além disso, a estratégia poderia dar errado se o investidor estimar errado o valor justo do negócio. Portanto, basear-se somente no valor justo pode ser bastante

arriscado. O segredo estaria em buscar ações que estão muito longe do valor justo, pois, assim, mesmo um grande erro no cálculo do valor justo, ainda resultaria em ganhos.

Nesse sentido, Greenwald acredita que investir, de fato, não era uma tarefa simples e que todo investidor precisa de conhecimento antes de querer começar. Pois se o investidor comprar ações sem entender o verdadeiro fundamento por trás das empresas, ele acabará vendendo em momento de irracionalidade do mercado e queda das ações.

Greenwald, assim como Buffett, acredita muito no círculo de competência, ou seja, o investidor deve concentrar o seu conhecimento para se especializar na análise de um setor ou tipo de negócio, visando ter vantagem competitiva na análise. Conhecendo bem um segmento, o investidor tem melhores condições de investir naquele segmento por ter capacidade de entendimento mais refinada. Warren Buffet, por exemplo, tem carteira concentrada em bancos e seguradoras, pois conhece bem os riscos e retornos desses setor (CONNORS, 2010). Em suma, Greenwald entende que o investidor deve concentrar sua carteira em setor no qual é especializado, assim sendo possível analisar de maneira mais profunda cada caso.

Assim como Graham, Greenwald é bastante cético com relação a avaliar ativos como base em projeções futuras. Para ele, o investidor deve prestar mais atenção nos resultados correntes e históricos da companhia, e não tanto nos resultados projetados de uma companhia.

O autor também acredita que o balanço patrimonial é a informação de mais qualidade, refletindo bens e obrigações em um determinado período e possuindo razoável confiabilidade, dado que o demonstrativo de resultados do exercício é muito mais fácil de ser fraudado.

O investidor, segundo Greenwald, deveria tentar entender quais foram as decisões de financiamento e investimento da empresa através do balanço patrimonial, pois ninguém sabe o que irá ocorrer no futuro. Por exemplo, não existe uma fórmula mágica para projetar, com razoável confiabilidade, a margem bruta de uma companhia daqui a 5 anos. O autor também faz uma diferenciação entre informações de qualidade e sem qualidade, sendo o balanço patrimonial uma informação de qualidade, pois é algo que de fato ocorreu.

Informações projetadas em um horizonte curto até podem ser consideradas como uma informação de qualidade, por exemplo, o fluxo de caixa de uma empresa

projetado daqui a um ano, o qual ainda assim terá um grau de incerteza. Contudo, projetar 5 anos para frente é uma tarefa muito mais complicada. E pelo método de *valuation* de fluxo de caixa descontado, o qual é a prática mais comum no mercado (POVOA, 2012), normalmente se projeta um horizonte de cerca de 5 anos e se soma os fluxos de caixa trazidos a valor presente, acrescidos de uma perpetuidade. Em suma, acaba-se chegando a um resultado pouco preciso, segundo Greenwald, pois se está somando uma informação de baixa qualidade com informação de alta qualidade.

Para Greenwald (2001) existem maneiras alternativas mais precisas de mensurar o valor justo de um ativo. A primeira alternativa seria algo chamado custo de reprodução, ou seja, se um competidor quisesse copiar exatamente o mesmo modelo de negócio de uma determinada empresa, quanto ele teria que investir. Ao chegar no custo de reprodução, que seria uma *proxy* para o valor intrínseco, o investidor deveria comparar então com o valor de mercado. Se o custo for menor que o valor de mercado, pode fazer sentido investir no ativo.

O *Value Investing* acredita que o valor de um ativo está intimamente relacionado com a sua capacidade de geração de caixa e que empresas decadentes raramente possuem fluxo de caixa futuro significativo para o acionista daquele negócio (DORSEY, 2009).

Nesse sentido, em um caso que o modelo de negócio de uma empresa não seja viável a longo prazo e que não irá gerar fluxos de caixa futuros, o correto, segundo Greenwald (2001), é utilizar o valor de liquidação ao invés do valor de reprodução.

Nesse sentido, Greenwald adota uma postura de analisar os ativos de empresas que não teriam modelos de negócio viáveis a longo prazo, buscando basicamente saber se vale a pena comprar um ativo que está inserido em um setor que está decaindo e que não irá mais existir.

Normalmente, o jeito mais fácil de ganhar dinheiro investindo nessas empresas seria quando ocorresse a liquidação efetiva dos ativos da empresa, ou seja, o pagamento dos passivos e o restante sendo distribuído aos acionistas (GREENWALD, 2001).

Alternativamente, negócios viáveis com vantagens competitivas valeriam aproximadamente o custo de reprodução dos seus ativos. Sempre que o investidor puder vender um negócio por um valor maior que o seu custo de reprodução, valeria

a pena se desfazer desse ativo, pois estaria fazendo uma venda acima do seu valor intrínseco. Ao passo que, se o investidor encontrar alguém desesperado querendo vender um ativo por menos que o custo de reprodução, talvez faça sentido comprar.

Greenwald enfatiza, assim como Graham, que o preço varia, mas o valor justo é mais estável e o investidor pode se aproveitar disso. Se o investidor encontrar uma ação que negocia a um valor inferior ao custo de reprodução dos ativos, ele pode ter encontrado um investimento de valor com uma boa margem de segurança, supondo que o negócio seja viável a longo prazo.

Greenwald também destaca a importância das barreiras de entrada para sustentar os retornos sobre capital diferenciados em negócios de qualidade, dado que, sem barreiras de entrada, novos competidores podem entrar no mercado e pressionar o retorno para baixo. Portanto, empresas com retorno de capital alto sem barreira de entrada, possuem uma lucratividade efêmera (GREENWALD, 2001).

Existem momentos que há muita oferta em um mercado dada a competição com muitos ofertantes e os preços dos estoques são jogados para baixo, gerando uma queda nos lucros. Nesse momento, o investidor conseguiria comprar negócios por menos que o custo de reprodução.

Após um certo período, os competidores mais fracos saíam e a oferta de mercado voltaria a um patamar aceitável, levando retorno sobre o capital a um patamar aceitável. Esse processo tende a ser exagerado em ambas as extremidades e se repete de acordo com o ciclo econômico de cada setor.

Portanto, segundo ele, o momento de comprar negócios de baixa qualidade é quando estão com dificuldade de ganhar dinheiro, na baixa do ciclo, e não quando estão prosperando. Normalmente, é nesse período que há o maior desconto com relação ao seu valor justo. Mas é importante analisar sempre o balanço patrimonial de uma empresa, porque se tiver risco de insolvência, não existe margem de segurança e o investimento deve ser evitado.

“A experiência de muitos anos nos ensinou que as principais perdas para os investidores são oriundas da compra de papéis de baixa qualidade em uma conjuntura de negócios favorável” (GRAHAM, 1973, p. 593).

Greenwald, assim como Graham, destaca que um dos principais riscos de prejuízos está relacionado a comprar negócios com prêmio ao valor de reprodução no momento que estão com lucros altos, pois está no pico do ciclo econômico.

Greenwald destaca que só não valeria a pena vender um ativo com prêmio sobre o valor de reprodução no pico do ciclo caso haja uma projeção de a demanda pelo produto ser muito maior que a oferta potencial de novos entrantes. Apenas em casos raros o potencial de fluxo de caixa exagerado no futuro compensa não vender um ativo com um prêmio ao valor justo.

Via de regra, em todos setores existe uma demanda finita e, quando ocorre uma super oferta, permitida por baixas barreiras de entrada, ocorre diminuição de lucros. Nesse sentido, tem-se o exemplo icônico das paletas mexicanas, mercado no qual ocorreu uma super oferta, dada inexistência de barreira de entrada, levando à falência de muitas empresas.

Segundo Greenwald, uma das tarefas mais difíceis é entender se o negócio tem uma vantagem competitiva legítima e duradoura, porque, sem isso, crescimento não tem valor e normalmente crescer pode ter um retorno inferior ao custo de capital, destruindo valor. Alguns tipos de vantagens competitivas seriam monopólios regulados pelo governo, recursos e mãos de obra baratos.

No que diz respeito a quais ações investir, Greenwald acredita que ações obscuras, as quais o mercado não está olhando, são ótimos lugares para procurar valor, pois ações que estão fora do radar do grandes investidores podem oferecer melhor assimetria entre preço e valor, dado menor liquidez.

2.4 SETH KLARMAN

Seth Klarman é um investidor americano de bastante sucesso, que também é seguidor dos conceitos do *Value Investing*. Possui um *hedge fund* que faz a gestão de cerca de 32 bilhões de dólares e possui uma fortuna pessoal de cerca de 1,5 bilhões de dólares.

Klarman, por exemplo, é um grande defensor de se fazer análises profundas, pois, se o investidor descobrir uma barganha e o mercado estiver agindo de forma irracional, ele poderá se aproveitar da oportunidade e, dessa maneira, não ser influenciado pelo mercado, pensando de maneira independente.

Klarman tem uma abordagem bastante cética, sempre focando nos riscos de um investimento. Ele começou a trabalhar em 1980, quando a taxa de juros dos EUA estava em 12% a.a., um dos maiores patamares históricos. Além disso, ele passou por uma grande crise na Bolsa de Valores, o que talvez tenha influenciado

sua a postura. Klarman acredita que o que importa é a margem de segurança, ou seja, a diferença entre o preço e valor, e não importando tanto o tamanho da companhia ou se é uma empresa de qualidade ou não.

Para ele, poucos negócios são realmente bons e realmente possuem vantagens competitivas. Nesse sentido, não necessariamente investe nesses bons negócios, dado que, para ele, existem pontos negativos em praticamente todos os negócios.

Klarman gosta de ver a demanda dos investidores por um ativo, porque, segundo ele, no momento em que ninguém está olhando determinado ativo, é quando pode existir assimetria. Para ele, risco é diferente do *mainstream* (conceito de volatilidade como sendo uma medida de risco); portanto, ele consegue comprar ativos se aproveitando da irracionalidade de outros investidores e pagando barato. Na visão dele, depois de um estresse grande, as ações podem não ter muito para onde cair mais. Portanto, se a empresa for sólida, pode ser uma grande oportunidade. Importante destacar que, para ele, a empresa e o negócio não precisam e não necessariamente vão ser bons.

Várias vezes ele fica com uma grande posição em caixa no seu fundo, por exemplo, antes da crise de 2008. O tipo de investimentos que ele faz é bastante diferenciando, investindo em empresas de baixa capitalização e empresas não conhecidas. Uma posição icônica dele é a Fox, que comprou na crise de 2008, onde a empresa tinha o seu modelo de negócio relacionado a jornais impressos e investidores achavam que esse tipo de companhia iria morrer. Ele achou que o mercado estava exagerando e que a empresa estava muito descontada, Disney acabou comprando a Fox depois e Klarman teve um grande lucro.

Klarman gosta de fazer uma combinação entre psicologia e investimentos. Para ele, é essencial o investidor conseguir controlar o lado emocional, se deparando com diversas notícias todos os dias que muitas vezes não alteram o fundamento de um negócio.

Entende que o investidor não pode ser ganancioso. O investidor deve ter um preço de venda claro e vender a ação quando ainda tem bastante demanda. Até vender a ação, mesmo ela estando um pouco descontada ainda e abrindo mão de uma pequena valorização futura, assim ele conseguiria ir vendendo a posição dele aos poucos em um patamar razoável de preço e evitando perder todos os ganhos

em um momento ruim de mercado. Portanto, uma característica fundamental seria disciplina.

Klarman (1991), assim com Graham, foca muito na diferença entre especulação e investimento. Para ele, o especulador acredita que a variação de preço de um ativo está relacionada a expectativas de curto prazo com relação àquele negócio e tenta lucrar montando uma posição em uma ação buscando antecipar para onde vão as cotações dos ativos no curto prazo. O mercado, segundo ele, é um local onde tem muitos especuladores, o que cria diversas oportunidades, dado que muitas vezes ocorrem grandes irracionalidades; portanto, a chave seria estudar profundamente um negócio e investir com grande margem de segurança.

Para ele, paciência é uma característica fundamental do *Value Investing*, acreditando que investir exige muita disciplina. Segundo Klarman, ao contrário de uma ideia de enriquecimento de curto prazo, lucros demoram para aparecer. O processo correto seria identificar uma companhia descontada com uma grande margem de segurança e comprá-la; o lucro só começará a aparecer posteriormente, quando a companhia for reconhecida pelo mercado, com aumento de liquidez e de demanda.

Klarman não acredita em empresas boas e pagar mais por qualidade, então foca muito em comprar barato, muito semelhante a Graham. Para ele, toda tese de investimento tem seus pontos negativos, então talvez não faça sentido pagar mais para comprar um ativo de qualidade. Nesse contexto, busca comprar empresas em que o lado negativo é pequeno e possua boa assimetria, focando menos nas qualidades dos negócios e mais nos riscos, sempre se perguntando qual seria o valor daquele ativo se tudo desse errado.

3 ESTRATÉGIAS E CONCEITOS APLICADOS

Conforme analisado no capítulo anterior, fica evidente que o *Value Investing* possui muitas vertentes e seus seguidores, apesar de terem muita coisa em comum, possuem visões distintas sobre uma série de fatores.

A verdade é que a interpretação sobre alguns conceitos da filosofia de investimento em valor varia de investidor para investidor. Além disso, alguns investidores atribuem um maior peso a determinado conceito do que outro. Por exemplo, alguns seguidores dessa filosofia se preocupam unicamente em comprar ações com um *valuation* barato, não se importando nada com a qualidade do negócio.

O objetivo neste capítulo é, com base nos principais autores sobre o *Value Investing*, definir alguns conceitos para uma estratégia de investimento que servirá como base para o estudo de caso que será feito no quarto capítulo.

3.1 A DIFERENÇA ENTRE PREÇO E VALOR

Apesar das diferenças de pensamento, existe um conceito que é consenso entre os seguidores do *Value Investing*: o preço de uma ação muitas vezes não reflete o valor intrínseco daquela companhia.

Enquanto algumas escolas de investimento, como as vertentes de análise técnica, procuram informações nas mudanças das cotações diárias, os *Value Investor* entendem que muitas vezes preço e valor não são a mesma coisa e que nem toda mudança de preço está associada a uma mudança no valor de um ativo (GRAHAM, 1973).

Diversos fatores influenciam na existência de assimetrias (diferença entre preço e valor) na Bolsa de Valores, como baixa liquidez de uma ação, ações com menor valor de mercado, poucos fundos de investimentos sendo acionistas de determinado ativo, baixo *free float*, pouco analistas cobrindo determinado ativo etc.

Na prática, o mercado é muito mais eficiente em ações de maior capitalização, liquidez e com grande cobertura de analistas. Portanto, é muito mais difícil encontrar uma grande assimetria entre preço e valor em Itaú do que em uma *small cap*, por exemplo.

Porém, existem momentos que empresas mais líquidas e de grande capitalização podem estar mal avaliadas, como, por exemplo, quando o consenso do mercado está errado sobre determinado ativo ou quando o mercado possui um preconceito com determinado ativo ou determinado setor (FISHER, 2003).

Entretanto, as maiores assimetrias e oportunidades de se comprar empresas por muito menos que seu valor intrínseco é justamente quando ninguém está querendo comprar: nas crises.

Na imagem abaixo, é possível ver que somente foi possível comprar Itaúsa a menos de 5x lucros justamente na maior recessão da história da economia brasileira, onde todos estavam bastante céticos com o investimento em renda variável e com o futuro das empresas brasileiras.

Figura 2 – Evolução Indicador Preço/Lucro Itaúsa



Fonte: Bloomberg (2019).

