



cutting through complexity

CORPORATE FINANCE

Magazine Luiza S.A.

Relatório de avaliação econômico-financeira da
Campos Floridos Comércio de Cosméticos Ltda.

3 de julho de 2013



KPMG Corporate Finance Ltda.
Av. Nove de Julho, 5109 - 6º andar
01407-905 - São Paulo, SP - Brasil
Caixa Postal 2467
01060-970 - São Paulo, SP - Brasil

Central Tel 55 (11) 3245-8000
Fax 55 (11) 3245-8309
Internet www.kpmg.com.br

À
Diretoria do
Magazine Luiza S.A.
São Paulo - SP

3 de julho de 2013

Atenção: Sra. Tatiana Perim Freitas Santos
Sr. Roberto Bellissimo Rodrigues

Prezados senhores:

Nos termos da nossa proposta para prestação de serviços profissionais, datada de 12 de abril de 2013, e entendimentos subsequentes, efetuamos a avaliação econômico-financeira independente da Campos Floridos Comércio de Cosméticos Ltda., na data-base de 31 de dezembro de 2012, cujo relatório de avaliação se encontra anexo.

A entrega deste relatório encerra as obrigações da KPMG Corporate Finance Ltda. com o Magazine Luiza S.A. em decorrência da proposta mencionada acima.

Atenciosamente,

Fernando Mattar
Sócio

Marcos de O. R. Coelho
Diretor

Eduardo Lemos
Gerente sênior

	Página
1. Notas relevantes	3
2. Introdução	
3. Análise da metodologia de avaliação	
4. Descrição da Empresa	
5. Breve descrição do mercado	
6. Premissas gerais e macroeconômicas	
7. Premissas operacionais	
8. Taxa de desconto	
9. DRE projetada	
10. Fluxo de caixa/<i>valuation</i>	
11. Conclusão e análise de sensibilidade	