Outra oportunidade de conseguir comprar ações abaixo do seu valor justo é quando a empresa está passando por alguma situação complicada, mas que tenha uma solução. Ou seja, justamente por o mercado achar que a empresa está enfrentando algum problema, a ação não será negociada a patamares de *valuation* muito altos. Contudo, o ideal é buscar por problemas contornáveis, os quais não

afetem de maneira significativa a capacidade de geração de valor de uma companhia (FISHER, 2003).

Nesse sentido, para entender se o problema que a empresa está enfrentando é passível de solução, é necessário entender profundamente o seu modelo de negócio, sempre respeitando o conceito de círculo de competência.

3.2 CÍRCULO DE COMPETÊNCIA

O conceito de círculo de competência está relacionado a alcançar o entendimento profundo de poucas empresas e poucos setores, buscando ganhar um diferencial competitivo na sua análise (CUNNINGHAM, 2002).

O racional é buscar por empresas já consolidadas em mercado que são pouco expostas a mudanças, com um histórico consistente e não por promessas operacionais ou por novos mercados.

3.3 VANTAGENS COMPETITIVAS

Entender o modelo de negócio de uma empresa está relacionado a entender quais são os *drivers* de criação de valor de uma empresa; ou seja, a capacidade de uma companhia gerar retorno acima do seu custo de capital. Além disso, é necessário entender a existência de barreiras de entradas, pois só assim é possível sustentar um retorno acima do custo de capital sem a entrada de novos competidores diluindo esse retorno (GREENWALD, 2001).

Normalmente, empresas com vantagens competitivas possuem uma posição de destaque no ambiente competitivo do seu setor, já sendo considerada uma empresa consolidada. Nesse contexto, alguns exemplos de barreira de entrada são: patentes, marcas, diferenciais de distribuição, custos de produção mais baixos etc. (CONNORS, 2010).

Outro ponto importante a ser analisado é a sustentabilidade dessas barreiras de entrada. Não adianta a empresa ter sólidas barreiras de entrada apenas quando se olha no passado. Caso exista uma diminuição gradual com o passar do tempo de barreiras de entrada ou de vantagens competitivas pode ser um indicativo de risco para um investimento

O ROE (*return on equity*) e o ROIC (*return on invested capital*) são dois bons indicadores para medir a qualidade de um negócio, pois medem o retorno sobre o capital investido na empresa. Normalmente, empresas que possuem um alto retorno sobre capital possuem vantagens competitivas e barreiras de entrada significativas (MÁLAGA, 2012).

Além disso, quanto maior o retorno sobre capital da empresa, menor é a necessidade de reinvestimento da empresa para crescimento. Negócios de qualidade possuem como característica não ter grande necessidade de reinvestimento dos seus lucros, ou seja, são empresas fortemente geradoras de fluxo de caixa livre (POVOA, 2012).

Melhor ainda, as empresas que, além de possuir forte geração de caixa livre, conseguem reinvestir esse capital a elevadas taxas de retorno. Existem empresas que possuem geração de caixa livre significativa, mas não conseguem reinvestir esse caixa a taxas de retorno elevadas, e acabam, portanto, decidindo distribuir esse caixa em dividendos para os acionistas.

De maneira simplista, o ROE pode ser alto porque uma empresa demanda baixo capital investido (*equity* reduzido) ou porque uma empresa possua lucros altos.

$$\text{ROE} = \frac{\text{L}}{\text{PL}} \quad (1)$$

Onde:

L: Lucro Líquido

PL: Patrimônio Líquido

Empresas que possuem bons modelos de negócio normalmente possuem um grande poder de barganha junto aos seus consumidores, possibilitando uma tendência de elevação do preço dos seus produtos no longo prazo. Nesse contexto, empresas de *commodities* são o exemplo oposto dessa realidade, pois o mercado define o preço dos seus produtos (*price taker*) e somente resta para elas o controle de custos para tentar gerar valor para os seus acionistas (CONNORS, 2010).

A definição de empresas com negócios ruins normalmente está associada a companhias muito endividadas, com rentabilidade baixa, histórico de prejuízos

operacionais, gestão pouco confiável e pouco conservadora. O desafio, portanto, trata-se de encontrar empresas com diferenciais competitivos que sejam sustentáveis, permitindo uma rentabilidade de longo prazo acima do custo de capital por vários anos (CONNORS, 2010).

Idealmente, o objetivo é encontrar empresas com vantagens competitivas grandes o suficiente e com o seu crescimento aumentar ainda mais essas vantagens e, dessa maneira, impactando de forma positiva, aumentando a sua rentabilidade (GREENWALD, 2001).

3.4 MARGEM DE SEGURANÇA

Em um investimento existem diversas variáveis que estão por trás do seu sucesso. Contudo, é muito fácil estar equivocado em qualquer um desses conceitos como valor intrínseco, vantagem competitiva, barreira de entrada etc. (KLARMAN, 1991).

Nesse contexto, o melhor jeito de se proteger desses erros é pagando barato por uma empresa. Ou seja, adquirindo uma empresa que esteja muito descontada em relação a seu valor justo, possuindo uma grande margem de segurança (KLARMAN, 1991).

O investimento em ações é inerentemente probabilístico, o objetivo não é determinar com precisão o valor intrínseco de um ativo, mas sim possuir uma grande margem de segurança de que, mesmo em um cenário bastante adverso, aquela companhia possui um valor muito superior à sua cotação em bolsa.

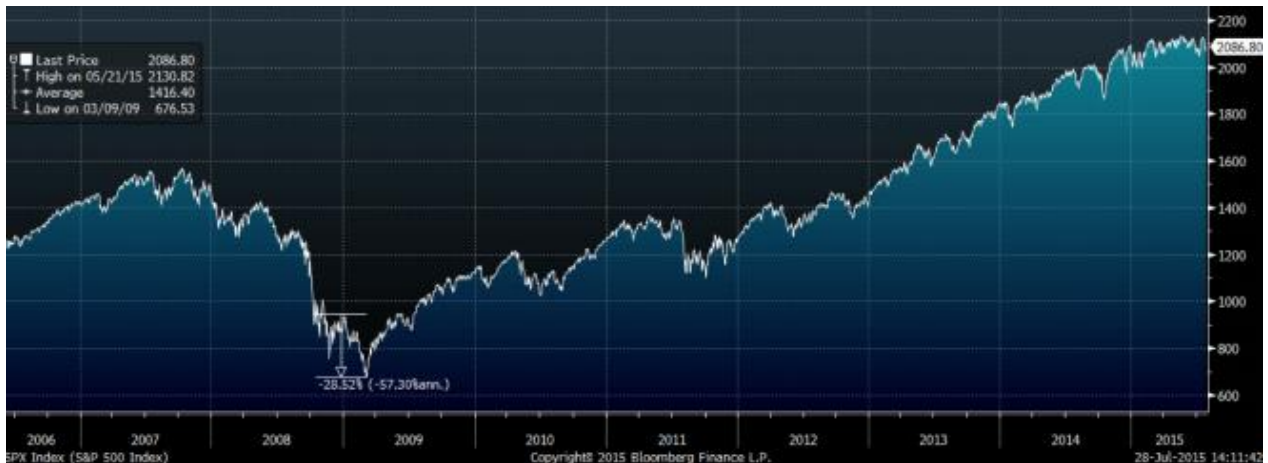
3.5 COMPRAR NAS CRISES

Em plena crise de 2008, quando todos estavam discutindo o provável fim do modelo capitalista nos Estados Unidos e desconfiando dos fundamentos da economia americana, Warren Buffett estava se aproveitando de mais uma oportunidade de comprar ações a preços atrativos.

No dia 16 de outubro de 2008, Buffett publicou um artigo chamado *Buy American. I Am.*, no qual ele comentou que no curto prazo de fato haveria uma elevação de desemprego e piora no crescimento econômico, mas que, mesmo assim, ele estaria comprando ações naquele momento.

Após o seu artigo, supondo que ele comprou naquele exato dia, ocorreu uma queda ainda de cerca de -28,5% após sua compra. Mesmo assim, quando se analisa atualmente vê-se que Buffett obteria um retorno superior a 200% (retorno do S&P entre outubro de 2008 e setembro de 2019).

Figura 3 – Queda na Bolsa americana após artigo do Buffett



Fonte: Bloomberg (2019).

Até Buffett que é considerado um dos maiores investidores de todos os tempos, não conseguiu saber exatamente o momento de maior baixa para conseguir comprar e, mesmo assim, teve um retorno bastante satisfatório.

Em 2015, aconteceu algo parecido na economia brasileira, na maior crise da história econômica. O consenso era que investir em ações era perigoso e que a renda fixa era muito mais segura e rentável, dado o alto patamar de juros.

A verdade é que, na prática, não é rentável esperar o mercado e a economia melhorarem para depois começar a investir; o mercado antecipa a melhora. Portanto, o ideal é investir em momento de crise, pois o mercado tende a exagerar tendências (GRAHAM, 1973).

3.6 A IMPORTÂNCIA DO CAIXA

Para se aproveitar de crises e de eventuais quedas de preço, é necessário o investidor ter caixa no seu portfólio. Caso um investidor esteja 100% alocado em ações, ele não irá conseguir comprar mais em um momento de queda e se aproveitar de possíveis oportunidades (FREEMAN-SHOR, 2015).

Para o investidor de valor, uma queda de preço é algo positivo, desde que não haja nenhuma mudança nos fundamentos por trás do ativo, diminuindo o seu valor. Ou seja, uma queda de preço sem alteração dos fundamentos é uma oportunidade de comprar mais barato. Em suma, quanto menor o preço, mantendo os resultados operacionais constantes, mais atrativa fica uma ação (KLARMAN, 1991).

Conforme Graham afirma, o mercado muitas vezes é irracional e exagera nos movimentos. Nesse contexto, as cotações das empresas variam de maneira muito mais intensa do que os fundamentos por trás das empresas. Portanto, muitas vezes as variações de preço não possuem nenhum significado a não ser uma oportunidade de comprar mais barato.

Uma posição em caixa é a maneira mais barata de fazer *hedge*. Mantendo uma posição em caixa é possível se aproveitar das quedas sem precisar acertar o *timing* dos movimentos, como em uma estrutura com opções, por exemplo. Dessa maneira, o caixa serve para reduzir a incerteza.

3.7 DIVERSIFICAÇÃO DO PORTFOLIO E RISCO

O consenso acredita que diversificar uma carteira de investimentos é uma maneira inteligente de ser reduzir o risco de um portfólio. Segundo o *mainstream* (teoria moderna de portfólio), o risco é medido pelo desvio padrão e pode ser minimizado de maneira ótima buscando ativos com baixa correlação (MARKOWITZ, 1971).

Contudo, para os *Value Investors*, o desvio padrão, juntamente com o conceito de volatilidade, não é uma medida de risco adequada. Para eles, risco está associado à possibilidade de perda permanente de capital, a qual depende da variação dos resultados operacionais de uma companhia (GREENWALD, 2001).

Inclusive, diversificar demais pode ser negativo, por afastar o investidor do seu círculo de competência (CONNORS, 2010).

Como foi explicado anteriormente, para um investidor de valor, se as ações caem e o resultado operacional fica estável, é algo positivo. O *Value Investing* foca nos fundamentos por trás da empresa; cada decisão de compra é uma escolha de quanto pagar pelo resultado operacional da empresa; portanto, quanto menor o preço, mais atrativa será essa relação (PABRAI, 2007).

O preço é a variável que mais influencia na montagem do portfólio. Caso uma ação suba demais sem uma melhora de fundamentos, ela se torna menos atrativa relativamente, pois sua margem de segurança diminui (KLARMAN, 1991).

Portanto, com relação à mudança de uma empresa por outra dentro de um portfólio, só deve ocorrer caso apareça alguma oportunidade melhor de investimento, possuindo uma margem de segurança maior e um *gap* maior entre preço e valor.

3.8 PROCURANDO EMPRESAS PARA INVESTIR

Somente porque uma ação caiu 50% não significa que, após isso, ela se encontra em um patamar atrativo de *valuation* que justificaria o investimento. Depende dos fundamentos por trás da empresa (LYNCH; ROTHCHILD, 1994).

A primeira questão a ser investigada é entender a rentabilidade da empresa, antes mesmo de analisar o preço. É possível tentar entender se a companhia possui um bom negócio através do ROE, por exemplo. Dessa maneira, é possível ver se a companhia é rentável e sólida, sobretudo se tiver por um longo período de tempo um ROE acima do custo de capital do acionista (k_e) (DORSEY, 2009).

O ideal é nunca analisar os fundamentos operacionais de uma empresa somente em período de tempo isolado, por exemplo, um trimestre ou um ano. Olhar por prazos maiores ajuda a identificar a sustentabilidade daqueles dados operacionais (MÁLAGA, 2012).

O ROE significa retorno sobre o investimento, o qual nada mais é que mensurar a eficiência dos lucros para o acionista. Por exemplo, isoladamente, uma empresa reportar um lucro de R\$ 1.000.000 não é uma informação suficiente para saber se foi algo positivo ou não, depende do capital investido pelos acionistas (MÁLAGA, 2012).

A dificuldade para investir nessas companhias de qualidade é que, não sendo em um momento de crise, empresas diferenciadas que rentabilizam acima do seu custo de capital normalmente negociam em um *valuation* muito elevado. Dessa maneira, um diferencial comportamental do investidor é a paciência para saber esperar oportunidades de alguma irracionalidade do mercado para poder se tornar sócio dessas companhias a preços atrativos (KAUFMAN, 2005).

Após analisar a lucratividade e rentabilidade de uma empresa olhando o passado por um prazo longo, é preciso entender se a empresa permanecerá com essa rentabilidade no futuro. Nesse sentido, é necessário entender a capacidade da companhia de defender suas vantagens competitivas que lhe possibilitam gerar valor para seus acionistas (GREENWALD, 2001).

Nesse contexto, Buffett chama essas barreiras de defesa de *moats*, que é uma referência aos fossos dos castelos medievais, os quais serviam de proteção na Idade Média. Como visto anteriormente, um diferencial para uma companhia não é somente manter suas barreiras, mas expandi-las ao longo do tempo, criando novas barreiras.

Empresas que conseguem ter sólidas *moats* possuem pouca variabilidade dos seus resultados e conseguem atravessar momentos péssimos da economia sem ter seus resultados muito afetados (CUNNINGHAM, 2002).

Esse é um diferencial de análise oriundo de Buffett e Munger, focar não somente em questões quantitativas, mas também dar um peso relevante a questões qualitativas.

As demonstrações financeiras de uma companhia trazem apenas informações financeiras de maneira superficial. O diferencial em uma boa análise é entender a história por trás que gerou aqueles números nos demonstrativos financeiros e para isso é necessário entender profundamente o modelo de negócio de cada empresa e o contexto setorial (FISHER, 2003).

3.9 BARREIRAS DE ENTRADA

Um dos fatores qualitativos mais importantes é a existência de barreira de entrada, pois possibilita a sustentabilidade de rentabilidades elevadas no longo prazo, protegendo a entrada de novos competidores (GREENWALD, 2001).

Existem diversos tipos de barreiras de entrada: licenças do governo, investimentos em capital muito altos, ganhos de escala, diferenciação de produto etc. Todos esses fatores atuam no sentido de impedir que novos concorrentes consigam drenar a rentabilidade que a empresa tem naquele negócio (CONNORS, 2010).

Em um negócio altamente rentável, mas sem barreiras de entrada, por mais que possa ser lucrativo olhando para o passado, a entrada de novos concorrentes

que são atraídos por esse retorno, acaba diminuindo a rentabilidade daquele negócio. Por exemplo, caso não haja uma diferenciação de marca, produtos ou preço, os consumidores passam também a consumir dos novos entrantes no mercado; partindo da premissa que a demanda pelo produto não muda, ocorre, portanto, uma diminuição do volume vendido pela empresa.

Outro ponto a ser analisado é a ameaça de substitutos (PORTER, 1989), que é a possibilidade de os consumidores trocarem o produto da empresa por um produto substituto. Nesse contexto, uma barreira de entrada importante é a marca, pois uma percepção de valor grande permite à empresa cobrar mais pelos seus produtos e, mesmo tendo preço mais alto que seus competidores, não seja ameaçada por produtos substitutos.

Também é importante analisar qual o poder de barganha dos consumidores do produto. Por exemplo, normalmente, quando o principal cliente é maior do que a própria companhia acaba tendo grande poder de barganha. Quando existe poder de barganha dos consumidores a empresa possui menos controle do preço final e mais dificuldade de repassar um eventual aumento de custos. O mesmo risco existe do lado do fornecimento: possuir concentração em um grande fornecedor pode ser um risco para um negócio, pois proporciona muito poder de barganha para esse fornecedor.

Após compreender o modelo de negócio e a estratégia de uma empresa é possível verificar nos demonstrativos financeiros se a empresa de fato está acertando ou não na sua estratégia. Junto a isso é necessário entender a sustentabilidade da rentabilidade no futuro, sempre buscando entender em quais mercados a companhia pretender crescer, pois novos investimentos podem ter um retorno sobre o capital inferior ao retorno atual da companhia (GREENWALD, 2001).

É necessário também compreender o contexto setorial em que uma companhia está inserida, buscando entender se existem mudanças disruptivas que possam afetar esse mercado no futuro. Além disso, o ambiente competitivo também é de suma importância; mercados imperfeitos, como oligopólios e monopólios, são mais positivos do ponto de vista empresarial, possibilitando rentabilidades elevadas.

Buffett procurava buscar por negócios simples, de fácil entendimento e que não estejam em um setor sujeito a grandes mudanças. Dessa maneira, é interessante tentar estimar se o modelo de negócio da empresa daqui a 10 anos, por exemplo, permanecerá existindo.

Após verificar que uma empresa possui uma boa rentabilidade e que irá conseguir manter essa rentabilidade no futuro, é preciso analisar a qualidade dos novos investimentos da companhia, ou seja, onde ela está reinvestindo o caixa gerado. As melhores empresas irão conseguir usar sua alta rentabilidade para reinvestir em elevadas taxas de retorno sem diluir sua rentabilidade futura (CUNNINGHAM, 2002).

É importante destacar que muitas vezes novos investimentos não necessariamente vão conseguir entregar um retorno igual ou maior do que a companhia possuía. Existem casos em que os novos investimentos possuem retorno sobre o capital menor do que o custo de capital da companhia, sinalizando que fazer esse investimento destrua valor para os acionistas.

Nesse sentido, surge a importância do cuidado com a alocação de capital. Em um caso que os investimentos futuros possuam retorno inferior ao custo de capital, surgem alternativas como fazer M&A's ou até distribuir dividendos; portanto, é importante buscar empresas com uma gestão com um bom *track record*, pois eles serão responsáveis por essa decisão de alocação de capital (CONNORS, 2010).

Em suma, para tomar uma decisão de investimento, é preciso olhar primeiro para o negócio, para depois entender os aspectos financeiros. Os demonstrativos financeiros são apenas um reflexo de todos os fatores qualitativos analisados acima.

3.10 MODELO DE ESTIMAR RENTABILIDADE FUTURA

Uma das maneiras de estimar a rentabilidade futura de um investimento é considerar um múltiplo P/L, ROE e taxa de reinvestimento fixos (GOEDHART; KOLLER, 2010).

Definindo os seguintes conceitos:

$$ROE = \frac{L}{PL} \quad (2)$$

Onde:

L: Lucro Líquido

PL: Patrimônio Líquido

O ROE é uma medida de rentabilidade para o acionista de um negócio.

$$\text{Preço/Lucro} = \frac{P}{L} \quad (3)$$

Onde:

P: Valor de mercado da Empresa

L: Lucro Líquido

O múltiplo P/L é uma medida relativa de avaliação do *valuation* de uma empresa. Basicamente, ele mostra ao investidor quantas vezes ele está pagando pelos lucros da companhia. Outra maneira de pensar é que é uma espécie de *payback* se considerarmos que todo lucro será distribuído via dividendos e que o lucro se manterá constante ao longo do tempo. Por exemplo, um múltiplo de 10x significaria que em 10 anos o investidor receberia todo o seu investimento em lucros, caso essas premissas fossem atendidas (POVOA, 2012).

$$\text{Taxa de Reinvestimento} = \frac{\text{Proventos}}{\text{Lucro}} \quad (4)$$

O racional para estimar o retorno futuro é que, sabendo qual o ROE e qual a taxa de reinvestimento, é possível saber qual vai ser o patrimônio líquido e o lucro líquido no futuro. Dessa maneira, através do múltiplo P/L é possível estimar qual o preço futuro projetado.

Na prática, mantendo o P/L estável, uma ação com 10% de ROE que reinveste 50% dos seus lucros deveria ter uma valorização de 5% ao ano.

$$\begin{aligned} \text{Crescimento de Lucros} &= \text{ROE} \times \text{Taxa de Reinvestimento} \\ \text{Dividendos} &= \frac{\text{Lucro}}{\text{Preço}} \times (1 - \text{Taxa de Reinvestimento}) \end{aligned} \quad (5)$$

O racional é que o crescimento de lucros esteja relacionado à rentabilidade da empresa e o quanto dessa rentabilidade é reinvestida na empresa.

Na tabela abaixo é possível perceber essa relação. No ano 1, a empresa teve um lucro de R\$ 10 MM e possuía um patrimônio líquido de R\$ 100 MM; logo, a

empresa teve um ROE de 10%. Supondo que a taxa de reinvestimento seja 50%, o patrimônio líquido da empresa no ano 2 será R\$ 105 MM, um aumento de R\$ 5 MM, referente à 50% do lucro do ano 1. Nesse contexto, mantendo o ROE constante em 10% e multiplicando pelo patrimônio líquido do ano 2, chega-se a um lucro projetado de R\$ 10,5 MM, representando um crescimento de 5% em relação ao ano 1.

Tabela 1 – Indicadores para Cálculo da Rentabilidade Esperada de uma Ação

	Ano 1	Ano 2
Taxa de Reinvestimento	50%	50%
Lucro (MM)	10	10,5
Patrimônio Líquido (MM)	100	105
ROE	10%	10%
Crescimento Lucro YoY	n.a	1,05

Fonte: Elaborado pelo autor.

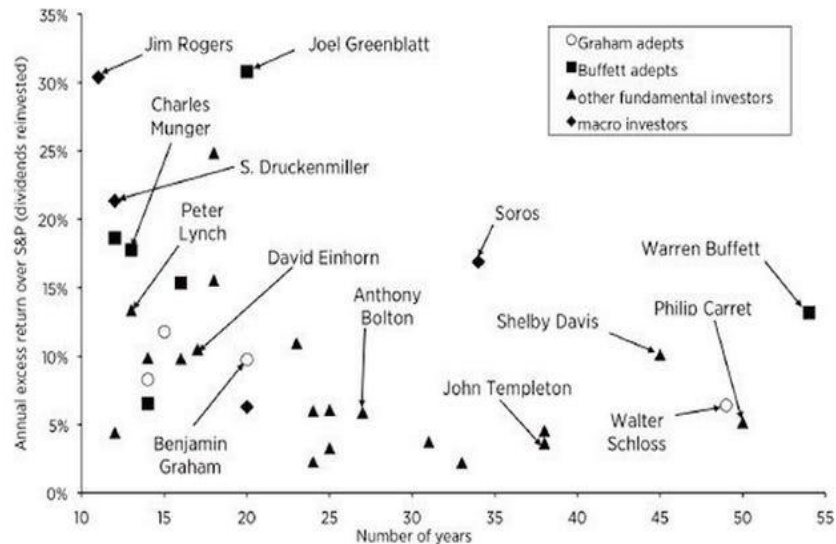
Outro ponto a ser analisado é que, dependendo do múltiplo P/L que o investidor pagar ele irá receber uma quantidade diferente de dividendos, supondo que todo lucro é distribuído via dividendos. Por exemplo, ao comprar a um múltiplo de 10x P/L o investidor receberá em dividendos 10% (L/P). Nesse caso, como a empresa possui uma taxa de reinvestimento de 50%, o dividendo recebido seria de 5%.

3.11 RENTABILIDADE ESPERADA

O exercício anterior é interessante também para ilustrar a possibilidade de qual retorno seria possível atingir investindo em ações.

Figura 4 – Retorno acima do S&P de Investidores Seleccionados

Figure 1: Approximate excess returns versus the S&P 500 Index (with dividends reinvested) of top investors



Fonte: Lopes (2014).

Conforme ilustrado no gráfico anterior, que apresenta o excesso de retorno de alguns investidores com relação à Bolsa americana, poucos conseguem um retorno superior a 15% a.a. acima da Bolsa americana, sobretudo quando se analisa em um prazo mais dilatado.

Em suma, na visão desse ferramental, o ideal seria buscar por empresas com ROE alto e taxa de reinvestimento alta.

4 AVALIAÇÃO DO VALOR JUSTO

Nesta parte do trabalho, pretende-se realizar uma avaliação prática do valor justo da empresa Dimed Distribuidora de Medicamentos. Após esse cálculo, será feita a comparação do valor justo com o valor de mercado, visando avaliar se existe uma margem de segurança para realizar um investimento na empresa, seguindo os princípios do *Value Investing*.

Para o cálculo do valor justo da companhia será utilizada a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado, a qual é a mais utilizada e a mais completa.

A metodologia do Fluxo de Caixa Descontado consiste em projetar os fluxos de caixa futuros de uma empresa com base em diversas premissas operacionais e trazer esses fluxos de caixa a valor presente utilizando uma taxa de desconto (POVOA, 2012).

Conforme Damodaran (2017), o valor justo de uma empresa está intimamente relacionado com a história dessa companhia. Ou seja, é necessário compreender de maneira profunda uma empresa antes de se utilizar qualquer metodologia de avaliação. Portanto, o primeiro passo será analisar a companhia e o seu setor de atuação.

4.1 A EMPRESA

O Grupo Dimed é formado por três principais negócios: a rede de farmácias Panvel, a distribuidora de medicamentos e perfumaria Dimed e o Laboratório Lifar.

A Panvel possui mais de 50 anos de história e é a maior rede de farmácias do sul do Brasil, atingindo cerca de 26 milhões de clientes por ano. A companhia possui mais de 400 lojas nos Estados do Rio Grande do Sul – seu principal foco –, Santa Catarina, Paraná e São Paulo.

A rede de farmácias Panvel possui mais de 15 mil itens diferentes nas suas lojas, como medicamentos e perfumaria. Um dos principais diferenciais competitivos da Panvel com relação às outras farmácias é os seus produtos de marca própria.

É a maior linha de marca própria do país, comercializando mais de oito milhões de unidades por ano, possuindo mais de 500 itens, os quais são divididos em 18 submarcas. A empresa foi inclusive pioneira em relação a produtos de marca própria, iniciando em 1987, antes de todas as outras redes farmacêuticas. Entre os

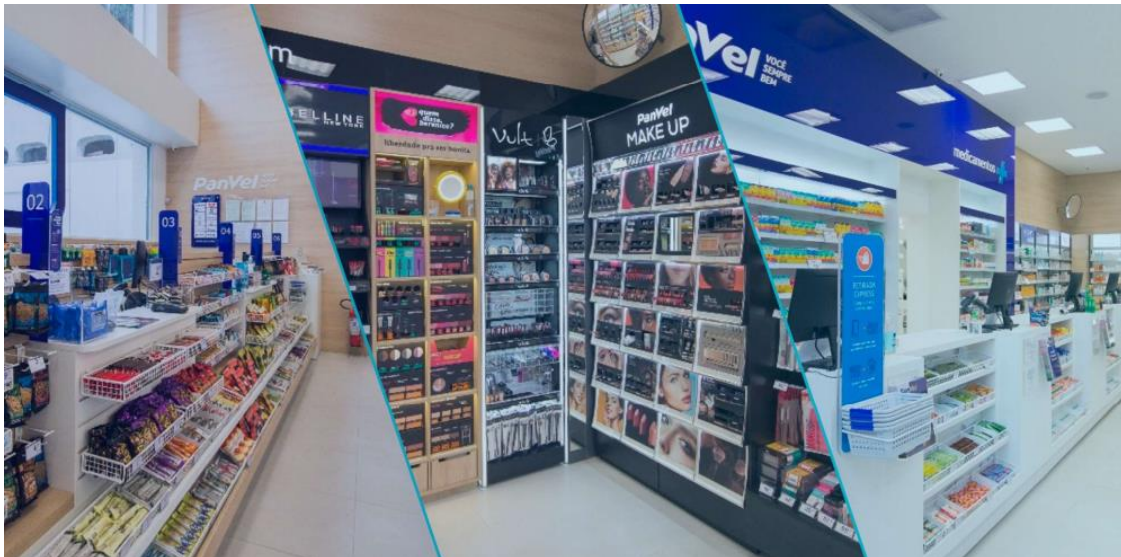
produtos de marca própria estão itens como maquiagem, protetor solar, produtos ortopédicos etc.

A Panvel realiza suas vendas através de mais de um canal, não ficando restrita a somente suas lojas físicas. A empresa possui o “Alô Panvel”, que é um serviço de *call center* com mais de 200 colaboradores fazendo vendas e também realiza vendas através do seu *e-commerce* panvel.com, juntamente com seu aplicativo, os quais atendem todo o Brasil (GRUPO DIMED, 2019).

A Panvel possui quatro tipos de lojas diferentes: *express*, Bem Estar & Beleza, *flagship* e lojas promocionais. As lojas *express* possuem formato reduzido e têm um foco maior em agilidade, sendo encontradas normalmente próximas a hospitais, universidades e postos de gasolina.

As lojas promocionais buscam atender compras com foco em custo benefício e são localizadas em pontos estratégicos, como centros urbanos. As lojas Bem Estar & Beleza possuem um atendimento em forma de consultoria, focando na experiência de compra do consumidor. Por fim, o formato *flagship* é um tipo de loja conceito e reúne as melhores marcas nacionais e internacionais.

Figura 5 – Loja Bem Estar & Beleza Panvel



Fonte: Grupo Dimed. Apresentação Institucional.

Figura 6 – Loja Promocional Panvel



Fonte: Grupo Dimed. Apresentação Institucional.

Figura 7 – Loja Express Panvel



Fonte: Grupo Dimed. Apresentação Institucional.

Visando a uma maior aproximação com seu consumidor, a Panvel criou o Panvel Fidelidade, em 2006, que é um cartão de fidelidade, no qual o cliente acumula pontos que podem ser convertidos em produtos ou em descontos. O programa já conta com mais de quatro milhões de participantes (GRUPO DIMED, 2019).

É importante destacar que a maior parte dos produtos de marca própria da Panvel são fabricados pelo laboratório Lifar. O laboratório foi adquirido pelo grupo

em 1969 e, além dos produtos de marca própria, também produz medicamentos, cosméticos e alimentos (GRUPO DIMED, 2019).

A Lifar possui o certificado da Anvisa de boas práticas para medicamentos, o que atesta a qualificação dos produtos. Os produtos produzidos pelo laboratório não são somente distribuídos nas filiais da Panvel, mas também em outras redes de farmácias, supermercados e atacados (GRUPO DIMED, 2019).

Por fim, a Dimed é uma das maiores distribuidoras do Brasil, atendendo o Rio Grande do Sul, Santa Catarina e Paraná, possuindo mais de 6.500 clientes mensais. Foi a primeira empresa fundada pelo grupo, em 1967, e também a primeira distribuidora de medicamentos do Brasil. Possui aproximadamente 16 mil itens para distribuição e entrega cerca de 48 milhões de unidades por mês (GRUPO DIMED, 2019).