1. Notas relevantes

- O Relatório de Avaliação (“Relatório”) da Campos Floridos Comércio de Cosméticos Ltda. (“Campos Floridos” ou “Empresa”) foi elaborado pela KPMG Corporate Finance Ltda. (“KPMG Corporate Finance” ou “KPMG”), mediante solicitação da Administração do Magazine Luiza S.A. (“Magazine Luiza” ou “Cliente”), no contexto da aquisição da Empresa (“Transação”).
- As informações contidas no Relatório foram baseadas nas demonstrações financeiras gerenciais da Campos Floridos e em informações adicionais relacionadas à Campos Floridos apresentadas pela Administração do Cliente.
- A KPMG Corporate Finance ressalta que seus serviços não incluem aconselhamentos de nenhuma natureza, como legal, contábil ou financeiro no âmbito da Transação. O conteúdo do presente material não é nem deve ser considerado como promessa ou garantia em relação ao passado ou ao futuro da Empresa.
- A KPMG Corporate Finance destaca que a avaliação da Empresa foi realizada de forma isolada, desconsiderando eventuais impactos correlatos à Transação.
- O Magazine Luiza e a Campos Floridos, por meio de profissionais designados, forneceram informações referentes a dados, projeções, premissas e estimativas relacionadas à Empresa e ao mercado em que esta opera, utilizados neste Relatório. O Magazine Luiza e a Campos Floridos serão mencionados em conjunto neste Relatório como “Fornecedores de Informações”.
- A KPMG Corporate Finance baseou-se nas informações supracitadas e em discussões com os profissionais do Cliente, e a KPMG Corporate Finance não se responsabilizou por verificar de modo independente informação disponível publicamente ou a ela ofertada na preparação do presente Relatório pelos Fornecedores de Informações, considerando que essas informações foram enviadas de boa-fé. A KPMG Corporate Finance não expressa parecer sobre a fidedignidade da apresentação das informações mencionadas, e ressalta que quaisquer erros, alterações ou modificações nessas informações podem afetar significativamente as análises da KPMG Corporate Finance.
- Durante o curso de nossos trabalhos, desempenhamos procedimentos de análise sempre que necessário. Entretanto, ressaltamos que nosso trabalho de avaliação não constituiu uma auditoria das demonstrações financeiras ou de quaisquer outras informações a nós apresentadas pelos Fornecedores de Informações, não devendo ser considerado como tal. Nossos trabalhos consideraram a relevância de cada item, portanto ativos, direitos e obrigações de valor secundário não foram objeto de análise detalhada. A KPMG Corporate Finance não realizou nenhuma verificação independente relacionada às informações apresentadas pelos Fornecedores de Informações, não podendo confirmar sua precisão, exatidão e suficiência e, portanto, os Fornecedores de Informações assumem total responsabilidade pelas informações prestadas à KPMG Corporate Finance.
- Para a elaboração deste Relatório, a KPMG Corporate Finance teve como pressuposto a confiança, com expressa anuência dos Fornecedores de Informações, na exatidão, no conteúdo, na veracidade, na completude, na suficiência e na integralidade da totalidade dos dados que foram fornecidos ou discutidos, de modo que não assumimos nem procedemos à inspeção física de quaisquer ativos e propriedades, deixando, outrossim, de preparar ou obter avaliação independente de ativos e passivos da Campos Floridos, ou de sua solvência, considerando como consistentes as informações utilizadas neste Relatório, responsabilizando-se os Fornecedores de Informações, inclusive, por seus prepostos, sócios e colaboradores, por tudo quanto transmitido ou discutido com a KPMG Corporate Finance.
- As informações referentes aos dados, às projeções, às premissas e às estimativas, relacionados à Empresa e ao seu mercado de operação, utilizadas e contidas neste Relatório, baseiam-se em certos grupos de relatórios e em *layout* de apresentação que podem diferir consideravelmente em relação ao grupo de contas apresentado pelo Cliente ou pela Empresa na elaboração das demonstrações financeiras, publicamente disponíveis. Esse procedimento foi adotado para permitir que as projeções apresentadas estivessem consistentes com o grupo de contas reportado nas demonstrações financeiras gerenciais apresentadas. Diferenças ocasionais nos grupos de contas não têm impacto sobre os resultados.

1. Notas relevantes (cont.)

- Todas as informações, estimativas e projeções aqui contidas, incluindo, porém não se limitando a, projeções de receitas, custos e despesas operacionais, são aquelas utilizadas e/ou apresentadas pelos Fornecedores de Informações, ajustadas pela KPMG Corporate Finance, de acordo com seu julgamento, referente à razoabilidade, e são assumidas como oriundas da melhor avaliação dos Fornecedores de Informações e de suas Administrações com relação à evolução da Empresa e de seus mercados de operações.
- Exceto se expressamente apresentado de outra forma, conforme indicado por escrito em notas ou referências específicas, todos os dados, informações anteriores, informações de mercado, estimativas, projeções e premissas inclusos, considerados, utilizados ou apresentados neste relatório são aqueles apresentados pelos Fornecedores de Informações à KPMG Corporate Finance.
- As informações aqui contidas, relacionadas às posições contábil e financeira da Empresa, assim como do mercado, são aquelas disponíveis em 31 de dezembro de 2012. Qualquer mudança nessas posições pode afetar os resultados deste relatório. A KPMG Corporate Finance não assume nenhuma obrigação para com a atualização, revisão ou emenda do relatório, como resultado da divulgação de qualquer informação subsequente a 31 de dezembro de 2012, ou como resultado de qualquer evento subsequente.
- Não há garantias de que as premissas, as estimativas, as projeções, os resultados parciais ou totais ou as conclusões utilizados ou apresentados neste relatório serão efetivamente alcançados ou verificados, no todo ou em parte. Os resultados futuros realizados da Campos Floridos podem diferir daqueles nas projeções, e essas diferenças podem ser significativas, podendo resultar de vários fatores, incluindo, porém não se limitando a, mudanças nas condições de mercado. A KPMG Corporate Finance não assume nenhuma responsabilidade relacionada a essas diferenças.
- Este relatório foi gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua elaboração, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais a KPMG Corporate Finance não tem nenhum controle.
- A soma dos valores individuais apresentados neste Relatório pode diferir da soma apresentada, devido ao arredondamento de valores.
- Para a realização dos trabalhos, a KPMG Corporate Finance teve como premissa que todas as aprovações de ordem governamental, regulatória ou de qualquer outra natureza, bem como dispensa, aditamento ou repactuação de contratos necessários para o negócio colimado foram ou serão obtidas, e que nenhuma eventual modificação necessária por conta destes atos causará efeitos patrimoniais adversos para a Empresa ou reduzirá para esta os benefícios objetivados com a Transação.
- O relatório foi elaborado de acordo com os termos da nossa proposta, mas não objetiva ser a única base para a avaliação da Empresa, portanto o relatório não contém todas as informações necessárias para tal, e, conseqüentemente, não representa nem constitui uma proposta, solicitação, sugestão ou recomendação por parte da KPMG Corporate Finance para efetivação ou não da Transação. A decisão para compra ou não da Empresa é de total responsabilidade dos acionistas do Magazine Luiza (“Acionistas”), e a KPMG Corporate Finance não pode se responsabilizar por nenhuma decisão tomada pelos Acionistas.
- Os Acionistas devem fazer suas próprias análises em relação à conveniência e à oportunidade de aceitar a efetivação da Transação, devendo consultar seus próprios assessores financeiros, tributários e jurídicos, para definirem suas próprias opiniões sobre a Transação, de maneira independente. O Relatório deve ser lido e interpretado à luz das restrições e qualificações anteriormente mencionadas. O leitor considera em sua análise as restrições e as características das fontes de informação utilizadas.