O grupo entende que existe uma grande sinergia entre as três empresas, o que gera um poder de barganha maior com fornecedores, impactando positivamente a companhia como um todo. Também ocorre uma diluição de despesas operacionais, sobretudo de logística, aumentando ainda mais a competitividade da empresa (GRUPO DIMED, 2019).

Em 2014 o grupo inaugurou sua nova sede em Eldorado do Sul, contando com um moderno centro de distribuição, com mais de 17 mil metros quadrados.

Figura 8 – Organograma Panvel



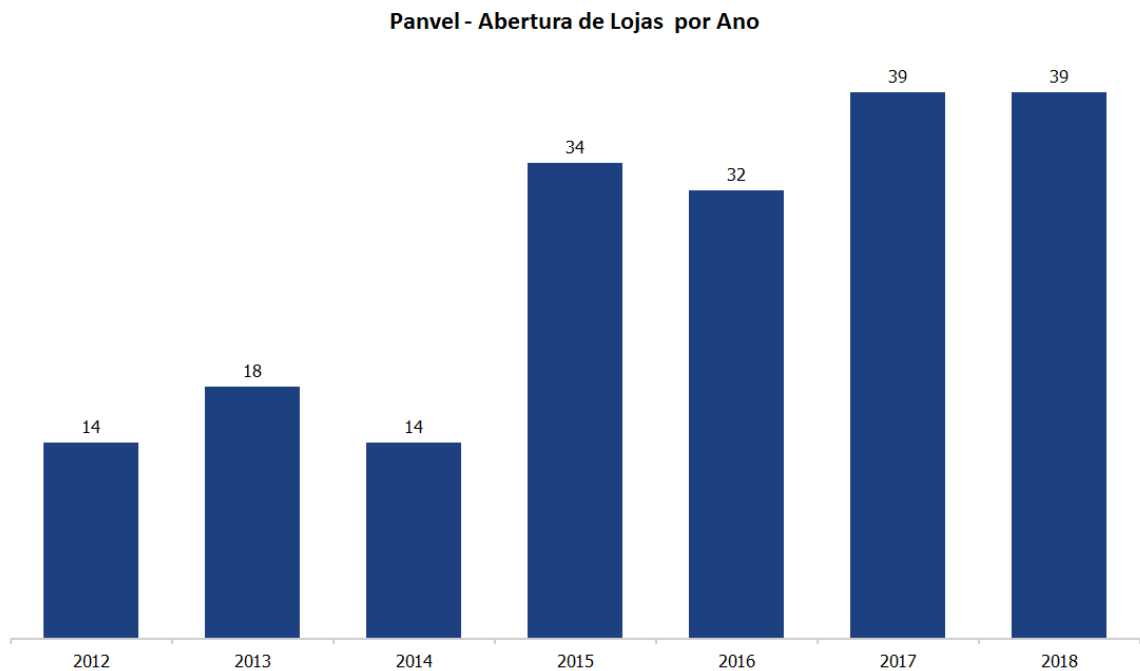
Fonte: Grupo Dimed. Apresentação Institucional.

Como é possível ver na figura acima, a companhia possui um bloco de controle formado pelas famílias Mottin, Weber e Pizzato, juntamente com o fundo de investimento *IP Capital Partners*. Além disso, cerca de 31,8% das ações da companhia possuem circulação na Bolsa de Valores.

É necessário destacar que, mais recentemente, em setembro de 2019, ocorreu uma negociação privada onde a Kinea Investimentos comprou 90% da participação da *IP Capital Partners*.

De 2012 a 2018 a companhia manteve uma média de abertura de 27 lojas por ano. Conforme é possível ver na figura abaixo, nos últimos 4 anos a empresa está com um plano de expansão mais agressivo, abrindo sempre mais de 30 lojas nos últimos 4 anos.

Figura 9 – Panvel – Abertura de Lojas por Ano



Fonte: Elaborado pelo autor, com base na Apresentação Institucional do Grupo Dimed.

Quando se analisa o *Market Share* da companhia com base em dados de dezembro de 2018, é possível ver que a empresa é líder de mercado no Estado do Rio Grande do Sul (ver Tabela 2). É necessário destacar que esses dados são referentes à *sellout*, ou seja, venda para o consumidor final.

Tabela 2 – *Market Share* Panvel

Market Share	
Local	%
RS	35,70%
SC	11,40%
PR	10,30%
Região Sul	23,90%

Fonte: Elaborado pelo autor, com base na Apresentação Institucional do Grupo Dimed.

Ao se analisar a distribuição das lojas da companhia, fica evidente a concentração de lojas no Rio Grande do Sul, o que está relacionado com o alto *Market Share*, que a companhia tem no Estado.

Porém, é necessário destacar que a empresa possui praticamente o mesmo *Market Share* em Santa Catarina e no Paraná, possuindo 23 lojas a menos em Santa Catarina em comparação com o Paraná. Além disso, é possível verificar que a empresa ainda possui poucas lojas no Estado de São Paulo, onde a companhia começou a atuar em 2016 e a competição é muito forte com outras grandes redes farmacêuticas.

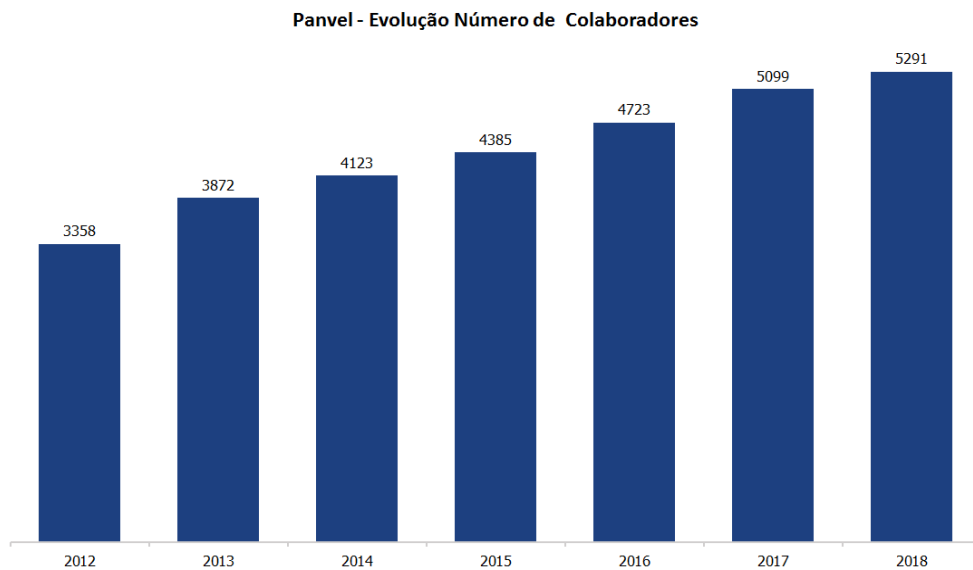
Tabela 3 – Quantidade de Lojas Panvel

Lojas	
Local	Quantidade
RS	314
SC	38
PR	61
SP	5
Total	418

Fonte: Elaborado pelo autor, com base na Apresentação Institucional do Grupo Dimed.

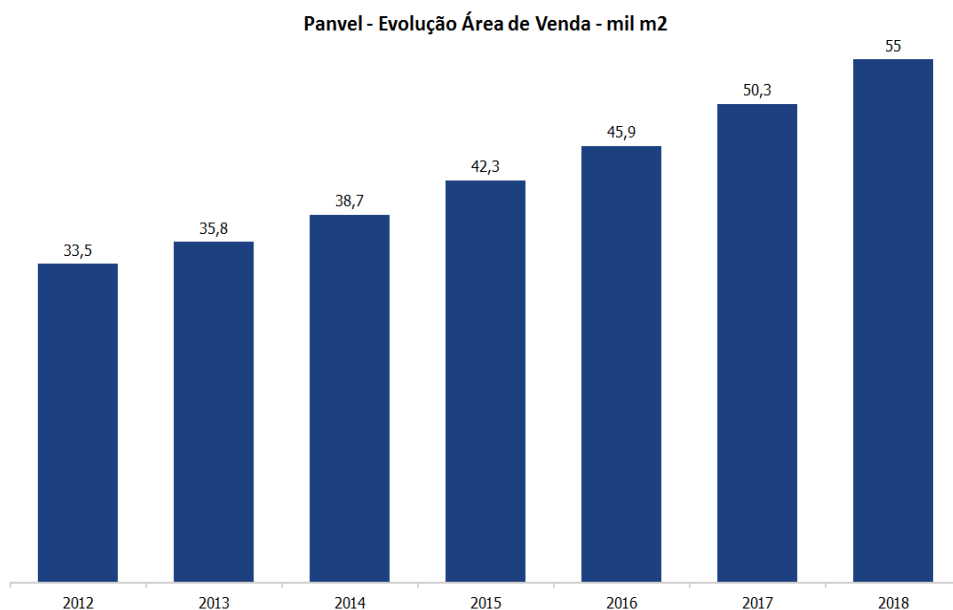
Nos gráficos abaixo é possível verificar que ocorreu uma forte evolução da área de venda (ver Figura 11), o que era esperado, dado o número de abertura de lojas que foi exposto anteriormente. Nesse sentido, é necessário destacar que esse aumento da área de vendas está correlacionado com o aumento do número de colaboradores da companhia (ver Figura 10).

Figura 10 – Panvel – Evolução Número de Colaboradores



Fonte: Elaborado pelo autor, com base na Apresentação Institucional do Grupo Dimed.

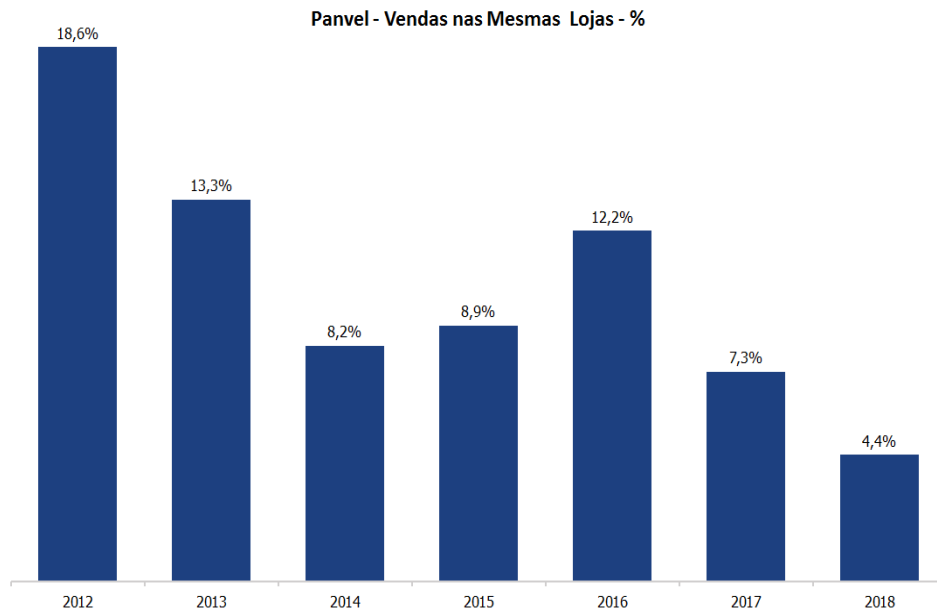
Figura 11 – Panvel – Evolução Área de Venda



Fonte: Elaborado pelo autor, com base na Apresentação Institucional do Grupo Dimed.

No gráfico abaixo, é possível verificar o indicador de vendas nas mesmas lojas, também conhecido como *Same Store Sales*. Esse indicador é muito importante no setor de varejo e mede o crescimento de receitas das lojas já existentes, ou seja, excluindo o crescimento de receita oriunda da abertura de novas lojas.

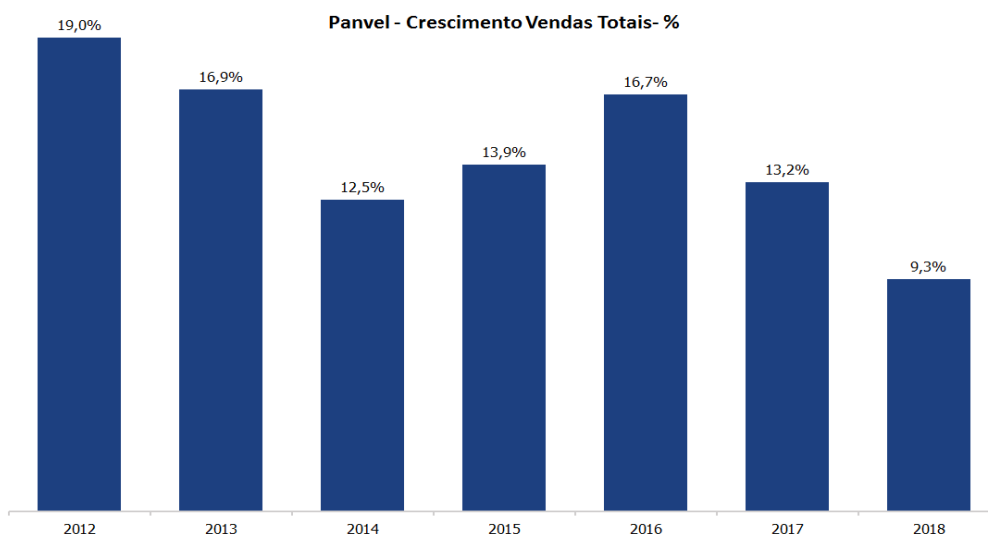
Figura 12 – Panvel – Vendas nas Mesmas Lojas



Fonte: Elaborado pelo autor, com base na Apresentação Institucional do Grupo Dimed.

É possível verificar uma queda do indicador de vendas nas mesmas lojas, o que está em linha com o desempenho da economia brasileira, a qual teve uma piora significativa dos seus fundamentos desde 2012. No gráfico abaixo, é ver o crescimento total de receita da Panvel, o qual considera também o efeito da abertura de novas lojas.

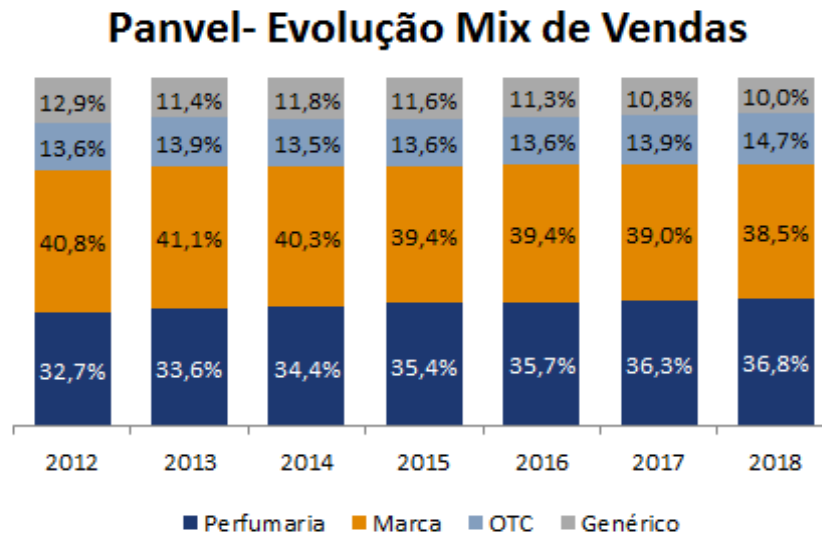
Figura 13 – Panvel – Crescimento de Receita Total



Fonte: Elaborado pelo autor, com base na Apresentação Institucional do Grupo Dimed.

Na figura abaixo verifica-se a evolução do percentual de vendas por tipo de produto da companhia. É possível verificar que a vertical de perfumes vem evoluindo desde 2012 e representa um percentual cada vez maior da receita da Panvel.

Figura 14 – Panvel – Evolução do Mix de Produtos



Fonte: Elaborado pelo autor, com base na Apresentação Institucional do Grupo Dimed.

4.2 O SETOR

O setor de saúde, no qual o grupo Dimed está inserido, possui diversos vetores de crescimento favoráveis. Nesse sentido, um dos principais pontos a serem destacados é o envelhecimento da população brasileira, como é possível ver na figura abaixo. A evolução da expectativa de vida no Brasil contribui diretamente para isso.

Figura 15 – Evolução Expectativa de Vida Brasil

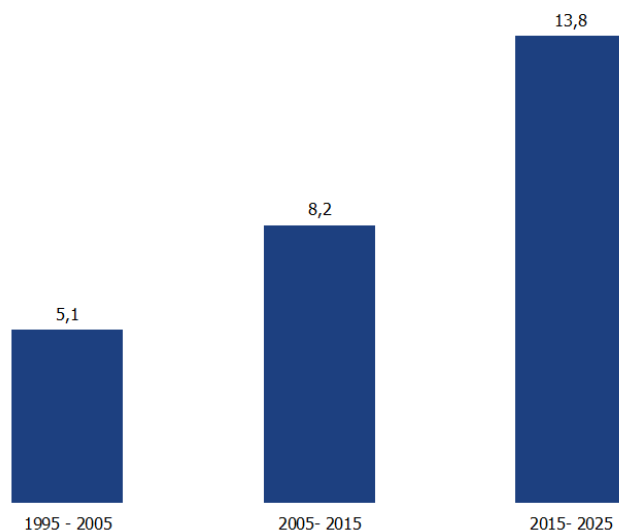


Fonte: Elaborado pelo autor, com base em ANS e IBGE.

A figura abaixo faz uma comparação do crescimento da população brasileira com mais de 60 anos de idade a cada período de 10 anos. Como é possível ver, existe uma projeção de um aumento de 13,8 milhões de pessoas passando a ter mais 60 anos de idade entre 2015 e 2025.

Figura 16 – Crescimento da População Brasileira com Mais de 60 anos

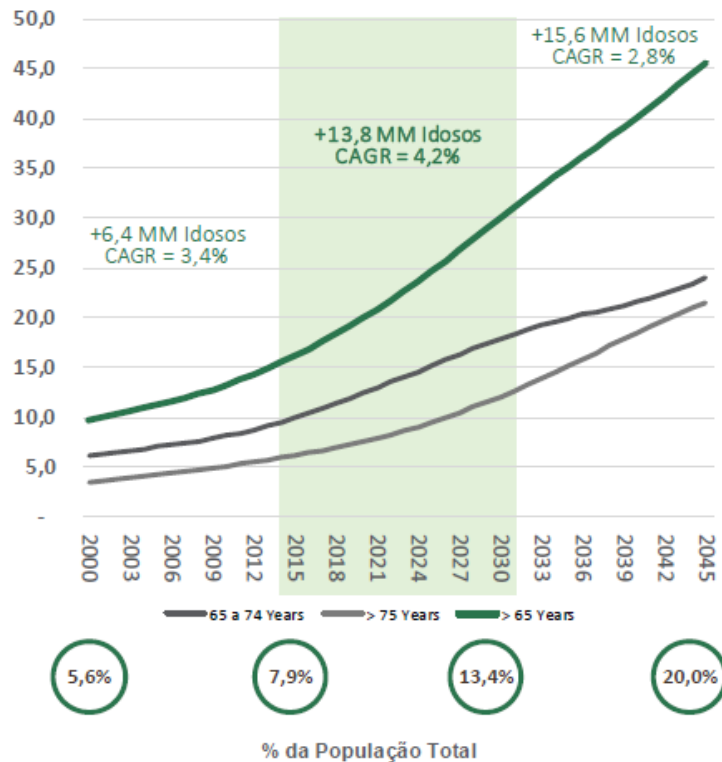
Crescimento da população com mais de 60 anos em MM



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em ANS e IBGE.

Nos próximos anos o Brasil passará por uma transformação demográfica nunca vista antes. Como é possível ver na figura abaixo, a população com mais de 65 anos evoluirá de aproximadamente 16 milhões de pessoas para cerca de 30 milhões em 2032.

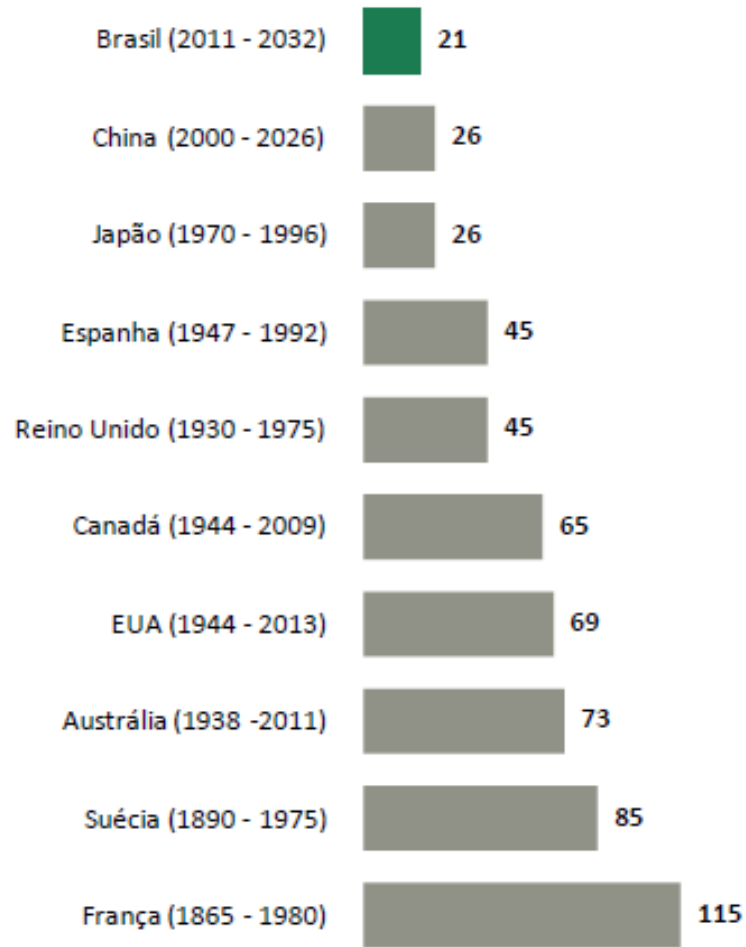
Figura 17 – População brasileira acima de 65 Anos – Milhões de pessoas



Fonte: Raia Drogasil. Apresentação institucional.

É importante destacar que a transformação demográfica que o Brasil enfrentará ocorrerá em um ritmo muito acelerado. A figura abaixo faz uma comparação entre países com relação ao número de anos para a população com mais de 65 anos de idade evoluir de 7% do total da população até 14%.

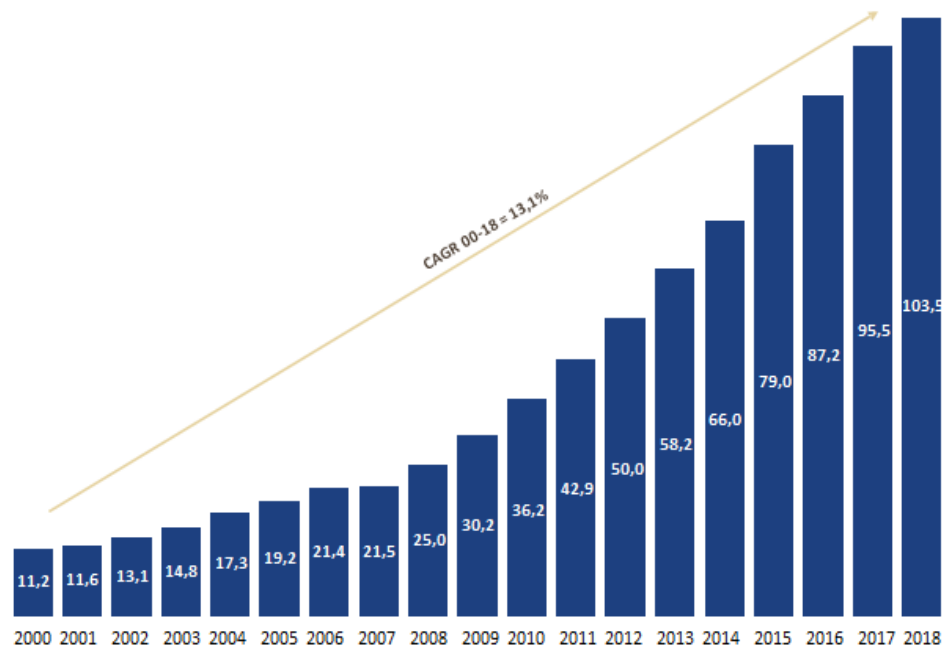
Figura18 – Tempo para o aumento da população 65+ de 7% para 14% do total



Fonte: Raia Drogasil. Apresentação institucional.

Quando se analisam dados desde 2000 é possível ver que o mercado farmacêutico vem crescendo de maneira sólida a uma taxa de crescimento anual composta de 13,1%. Com base nos dados apresentados anteriormente, acredita-se que o Brasil conseguirá manter esse crescimento acelerado para os próximos anos.

Figura 19 – Crescimento do Mercado Farmacêutico – R\$ bilhões



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Euromonitor International.

Quando se analisa as maiores empresas do segmento farmacêutico por receita bruta, a Panvel, que pertence ao grupo Dimed, aparece na quinta posição, atrás de nomes como Raia Drogasil, Grupo DPSP, Farmácias Pague Menos e Farmácias São João.

Tabela 4 – Ranking Redes Farmacêuticas

Ranking de Drogarias	Receita Bruta (bilhões)*	Lojas	EBITDA (milhões)	EBITDA (margem)
1 st 	R\$ 15,5 +12%	1.825 +13%	R\$ 1.195 +6%	7,7% - 0,5 p.p.
2 nd 	R\$ 9,5* +3%	1.319 +7%	R\$ 539 -18%	5,7% - 1,4 p.p.
3 rd 	R\$ 6,6 +5%	1.165 +8%	R\$ 247 -14%	3,7% - 0,9 p.p.
4 th 	R\$ 3,0 +13%	700 -	-	-
5 th 	R\$ 2,3** +10%	418 +5%	R\$ 150 +17%	5,8% + 0,4 p.p.
6 th 	R\$ 2,1 +8%	433 +10%	-R\$ 47 N/A	-2,2% - 3,0 p.p.

Fonte: Raia Drogasil. Apresentação institucional.

É necessário destacar que o mercado farmacêutico, apesar do forte crescimento e de empresas grandes no setor, é ainda muito pulverizado. Conforme é possível verificar na figura abaixo, o *Market Share* de empresas independentes é de cerca de 30%. Ou seja, há ainda um grande espaço para consolidação no setor.

Figura 20 – *Market Share* Nacional Redes Farmacêuticas

9,2%	9,8%	10,8%	11,4%	11,8%	12,9%
18,6%	17,5%	16,3%	16,4%	16,3%	16,1%
22,5%	24,7%	24,9%	23,9%	23,3%	22,6%
17,2%	15,9%	16,7%	17,6%	18,4%	18,8%
32,5%	32,1%	31,3%	30,7%	30,3%	29,7%
2014	2015	2016	2017	2018	1S19
■ Independentes ■ Assoc./Franq. ■ Outras Redes ■ Abrafarma #2 a 5 ■ RD					

Fonte: Raia Drogasil. Apresentação institucional.

4.3 AÇÕES DA DIMED: COMPRAR OU VENDER?

Para avaliação do valor justo do Grupo Dimed utilizar-se-á a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado, que define o valor justo como a soma de todos os fluxos de caixa que a empresa irá gerar e desconta esses fluxos a uma taxa de desconto que reflita o risco do negócio (POVOA, 2012).

Para fazer esse cálculo realiza-se uma projeção explícita dos fluxos de caixa esperados em um período que seja possível ter maior visibilidade, que normalmente é um prazo de 5 ou 10 anos.

Após isso, como a empresa continuará existindo após esse período de projeção explícita, se realiza o cálculo da perpetuidade, que pode ser calculado utilizando um múltiplo de saída ou uma premissa de taxa de crescimento constante.

Valor da Projeção Explícita dos Fluxos de Caixa Iniciais

$$\text{Valor (t)} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Fluxo de Caixa (t)}}{(1 + \text{Taxa de Desconto})^t} \quad (6)$$

Valor da Perpetuidade Pelo Método de Taxa de Crescimento Constante

$$\text{Valor (t)} = \frac{\text{Fluxo de Caixa (t + 1)}}{(\text{Taxa de Desconto} - \text{Taxa de Crescimento})} \quad (7)$$

Valor da Perpetuidade Pelo Método do Múltiplo de Saída

$$\text{Valor (t)} = \text{EBITDA(t)} \times \text{Múltiplo Justo de Saída} \quad (8)$$

Será utilizada a projeção de fluxos de caixa para firma, que tem como definição ser o caixa disponível para acionistas e para credores após impostos, investimento em imobilizado e investimento em capital de giro (POVOA, 2012).

$$\text{Fluxo de Caixa Para Firma} = \text{NOPAT} + \text{D\&A} - \Delta\text{NCG} - \text{CAPEX} \quad (9)$$

Onde:

NOPAT: Lucro operacional após imposto de renda

D&A: Depreciação e Amortização

NCG: Necessidade de Capital de Giro

CAPEX: Investimento em Imobilizado

Para o cálculo da taxa de desconto se utilizará o WACC, que é o custo médio ponderado de capital.

$$\text{WACC} = \frac{E}{D + E} \times \text{Ke} + \frac{D}{D + E} \times \text{Kd} \times (1 - t) \quad (10)$$

Onde:

E: Participação dos Acionistas

D: Participação dos Credores

Ke: Custo do Capital Próprio

Kd: Custo da Dívida

t: Alíquota de Imposto de Renda

Portanto, a metodologia utilizada se baseará em fazer a projeção dos fluxos de caixa livre para firma por um período de 5 anos, calcular o valor da perpetuidade, trazendo os resultados a valor presente pela taxa de desconto que será o custo médio ponderado de capital.

Ao fazer isso, o resultado será o valor da empresa inteira. Após basta retirar a dívida líquida para se chegar ao valor justo para o acionista. Por fim, para saber o preço justo por ação, basta dividir o valor justo para o acionista pelo número de ações que a empresa possui.

4.4 CENÁRIO BASE

Primeiramente, foi calculado o WACC da Panvel, utilizando a estrutura de capital projetada para 2019 de 8% de capital de terceiros e 92% de capital próprio.

Para o custo da dívida foi considerado um custo nominal de 8%, que é o mesmo custo de dívida utilizado no modelo de projeção. Também foi considerada uma alíquota de imposto de renda de 17,2% para calcular o benefício fiscal do endividamento.

Para o capital próprio foi utilizado o modelo CAPM, calculando o custo de capital próprio em dólares e depois convertendo para reais pelo diferencial de inflação entre os Estados Unidos e o Brasil. Também foi considerado um prêmio de risco país e um prêmio de risco por liquidez.

$$K_e (\text{USD}) = R_f + \beta * (\text{ERP}) + P_1 + P_2 \quad (11)$$

Onde:

K_e (USD): Custo de Capital Próprio em Dólares

R_f : Taxa Livre de Risco

β : Beta

ERP: Prêmio de Risco em Ações

P1: Prêmio Risco País

P2: Prêmio Liquidez

$$K_e (\text{BRL}) = (1 + K_e (\text{USD})) \times \frac{(1 + \text{Inflação Brasil})}{(1 + \text{Inflação EUA})} - 1 \quad (12)$$

Dessa maneira, utilizando-se como premissa para cada variável os valores da figura abaixo, se chega a um WACC em reais de 10,22% para a empresa.