1. Notas relevantes (cont.)

- Este Relatório não pode ser circulado, copiado, publicado ou de qualquer forma utilizado nem poderá ser arquivado, incluído ou referido no todo ou em parte em qualquer documento sem o prévio consentimento da KPMG Corporate Finance, sendo, porém, liberado o seu uso pela Administração do Magazine Luiza e pelos seus Acionistas.
- Relatórios de análise de empresas e setores elaborados por outras sociedades, até por sua autonomia, podem tratar premissas de modo diferente da abordagem desta avaliação e, conseqüentemente, apresentar resultados significativamente diferentes.
- Consideramos que a apresentação deste Relatório conclui definitivamente os serviços que foram objeto de nossa proposta, de acordo com os prazos ali definidos.

	Página
1. Notas relevantes	
2. Introdução	7
3. Análise da metodologia de avaliação	
4. Descrição da Empresa	
5. Breve descrição do mercado	
6. Premissas gerais e macroeconômicas	
7. Premissas operacionais	
8. Taxa de desconto	
9. DRE projetada	
10. Fluxo de caixa/ <i>valuation</i>	
11. Conclusão e análise de sensibilidade	

2. Introdução

Introdução (Fonte: Magazine Luiza)

- No dia 13 de dezembro de 2012, o Magazine Luiza celebrou um memorando de entendimento não vinculante com a Campos Floridos, que estabelece as bases, as premissas e as condições para a aquisição, pelo Magazine Luiza, da operação de *e-commerce* de cosméticos explorados pela Campos Floridos.
- No contexto desta Transação, a Administração do Magazine Luiza solicitou à KPMG uma avaliação econômico-financeira da Campos Floridos, na data-base de 31 de dezembro de 2012, para uso da sua Administração e de seus Acionistas no contexto da Transação.

Objetivo

- O objetivo de nossos trabalhos foi efetuar a avaliação econômico-financeira da Campos Floridos, com base na sua rentabilidade futura, com o objetivo de atendimento às exigências do art. 256 da Lei nº 6.404/1976, ou seja, para apresentação em Assembleia de Acionistas.