Tabela 5 – Cálculo WACC Panvel

Taxa Livre de Risco	2,65%
Beta	0,38
Equity Risk Premium	6,00%
Prêmio Risco País	3,00%
Prêmio Liquidez	1,00%
Custo do Capital Próprio (em US\$)	8,9%
Inflação de Longo Prazo Brasil	3,50%
Inflação de Longo Prazo EUA	2,00%
Custo do Capital Próprio (em R\$)	10,53%
Custo da Dívida	8,0%
Alíquota Imposto de Renda	(17,2%)
Custo da Dívida Após Impostos	6,6%
E/(D+E)	92%
D/(D+E)	8%
WACC	10,22%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para projetar as premissas de crescimento de receita, primeiro analisou-se o crescimento passado para buscar projetar um cenário base aderente com o crescimento que a empresa vem conseguindo realizar.

Nesse sentido, calculou-se a taxa de crescimento anual composta (CAGR) entre os anos de 2014 e 2018 e se chegou a um resultado de 6,95%. No cenário base de projeção, a receita projetada cresce a uma taxa de crescimento anual composta de 7,19% entre os anos de 2019 e 2023.

A projeção da receita de 2019 foi baseada no crescimento de receita que a empresa apresentou no primeiro semestre do ano. No modelo, estima-se que a receita crescerá 9,8% em 2019 em relação ao ano de 2018. Para os anos seguintes até 2023, utilizou-se como premissa um multiplicador de 150% do PIB e um multiplicador de 100% da inflação projetada para esses anos.

A margem EBITDA projetada foi de 5,7% e mantida constante em toda a projeção. A premissa foi a manutenção da margem EBITDA apresentada no ano de 2018.

A alíquota de imposto de renda utilizada na projeção foi de 17,2%, que é a média da alíquota dos últimos 2 anos. A empresa possui uma alíquota efetiva de imposto menor do que os 34% devido a deduções, como, por exemplo, juros sobre capital próprio.

O ciclo financeiro foi mantido constante com o mesmo prazo em dias que 2018. O prazo médio de clientes durante toda projeção é de 30 dias; o prazo médio de estoques é de 90 dias e o prazo médio de fornecedores é de 62 dias.

A premissa de CAPEX foi um multiplicador com relação à depreciação em linha com a média histórica apresentada nos últimos 5 anos. Nesse sentido, a empresa reinveste 180% da depreciação no cenário base.

Com relação à distribuição de dividendos se assume que a empresa distribuirá 25% do seu lucro líquido aos acionistas durante o período projetado.

A projeção de endividamento da companhia considera a emissão de debêntures que foi realizada em 10/05/2019 no valor de R\$ 185 milhões. Essa nova dívida tinha como objetivo o pré-pagamento de outra debênture que a companhia possuía.

É necessário destacar que um aumento moderado de endividamento seria positivo para a companhia, pois aperfeiçoaria sua estrutura de capital. Como foi visto anteriormente, o WACC da companhia é bastante elevado, por possuir uma estrutura de capital com grande participação de capital próprio, que tem um custo mais elevado do que o capital de terceiros. Com relação ao custo do endividamento, foi considerada uma taxa de juros para a dívida durante o período projetado de 8% a.a. nominal.

Tabela 6 – DRE Projeção Cenário Base

	2019	2020	2021	2022	2023
DRE					
Receita	2.659	2.846	3.052	3.273	3.510
CMV	(1.856)	(1.986)	(2.130)	(2.285)	(2.450)
Deprec. / Amort.	(26)	(28)	(31)	(33)	(36)
Lucro Bruto	777	831	891	955	1.024
SG&A	(652)	(697)	(748)	(802)	(860)
Outras Desp. / Receitas	-	-	-	-	-
Lucro Operacional	125	134	143	153	164
Res Financ Liq	(12)	(9)	(7)	(4)	(2)
Lucro Após D.F	114	125	136	149	162
Equivalência Patrimonial	-	-	-	-	-
Outras Desp. / Receitas ã Op	-	-	-	-	-
I.R./C.S.	(20)	(21)	(23)	(26)	(28)
Lucro Líquido	94	103	113	123	134

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela 7 – Balanço Patrimonial Projeção Cenário Base

	2019	2020	2021	2022	2023
Balanço					
Ativo					
Caixa	127	131	137	146	160
Clientes	216	231	248	266	285
Estoques	457	488	524	562	603
Outros NCG	22	22	22	22	22
Outros Ativos CP	42	42	42	42	42
Ativo Circulante Total	864	914	972	1.038	1.111
Outros RLP	13	13	13	13	13
Imobilizado e Intangível	271	294	319	345	374
Investimentos	47	47	47	47	47
Ativo Não Circulante Total	332	354	379	406	435
Ativo Total	1.196	1.269	1.352	1.444	1.546
Passivo					
Fornecedores	317	339	363	390	418
Dívida CP	26	26	26	26	26
Refinanciamentos	-	-	-	-	-
Outros Passivos NCG	102	102	102	102	102
Outros Passivos CP	27	27	27	27	27
Passivo Circulante Total	473	495	519	546	574
Dívida LP	179	153	126	100	73
Outros ExLP	10	10	10	10	10
Passivo Não Circulante Total	189	162	136	110	83
Passivo Total	661	657	655	655	657
Patrimônio Líquido					
Capital Social	385	385	385	385	385
Lucros Acumulados	149	227	311	404	504
Patrimônio Líquido	534	612	696	789	889
Passivo Total + PL	1.196	1.269	1.352	1.444	1.546

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela 8 – Fluxo de Caixa Projeção Cenário Base

	2019	2020	2021	2022	2023
Cash Flow					
EBITDA	152	162	174	187	200
Res Financ Liq	(12)	(9)	(7)	(4)	(2)
I.R./C.S.	(20)	(21)	(23)	(26)	(28)
Varição NCG	(32)	(25)	(28)	(30)	(32)
Dividendos Recebidos	-	-	-	-	-
Outros	-	-	-	-	-
Fluxo de caixa operacional	88	107	116	127	139
CAPEX	(47)	(51)	(56)	(60)	(65)
Fluxo de caixa de investimentos	(47)	(51)	(56)	(60)	(65)
Pagamento de Principal	(114)	(26)	(26)	(26)	(26)
Novas Emissões	185	-	-	-	-
Aporte (Diminuição) de Capital	-	-	-	-	-
Dividendos	(24)	(26)	(28)	(31)	(34)
Refinanciamentos	-	-	-	-	-
Fluxo de caixa do financiamento	48	(52)	(55)	(57)	(60)
Varição de Caixa	89	3	6	10	13
Caixa Inicial	38	127	131	137	146
Caixa Final	127	131	137	146	160

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como os demonstrativos financeiros utilizados foram os individuais, que contemplam somente a operação de Varejo e de Atacado da companhia, foi projetado separadamente o valor justo de dois outros ativos do grupo: o laboratório Lifar e a Dimesul, que atua no segmento de imóveis.

Para chegar ao valor justo para o acionista desses dois ativos utilizou-se um múltiplo preço/valor patrimonial, onde foi considerado um múltiplo justo, que foi multiplicado pelo valor do patrimônio líquido de cada empresa. Foi utilizado um múltiplo de 3,5x, que é o múltiplo atual do grupo considerando o valor de mercado atual.

Na metodologia de fluxo de caixa descontado foi utilizado como data base o dia 11/11/2019 e, portanto, se trouxe todos os fluxos de caixa projetados para essa mesma data utilizando o WACC de 10,22% como taxa de desconto.

Com relação ao número de ações, foi realizado um ajuste com base no novo acordo de acionistas da empresa, no qual as ações preferenciais serão convertidas em ações ordinárias com um valor pré-estabelecido onde uma ação preferencial possui equivalência a 0,8 ações ordinárias.

Com relação ao valor da perpetuidade, utilizou-se a fórmula apresentada anteriormente do método da taxa de crescimento constante. Nesse sentido, utilizou-se como premissa de crescimento nominal apenas a taxa de inflação de longo prazo projetada de 3,5%.

Portanto, a premissa é que o crescimento real na perpetuidade será nulo. Nesse contexto, é feito um ajuste no fluxo de caixa do último ano para igualar a depreciação ao CAPEX, dado que se a empresa não apresentará crescimento real, não há motivo para se realizar investimentos acima do mínimo necessário para manutenção.

Conforme Serra e Wickert (2019), ao igualar o CAPEX à depreciação e ao utilizar um crescimento real de zero na perpetuidade, se está assumindo que na perpetuidade o retorno de novos investimentos será igual ao custo de capital, o que é uma premissa conservadora e bastante diligente.

Além disso, foi ajustada também a necessidade de capital de giro do fluxo da perpetuidade, pois o aumento da necessidade de capital de giro do fluxo da perpetuidade deve ser projetado com base na premissa de taxa constante de crescimento utilizada, que no caso é uma taxa nominal de 3,5%, que é somente a inflação, representando um crescimento real na perpetuidade de zero (SERRA e WICKERT, 2019).

Tabela 9 – Resultado *Valuation* Cenário Base

Premissas												
Aliquota IR		17,2%										
Taxa de Desconto		10,22%										
Crescimento Perpetuidade		3,5%										
Dia da Transação		11/11/2019										
Fim Período Fiscal		31/12/2019										
Preço Atual (R\$)		535,00										
Número de Ações (MM)		4,5										
Discounted Cash Flow												
	Entrada	2019	2020	2021	2022	2023	Saída	2023 (P)	Perpetuidade			
Data	11/11/2019	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2023	31/12/2023	Valor Perpetuidade	1.853		
Períodos		0	1	2	3	4						
Fração Ano		0,14	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00					
EBIT		125	134	143	153	164		164				
Menos: Impostos		22	23	25	26	28		28				
NOPAT		104	111	118	127	136		136				
Mais: D&A		26	28	31	33	36		36				
EBITDA		152	162	174	187	200		200				
Menos: Capex		47	51	56	60	65		36				
Menos: Delta NCG		32	25	28	30	32		15				
FCFF		51	63	66	70	75	1.853	120				
Crescimento YoY			24%	5%	6%	6%						
FCFF da Transação		-	7	63	66	70	1.853					
TIR FCFF	(2.476)	7	63	66	70	75	1.853					
Valor Justo		Valor de Mercado					Taxa de Retorno					
Enterprise Value	1.457	Market Cap					2.381	Preço Atual				535,00
Mais: Caixa	38	Mais: Dívida					134	Preço Justo				337,56
Menos: Dívida	134	Menos: Caixa					38	TP Upside				-37%
Valor Justo do Equity	1.362	Enterprise Value					2.476	TIR				-4%
Dimesul Valor Justo do Equity	67											
Lifar Valor Justo do Equity	73											
Valor Justo do Equity Final	1.502											
Preço Justo	337,56	Cotação Atual				535,00						

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como é possível verificar, no cenário base o valor justo por ação ordinária é de R\$ 337,56, um valor 37% menor do que a cotação atual de R\$ 535,00. Como o cenário base apresentou um valor justo por ação significativamente menor do que o preço atual da ação, pode ser um indicativo que o cenário base tenha sido excessivamente conservador. Portanto, surgiu a necessidade de ser elaborado um cenário mais otimista.

4.5 CENÁRIO OTIMISTA

O cenário otimista utiliza o mesmo WACC que o cenário base e o mesmo custo de dívida. As principais diferenças estão em crescimento, margens, CAPEX e necessidade de capital de giro.

A projeção de receita para o ano de 2019 no cenário otimista é igual ao cenário base, dado que a empresa já apresentou os resultados do primeiro semestre e até o fim do ano dificilmente haverá uma grande mudança no ritmo de crescimento.

Para o restante da projeção, visando testar um eventual conservadorismo na taxa de crescimento do cenário base, foi projetado um crescimento no cenário otimista de 200% do cenário base. Ou seja, um CAGR de crescimento de 14,38%.

Diferentemente do cenário base onde a margem EBITDA projetada é de 5,7%, no cenário otimista é projetado um ganho de margem durante toda projeção para 5,8%, que foi a maior margem EBITDA que a companhia conseguiu realizar nos últimos 4 anos.

Foi mantida a mesma alíquota de imposto de renda do cenário base, dado que dificilmente a companhia irá conseguir uma alíquota efetiva menor que essa. A verdade é que existe um risco de haver um aumento dessa alíquota com a Reforma Tributária. Portanto, a manutenção da alíquota de imposto de renda no mesmo patamar que é hoje é uma premissa otimista.

Com relação ao ciclo financeiro, é projetada uma melhora com redução do prazo do ciclo financeiro em dias. Essa redução ocorre devido à premissa de que o prazo de estoques irá reduzir dos 90 dias do cenário base para 83 dias no cenário otimista, a qual é a média do prazo de estoques dos últimos 4 anos.

Com relação ao endividamento e distribuição de dividendos, assumem-se as mesmas premissas do cenário base. Uma outra premissa bastante agressiva do cenário otimista é que a empresa reinvestirá somente 150% da depreciação, enquanto no cenário base esse valor é 180%. Ou seja, está sendo projetado no cenário otimista um crescimento maior, com um investimento menor, o que é extremamente positivo para o fluxo de caixa livre da empresa.

Tabela 10 – DRE Projeção Cenário Otimista

	2019	2020	2021	2022	2023
DRE					
Receita	2.659	3.042	3.479	3.979	4.552
CMV	(1.856)	(2.123)	(2.428)	(2.778)	(3.177)
Deprec. / Amort.	(26)	(28)	(29)	(31)	(32)
Lucro Bruto	777	891	1.022	1.171	1.342
SG&A	(649)	(742)	(849)	(971)	(1.111)
Outras Desp. / Receitas	-	-	-	-	-
Lucro Operacional	128	149	173	200	232
Res Financ Liq	(12)	(7)	(5)	(2)	1
Lucro Após D.F	116	142	168	198	233
Equivalência Patrimonial	-	-	-	-	-
Outras Desp. / Receitas ã Op	-	-	-	-	-
I.R./C.S.	(20)	(24)	(29)	(34)	(40)
Lucro Líquido	96	117	139	164	193

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela 11 – Fluxo de Caixa Projeção Cenário Otimista

	2019	2020	2021	2022	2023
Cash Flow					
EBITDA	154	176	202	231	264
Res Financ Liq	(12)	(7)	(5)	(2)	1
I.R./C.S.	(20)	(24)	(29)	(34)	(40)
Varição NCG	(0)	(44)	(53)	(60)	(69)
Dividendos Recebidos	-	-	-	-	-
Outros	-	-	-	-	-
Fluxo de caixa operacional	122	101	115	134	156
CAPEX	(39)	(41)	(44)	(46)	(48)
Fluxo de caixa de investimentos	(39)	(41)	(44)	(46)	(48)
Pagamento de Principal	(114)	(26)	(26)	(26)	(26)
Novas Emissões	185	-	-	-	-
Aporte (Diminuição) de Capital	-	-	-	-	-
Dividendos	(24)	(29)	(35)	(41)	(48)
Refinanciamentos	-	-	-	-	-
Fluxo de caixa do financiamento	47	(56)	(61)	(67)	(75)
Varição de Caixa	130	4	10	21	33
Caixa Inicial	38	169	173	183	204
Caixa Final	169	173	183	204	237

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela 12 – Balanço Patrimonial Projeção Cenário Otimista

	2019	2020	2021	2022	2023
Balanço					
Ativo					
Caixa	169	173	183	204	237
Clientes	219	247	283	323	370
Estoques	422	483	552	632	722
Outros NCG	22	22	22	22	22
Outros Ativos CP	42	42	42	42	42
Ativo Circulante Total	874	967	1.082	1.223	1.393
Outros RLP	13	13	13	13	13
Imobilizado e Intangível	263	277	292	307	323
Investimentos	47	47	47	47	47
Ativo Não Circulante Total	324	338	352	367	384
Ativo Total	1.197	1.304	1.434	1.591	1.777
Passivo					
Fornecedores	317	362	414	474	542
Dívida CP	26	26	26	26	26
Refinanciamentos	-	-	-	-	-
Outros Passivos NCG	102	102	102	102	102
Outros Passivos CP	27	27	27	27	27
Passivo Circulante Total	473	518	570	630	698
Dívida LP	179	153	126	100	73
Outros ExLP	10	10	10	10	10
Passivo Não Circulante Total	189	162	136	110	83
Passivo Total	661	680	706	739	781
Patrimônio Líquido					
Capital Social	385	385	385	385	385
Lucros Acumulados	151	239	343	466	611
Patrimônio Líquido	536	624	728	851	996
Passivo Total + PL	1.197	1.304	1.434	1.591	1.777

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como é possível verificar na projeção dos demonstrativos financeiros do cenário otimista, a companhia apresenta uma geração de caixa livre muito maior do que no cenário base como era esperado pela escolha das premissas. Isso impactará positivamente o valor justo por ação em comparação com o cenário base, como será visto posteriormente.

Tabela 13 – Resultado Valuation Cenário Otimista

Premissas									
Aliquota IR		17,2%							
Taxa de Desconto		10,22%							
Crescimento Perpetuidade		3,5%							
Dia da Transação		11/11/2019							
Fim Período Fiscal		31/12/2019							
Preço Atual (R\$)		535,00							
Número de Ações (MM)		4,5							

Discounted Cash Flow	Entrada	2019	2020	2021	2022	2023	Saída	2023 (P)	Perpetuidade	
<i>Data</i>	11/11/2019	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2023	31/12/2023	Valor Perpetuidade	2.696
<i>Períodos</i>		0	1	2	3	4				
<i>Fração Ano</i>		0,14	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00			
EBIT		128	149	173	200	232		232		
Menos: Impostos		22	26	30	34	40		40		
NOPAT		106	123	143	166	192		192		
Mais: D&A		26	28	29	31	32		32		
EBITDA		154	176	202	231	264		264		
Menos: Capex		39	41	44	46	48		32		
Menos: Delta NCG		0	44	53	60	69		17		
FCFF		93	66	76	90	107	2.696	175		
<i>Crescimento YoY</i>			-29%	15%	19%	19%				
FCFF da Transação	-	13	66	76	90	107	2.696			
TIR FCFF	(2.476)	13	66	76	90	107	2.696			
Valor Justo									Taxa de Retorno	
Enterprise Value	2.072						2.381		Preço Atual	535,00
Mais: Caixa	38						134		Preço Justo	475,74
Menos: Dívida	134						38		TP Upside	-11%
Valor Justo do Equity	1.977						2.476		TIR	5%
Dimesul Valor Justo do Equity	67									
Lifar Valor Justo do Equity	73									
Valor Justo do Equity Final	2.117									
Preço Justo	475,74						Cotação Atual	535,00		

Fonte: Elaborado pelo autor.

Dessa maneira, no cenário otimista o valor justo por ação ordinária é de R\$ 475,74 representando um aumento relevante com relação ao preço justo de R\$ 337,56 do cenário base. Contudo, mesmo no cenário otimista, o valor justo por ação ainda é 11% inferior à cotação atual, indicando que provavelmente existe uma margem de segurança muito baixa para realizar um investimento na companhia.

4.6 CENÁRIO PESSIMISTA

Alternativamente, foi realizada a projeção de um cenário pessimista, que possui uma probabilidade de materialização extremamente baixa, mas é um exercício válido para ilustrar o potencial de desvalorização da ação em um cenário catastrófico.

Nesse contexto, utilizaram-se todas as mesmas premissas do cenário base, alterando somente premissas de receita, necessidade de capital de giro, margens, necessidade de capital de giro e CAPEX.

Com relação à receita, conforme explicado anteriormente, para o ano de 2019 o crescimento projetado é o mesmo para todos cenários. Contudo, para o restante da projeção as premissas de crescimento de receita são mais conservadoras e consideram um multiplicador de 100% da inflação, porém, um multiplicador de apenas 75% do PIB, inferior aos 150% do cenário base. Com isso o CAGR do crescimento de receita projetado é de 5,37%.

Para as premissas de capital de giro foram utilizados os piores prazos de recebimento de cliente e de estoques dos últimos 4 anos, projetando um prazo médio de clientes de 34 dias e 92 dias para estoques.

Com relação à margem EBITDA projetada utilizou-se como premissa uma margem 5,2% constante em toda projeção, a qual foi a pior margem EBITDA realizada nos últimos 4 anos. Por fim, para o CAPEX se estimou que a empresa tenha que reinvestir 200% da depreciação, mesmo com um crescimento de receita menor que o do cenário base. Ou seja, a empresa está investindo mais e crescendo menos.

Tabela 14 – Fluxo de Caixa Projeção Cenário Pessimista

	2019	2020	2021	2022	2023
Cash Flow					
EBITDA	138	146	154	162	170
Res Financ Liq	(12)	(12)	(10)	(9)	(8)
I.R./C.S.	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)
Varição NCG	(75)	(21)	(23)	(24)	(25)
Dividendos Recebidos	-	-	-	-	-
Outros	-	-	-	-	-
Fluxo de caixa operacional	34	94	101	109	116
CAPEX	(53)	(58)	(64)	(71)	(78)
Fluxo de caixa de investimentos	(53)	(58)	(64)	(71)	(78)
Pagamento de Principal	(114)	(26)	(26)	(26)	(26)
Novas Emissões	185	-	-	-	-
Aporte (Diminuição) de Capital	-	-	-	-	-
Dividendos	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)
Refinanciamentos	-	-	-	-	15
Fluxo de caixa do financiamento	51	(48)	(49)	(51)	(37)
Varição de Caixa	32	(12)	(12)	(13)	1
Caixa Inicial	38	71	59	47	34
Caixa Final	71	59	47	34	35

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela 15 – DRE Projeção Cenário Pessimista

	2019	2020	2021	2022	2023
DRE					
Receita	2.659	2.802	2.952	3.111	3.278
CMV	(1.856)	(1.956)	(2.061)	(2.171)	(2.288)
Deprec. / Amort.	(26)	(29)	(32)	(35)	(39)
Lucro Bruto	777	817	859	904	951
SG&A	(665)	(700)	(738)	(778)	(820)
Outras Desp. / Receitas	-	-	-	-	-
Lucro Operacional	112	117	121	126	131
Res Financ Liq	(12)	(12)	(10)	(9)	(8)
Lucro Após D.F	100	105	111	117	123
Equivalência Patrimonial	-	-	-	-	-
Outras Desp. / Receitas ã Op	-	-	-	-	-
I.R./C.S.	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)
Lucro Líquido	83	87	92	97	102

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela 16 – Balanço Patrimonial Projeção Cenário Pessimista

	2019	2020	2021	2022	2023
Balanço					
Ativo					
Caixa	71	59	47	34	35
Clientes	248	261	275	290	305
Estoques	468	493	519	547	577
Outros NCG	22	22	22	22	22
Outros Ativos CP	42	42	42	42	42
Ativo Circulante Total	851	877	905	935	981
Outros RLP	13	13	13	13	13
Imobilizado e Intangível	276	305	338	373	412
Investimentos	47	47	47	47	47
Ativo Não Circulante Total	337	366	398	433	473
Ativo Total	1.187	1.243	1.303	1.369	1.454
Passivo					
Fornecedores	317	333	351	370	390
Dívida CP	26	26	26	26	26
Refinanciamentos	-	-	-	-	15
Outros Passivos NCG	102	102	102	102	102
Outros Passivos CP	27	27	27	27	27
Passivo Circulante Total	473	489	507	526	561
Dívida LP	179	153	126	100	73
Outros ExLP	10	10	10	10	10
Passivo Não Circulante Total	189	162	136	110	83
Passivo Total	661	652	643	636	644
Patrimônio Líquido					
Capital Social	385	385	385	385	385
Lucros Acumulados	141	206	275	348	424
Patrimônio Líquido	526	591	660	733	809
Passivo Total + PL	1.187	1.243	1.303	1.369	1.454

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como era esperado, ao analisar a projeção dos demonstrativos financeiros no cenário pessimista é possível verificar que o fluxo de caixa livre projetado é muito inferior ao dos outros dois cenários.

Tabela 17 – Resultado *Valuation* Cenário Pessimista

Premissas									
Aliquota IR		17,2%							
Taxa de Desconto		10,22%							
Crescimento Perpetuidade		3,5%							
EV/EBITDA Múltiplo		10,0x							
Dia da Transação	11/11/2019								
Fim Período Fiscal	31/12/2019								
Preço Atual (R\$)		535,00							
Número de Ações (MM)		4,5							

Discounted Cash Flow	Entrada	2019	2020	2021	2022	2023	Saida	2023 (P)	Perpetuidade	
<i>Data</i>	11/11/2019	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2023	31/12/2023	Valor Perpetuidade	1.422
<i>Períodos</i>		0	1	2	3	4				
<i>Fração Ano</i>		0,14	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00			
EBIT		112	117	121	126	131		131		
Menos: Impostos		19	20	21	22	23		23		
NOPAT		93	97	101	105	109		109		
Mais: D&A		26	29	32	35	39		39		
EBITDA		138	146	154	162	170		170		
Menos: Capex		53	58	64	71	78		39		
Menos: Delta NCG		75	21	23	24	25		16		
FCFF		(8)	46	46	45	44	1.422	92		
<i>Crescimento YoY</i>			-647%	-1%	-1%	-2%				
FCFF da Transação	-	(1)	46	46	45	44	1.422			
TIR FCFF	(2.476)	(1)	46	46	45	44	1.422			

Valor Justo		Valor de Mercado		Taxa de Retorno	
Enterprise Value	1.091	Market Cap	2.381	Preço Atual	535,00
Mais: Caixa	38	Mais: Dívida	134	Preço Justo	255,33
Menos: Dívida	134	Menos: Caixa	38	TP Upside	-52%
Valor Justo do Equity	996	Enterprise Value	2.476	TIR	-10%
Dimesul Valor Justo do Equity	67				
Lifar Valor Justo do Equity	73				
Valor Justo do Equity Final	1.136				
Preço Justo	255,33	Cotação Atual	535,00		

Fonte: Elaborado pelo autor.

No cenário pessimista, o valor justo por ação ordinária é de R\$ 255,33, representando uma queda relevante com relação ao preço justo de R\$ 337,56 do cenário base. O valor justo do cenário pessimista é um valor 52% inferior à cotação atual da ação.

4.7 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO INVERSO

Como foi visto anteriormente, nos três cenários projetados, inclusive no mais otimista, o preço justo está abaixo da cotação atual da ação. Nesse contexto, para buscar entender o que o mercado possui de expectativa e está precificando, buscou-se utilizar uma metodologia chamada de fluxo de caixa descontado reverso (*Reverse DCF*).

Essa metodologia consiste em utilizar o modelo de fluxo de caixa descontado para buscar entender quais as premissas implícitas pelo mercado na cotação atual de uma ação.

Ou seja, ao invés de buscar descobrir o valor justo da ação, busca-se descobrir quais as premissas necessárias para o valor justo de determinada ação ser igual à cotação atual de mercado.

Nesse contexto, para o caso da Panvel, utilizaram-se todas as mesmas premissas do cenário base, alterando e sensibilizando somente o crescimento da receita para entender qual o CAGR de crescimento projetado implícito pelo mercado.

Tabela 18 – Resultado *Valuation Reverse DCF*

Premissas									
Aliquota IR		17,2%							
Taxa de Desconto		10,22%							
Crescimento Perpetuidade		3,5%							
EV/EBITDA Múltiplo		10,0x							
Dia da Transação	11/11/2019								
Fim Período Fiscal	31/12/2019								
Preço Atual (R\$)		535,00							
Número de Ações (MM)		4,5							

Discounted Cash Flow	Entrada	2019	2020	2021	2022	2023	Saída	2023 (P)	Perpetuidade	
<i>Data</i>	11/11/2019	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2023	31/12/2023	Valor Perpetuidade	3.192
<i>Períodos</i>		0	1	2	3	4				
<i>Fração Ano</i>		0,14	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00		
EBIT		136	163	195	232	277		277		
Menos: Impostos		23	28	33	40	48		48		
NOPAT		113	135	161	192	229		229		
Mais: D&A		26	28	31	33	36		36		
EBITDA		163	192	226	266	313		313		
Menos: Capex		47	51	56	60	65		36		
Menos: Delta NCG		58	68	80	94	111		22		
FCFF		34	44	57	71	89	3.192	207		
Valor Justo										
Enterprise Value	2.336						2.381		Preço Atual	535,00
Mais: Caixa	38						134		Preço Justo	535,00
Menos: Dívida	134						38		TP Upside	0%
Valor Justo do Equity	2.240						2.476		TIR	9%
Dimesul Valor Justo do Equity	67									
Lifar Valor Justo do Equity	73									
Valor Justo do Equity Final	2.381									
Preço Justo	535,00						Cotação Atual			535,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para igualar o valor justo por ação com a cotação atual de mercado foi necessário utilizar um CAGR de crescimento de receita durante todo o período de projeção de 17,8%.

4.8 ANALISE DE SENSIBILIDADE

Uma crítica bastante comum aos modelos de fluxo de caixa descontado é a grande sensibilidade do resultado final a pequenas mudanças nas premissas.

Essa crítica de fato faz sentido, mas existem maneiras de se minimizar isso como, por exemplo, realizar análises de sensibilidade. Para realizar análises de sensibilidade normalmente se montam Tabelas de Dados onde se busca ver qual seria o impacto em determinada variável com relação a mudanças simultâneas em duas outras variáveis.

Nesse sentido, buscou-se analisar o impacto no preço justo por ação com relação a variações na taxa de crescimento na perpetuidade e na taxa de desconto (WACC). Foram escolhidas essas duas variáveis porque normalmente são as duas mais sensíveis em um modelo de *valuation*. Nesse contexto, foram utilizadas as projeções do cenário base para fazer essa análise de sensibilidade.

Tabela 19 – Resultado *Valuation Reverse DCF*

		Taxa de Crescimento na Perpetuidade				
		1,5%	2,5%	3,5%	4,5%	5,5%
WACC	8,22%	377,44	423,57	488,95	589,08	762,26
	9,22%	325,08	357,03	399,90	460,65	553,67
	10,22%	284,92	307,92	337,56	377,33	433,67
	11,22%	253,18	270,23	291,53	318,98	355,80
	12,22%	227,50	240,44	256,20	275,89	301,25

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como é possível ver na tabela acima, no centro da tabela está o preço justo do cenário base que é R\$ 337,56 utilizando como premissas um WACC de 10,22% e uma taxa de crescimento na perpetuidade de 3,5%. Os números em vermelho mostram as combinações de WACC e taxa de crescimento na perpetuidade no qual o preço justo resultante é inferior à cotação de mercado. Portanto, fica evidente que a margem de segurança é bastante baixa, pois apenas em 3 dos 25 cenários o preço justo é superior à cotação atual.

4.9 ANÁLISE DE MÚLTIPLOS: PANVEL E RAIA DROGASIL

Uma maneira alternativa para se fazer o *valuation* de uma empresa é através de uma avaliação relativa. Ou seja, comparar múltiplos de avaliação de empresas que são parecidas e do mesmo setor.

Contudo, essa técnica não se trata de uma determinação de qual seria o valor justo de determinada empresa, e sim uma técnica somente de precificação relativa, conforme Damodaran (2017).

A grande vantagem da avaliação por múltiplos é que é uma técnica muito mais fácil e rápida de ser utilizada. Contudo, possui uma desvantagem, que é ter os seus resultados muito influenciados pelo ciclo do mercado. Dado que, em um momento de crise, todos os múltiplos das empresas se reduzem e em um momento de mercado em alta, há uma forte expansão desses múltiplos.

Para comparar o Grupo Dimed com a Raia Drogasil se utilizará dois múltiplos: o Preço/Lucro e o *Enterprise Value*/EBITDA.

O múltiplo Preço/Lucro indica o número de anos que levaria para uma empresa retornar o valor investido caso os seus lucros permanecessem constantes e fossem totalmente distribuídos aos acionistas. Na prática, quanto menor for esse múltiplo mais atrativo estará o *valuation* de determinada empresa.

$$\text{Preço/Lucro} = \frac{P}{L} \quad (13)$$

Onde:

P: Valor de mercado da Empresa

L: Lucro Líquido

Figura 21 – Preço/Lucro Grupo Dimed



Fonte: Economática (2019).

Figura 22 – Preço/Lucro Raia Drogasil



Fonte: Economática (2019).

Como é possível verificar na Figura 21, o múltiplo Preço/Lucro do Grupo Dimed é cerca de 30x. Enquanto isso, como é possível visualizar na Figura 22, o múltiplo da Raia Drogasil é próximo de 46x.

Por essa métrica, em uma comparação relativa por esse indicador, é possível verificar que esse múltiplo de *valuation* do Grupo Dimed possui um desconto em comparação com o múltiplo da Raia Drogasil.

Outro múltiplo bastante utilizado é o *Enterprise Value/EBITDA*, no qual se compara o valor da empresa inteira (valor de mercado somado à dívida líquida) com o EBITDA, o qual é considerado o potencial de geração de caixa de uma empresa. Esse múltiplo de *valuation* possui uma interpretação semelhante ao múltiplo de Preço/Lucro. Quanto menor for o indicador, mais atrativo estará o *valuation* de determinada ação.

$$\text{Enterprise Value/EBITDA} = \frac{EV}{EBITDA} \quad (14)$$

Onde:

EV: Enterprise Value (valor de mercado somado à dívida líquida)

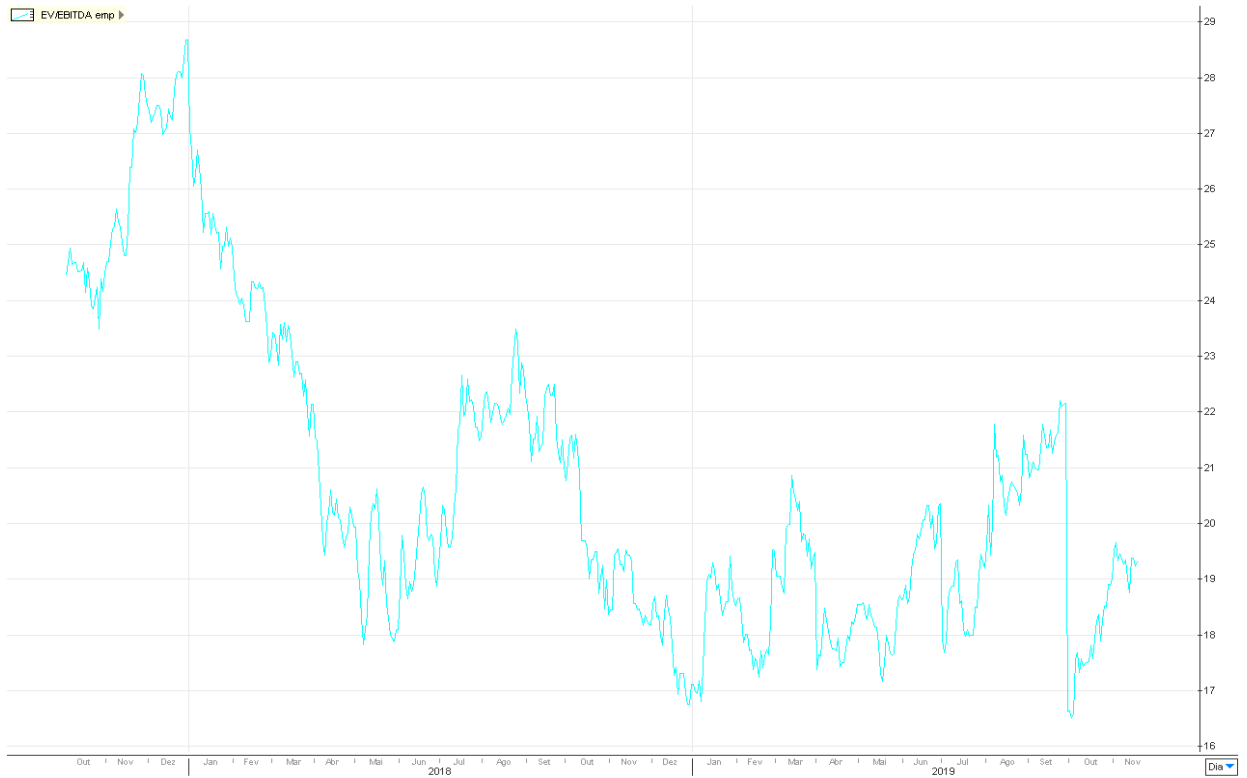
EBITDA: Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização

Figura 23 – Enterprise Value/EBITDA Grupo Dimed



Fonte: Económica (2019).

Figura 24: Enterprise Value/EBITDA Raia Drogasil



Fonte: Económica (2019).

Quando se compara o múltiplo *Enterprise Value/EBITDA* das duas empresas, é possível verificar novamente que o múltiplo do Grupo Dimed é inferior ao múltiplo da Raia Drogasil. Como é possível ver na Figura 23, esse indicador é de cerca de 13,5x para o Grupo Dimed, ao passo que a Raia Drogasil possui um múltiplo superior a 19x.

É importante destacar que somente uma empresa ter múltiplos inferiores aos seus concorrentes não pode ser uma boa justificativa para se investir em determinada ação. A razão disso é que o *valuation* de determinada ação não pode ser considerado atrativo somente porque determinada ação possui um múltiplo inferior do que uma outra empresa.

Pode ser o caso que ambas as empresas, na verdade, possuam *valuations* demasiadamente altos e apenas seja o caso que uma empresa possua um múltiplo ainda maior do que a outra, o que não necessariamente torna essa outra empresa atrativa. Dessa maneira, o *valuation* por múltiplos é apenas um ferramental acessório de precificação relativa. Contudo, a maneira mais correta para estimar o valor justo de uma empresa continua sendo a metodologia de fluxo de caixa descontado.

5 CONCLUSÃO

Provavelmente uma das maiores contribuições do *Value Investing* é a importância da margem de segurança em um investimento. Vários seguidores dessa filosofia de investimento enfatizam a importância de fatores qualitativos que são inerentes a negócios de alta qualidade.

Contudo, não necessariamente uma boa empresa é um bom investimento. O sucesso de um investimento está diretamente relacionado com a margem de segurança obtida no momento da compra de uma ação. A verdade é que o único item que o investidor consegue controlar no seu processo de investimento é o preço que ele paga e, por consequência, a margem de segurança de um investimento.

Negócios de qualidade com barreiras de entrada, vantagens competitivas e alta rentabilidade podem mudar ao longo do tempo. Buscar uma grande diferença entre preço e valor é a melhor maneira de se proteger em um investimento e diminuir riscos potenciais.

Nesse contexto, o modelo de fluxo de caixa descontado é uma ferramenta muito útil para fazer a avaliação da margem de segurança existente em um investimento.

É necessário destacar que o objetivo de fazer uma avaliação por fluxo de caixa descontado não é chegar a um preço alvo exato e acertar todas as projeções e premissas.

O verdadeiro benefício dessa metodologia é traçar diferentes cenários com diferentes probabilidades de materialização e verificar qual o preço justo da ação em cada um desses cenários.

Por exemplo, se em um cenário extremamente conservador determinada empresa possui uma grande diferença entre preço e valor, provavelmente o investimento possui uma boa margem de segurança.

Por outro lado, se em um cenário bastante otimista a empresa não apresenta uma diferença significativa entre preço e valor ou até possui um valor inferior à cotação atual, provavelmente não existirá margem de segurança suficiente para fazer esse investimento.

Nesse contexto, a Panvel é uma excelente empresa em um excelente setor com vetores claros de crescimento. Contudo, após a análise de três cenários fica evidente a falta de margem de segurança para se investir em ações da empresa

nesse momento. Mesmo no cenário mais otimista, o valor justo do modelo indica um valor inferior à cotação atual da empresa.

Além disso, na avaliação relativa por múltiplos de *valuation*, onde se comparou o Grupo Dimed com a Raia Drogasil, foi possível verificar que a Raia Drogasil possui múltiplos ainda maiores do que os do Grupo Dimed, o que demonstra que o mercado acredita que a Raia Drogasil conseguirá ter um crescimento dos seus resultados operacionais superior ao crescimento do Grupo Dimed para poder justificar esses elevados múltiplos.

Contudo, a Raia Drogasil já possui o maior *Market Share* entre as varejistas farmacêuticas e tem um foco de atuação muito grande no estado de São Paulo onde a competição é muito relevante. Dessa maneira, como alternativa de investimento ao Grupo Dimed, investir na Raia Drogasil implica em aceitar uma margem de segurança ainda menor em termos de *valuation*.

Entretanto, é necessário destacar que o preço justo não é um número exato e também não é algo estático. Primeiramente, o preço justo depende de diversas premissas, as quais variam de acordo com quem está fazendo a análise de determina ação.

Além disso, é importante destacar também que o preço justo dos cenários projetados é o preço justo para somente aquela data. É algo que muda com o passar do tempo e com a empresa entregando novos resultados.

Portanto, caso a Panvel obtenha resultados operacionais diferentes das expectativas do modelo com o passar do tempo, o preço justo pode ser muito maior ou muito menor do que o calculado.

REFERÊNCIAS

- ANS. **Dados e Indicadores do Setor**. Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/perfil-do-setor/dados-e-indicadores-do-setor/>. Acesso em: 12 out. 2019.
- BERKSHIRE HATHAWAY. **1987 Letter**. [S.l.], 1987. Disponível em: <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1987.html> Acesso em: 8 out. 2019.
- BLOOMBERG. **Serviço Bloomberg Profissional**. [S.l.], 2019. Disponível em: <http://bloomberg.com.br>. Acesso em: 01 out. 2019.
- CONNORS, Richard J. **Warren Buffett on business: principles from the sage of Omaha**. Hoboken: Wiley, 2010.
- CUNNINGHAM, Lawrence A. **How to think like Benjamin Graham and invest like Warren Buffett**. New York: Mcgraw-hill Education, 2002.
- DAMODARAN, Aswath. **Narrative and numbers – the value of stories in business**. New York: Columbia University Press, 2017.
- DORSEY, Pat. **The little book that builds wealth: the Knockout formula for finding great investments**. Hoboken: Wiley, 2009.
- ECONOMÁTICA. **Serviço Económica**. [S.l.], 2019. Disponível em: <https://economica.com/>. Acesso em: 1 out. 2019.
- EUROMONITOR INTERNATIONAL. **Farmacêutica no Brasil**. Relatório do país. São Paulo, 2019. Disponível em: <https://www.euromonitor.com/pharmaceuticals-in-brazil/report>. Acesso em: 20 nov. 2019.
- FISHER, Philip. **Common stocks and uncommon profits**. Hoboken: Wiley, 2003.
- FORBES. **# 3 Warren Buffet**. [S.l.], 2019. Disponível em: <https://www.forbes.com/profile/warren-buffett/#40e33c3c4639>. Acesso em: 10 out. 2019.
- FREEMAN-SHOR, Lee. **The art of execution: how the world's best investors get it wrong and still make millions**. Petersfield: Harriman House, 2015.
- GOEDHART, Marc; KOLLER, Tim. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2010.
- GRAHAM, Benjamin. **O investidor inteligente**. Rio de Janeiro: Harper Collins, 1973.
- GREENWALD, Bruce. **Value investing from Graham to Buffet and Beyond**. Hoboken: Wiley, 2001.
- GRUPO DIMED. **Apresentação institucional**. [S.l.], 2019. Disponível em: http://ri.grupodimed.com.br/download_arquivos.asp?id_arquivo=0D10FE1D-F56E-45AA-A3E6-AF6854C34001. Acesso em: 6 out. 2019.

IBGE. **Projeção da população do Brasil e das Unidades da Federação**. Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/>. Acesso em: 12 out. 2019.

KAUFMAN, Peter D. **Poor Charlie's almanack: the wit and wisdom of Charles T. Munger**. Virginia Beach: Donning Co Pub, 2005.

KLARMAN, Seth A. **Margin of safety**. New York: Harperbusiness, 1991.

LOPEZ, Linette. **Everyone is passing around this chart showing how much the great investors have beat the market**. [S.l.], Jul 7, 2014. Disponível em: <https://www.businessinsider.com/ranked-the-greatest-investors-of-all-time-2014-7>. Acesso em: 4 out. 2019.

LYNCH, Peter. **Common stocks and uncommon profits**. Hoboken: Wiley, 2003.

LYNCH, Peter. **One up on Wall Street**. New York: Simon & Schuster, 2000.

LYNCH, Peter; ROTHCHILD, John. **Beating the street**. New York: Simon & Schuster, 1994.

MÁLAGA, Flavio. **Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial**. São Paulo: Saint Paul, 2012.

MARKOWITZ, Harry M. **Portfolio selection: efficient diversification of investments**. New Haven: Yale University Press, 1971.

PABRAI, Mohnish. **The Dhandho investor: the low-risk value method to high returns**. Hoboken: Wiley, 2007.

PORTER, Michael. **Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior**. São Paulo: Gen Atlas, 1989.

POVOA, Alexandre. **Valuation**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

RAIA DROGASIL. **Apresentação institucional**. [S.l.], 2019. Disponível em: <https://www.rd.com.br/Download.aspx?Arquivo=RzpxxLmfTMtnzU7ptDoZ/Q==&IdCanal=e3fhOCP0R3Oey+vyPBhxCa==>. Acesso em: 6 out. 2019.

RAIA DROGASIL. **Apresentação Raia Drogasil Day**. [S.l.], 2019. Disponível em: <https://www.rd.com.br/Download.aspx?Arquivo=hbQYHef0ZiE9rThENluMyg==&IdCanal=e3fhOCP0R3Oey+vyPBhxCa==>. Acesso em: 3 out. 2019.

REESE, John P. **Como Buffett e Greenblatt se mudaram do investimento no “charuto”**. [S.l.], 19 jan. 2016. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/investor/2016/01/19/how-buffett-and-greenblatt-both-moved-on-from-cigar-butt-investing/#56dbb971b812>. Acesso em: 13 out. 2019.

SERRA, Ricardo Goulart; WICKERT, Michael. **Valuation: guia fundamental e modelagem em Excel**. São Paulo: Atlas, 2019.

SIEGEL, Jeremy J. **Stocks for the long run: the definitive guide to financial market returns & long-term investment strategies**. New York: McGraw-Hill, 2014.

VALUE INVESTING PRO. **Warren Buffett on Ben Graham**. [S.l.], Sept. 29, 2009. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=HCZMs01W0KM>. Acesso em: 27 out. 2019.

VALUE WALK. **O patrimônio de Warren Buffet ao longo dos anos**. [S.l.], Jan. 17, 2016. Disponível em: <https://www.valuewalk.com/2016/01/warren-buffetts-net-worth-over-the-years/>. Acesso em: 8 out. 2019.

WHITMAN, Martin J.; SHUBIK, Martin. **The aggressive conservative investor**. Hoboken: Wiley, 2008.