Critério de avaliação

- Foi utilizada, para a avaliação da Empresa, a metodologia do fluxo de caixa descontado, uma vez que é adequada para a determinação do valor de mercado do patrimônio líquido de empresas com plano de negócios consistente e com perspectivas de lucratividade. Descrevemos a metodologia do fluxo de caixa descontado no capítulo “Análise da metodologia de avaliação”.

Base de informações

- Balancetes analíticos contábeis da Campos Floridos de 31 de dezembro de 2011 e 2012;
- Demonstrações de resultados (“DRE”) gerenciais (*pro forma*) referentes a 2011 e 2012;
- Projeções financeiras elaboradas pela Administração do Magazine Luiza;

- Estudo de mercado do setor de Cosméticos, realizado pela Euromonitor em junho de 2010, utilizado pela Administração do Magazine Luiza no contexto da Transação;
- Documentos internos disponibilizados pela Administração do Cliente, relacionados à Transação; e
- Informações obtidas por meio de entrevistas com a Administração do Cliente.

Escopo

- O escopo dos nossos serviços de avaliação econômico-financeira da Empresa compreendeu os seguintes procedimentos:
 - Entrevistas com a Administração do Cliente para obter informações sobre as operações da Empresa, o cenário atual e as perspectivas futuras do negócio;
 - Análise dos balancetes analíticos contábeis da Empresa de 2011 e 2012;
 - Análise das DREs gerenciais (*pro forma*) referentes a 2011 e 2012;
 - Análise das projeções elaboradas pela Administração do Magazine Luiza;
 - Análise do benefício fiscal do ICMS na cidade de Palmas, Tocantins;
 - Análise de dados mercadológicos em poder da Empresa e do Cliente e comparação destes com os dados publicados/disponíveis em associações setoriais;
 - Modelagem econômico-financeira das operações da Empresa; e
 - Determinação da taxa de desconto aplicável aos fluxos de caixa operacionais livres.

2. Introdução (cont.)

Notas importantes e limitações de escopo

- Enfatizamos que a determinação do valor econômico das eventuais contingências não fez parte do escopo do nosso trabalho. Dessa forma, baseamo-nos em informações disponibilizadas pelo Magazine Luiza e pela Empresa e/ou por seus respectivos assessores em relação às análises já efetuadas sobre contingências. Ressaltamos também que nossos serviços não incluíram a avaliação patrimonial dos ativos fixos da Empresa.
- O escopo deste trabalho não contempla a obrigação específica e determinada da KPMG de detectar fraudes nas operações, nos processos, nos registros e nos documentos da Empresa.

Uso e divulgação do relatório

- O presente relatório foi preparado para uso exclusivo da Administração do Cliente e de seus Acionistas e não deverá ser divulgado a terceiros sem nosso consentimento prévio por escrito.

Eventos subsequentes

- A avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado tomou como base a posição patrimonial em 31 de dezembro de 2012 e as informações anteriores a essa data.
- Ressaltamos que eventuais fatos relevantes que tenham ocorrido entre a data-base da avaliação e a data de emissão deste relatório, e que não tenham sido levados ao conhecimento da KPMG, podem afetar a estimativa do valor de mercado da Empresa.
- A KPMG não foi incumbida de atualizar este relatório após a data de sua emissão.

1. Notas relevantes	
2. Introdução	
3. Análise da metodologia de avaliação	10
4. Descrição da Empresa	
5. Breve descrição do mercado	
6. Premissas gerais e macroeconômicas	
7. Premissas operacionais	
8. Taxa de desconto	
9. DRE projetada	
10. Fluxo de caixa/ <i>valuation</i>	
11. Conclusão e análise de sensibilidade	

3. Análise da metodologia de avaliação

Metodologia de avaliação

- Para a avaliação da Campos Floridos, utilizamos a metodologia do fluxo de caixa descontado.

Descrição da metodologia do fluxo de caixa descontado

- A metodologia do fluxo de caixa descontado está fundamentada no conceito de que o valor de uma empresa ou negócio está diretamente relacionado aos montantes e às épocas nos quais os fluxos de caixa livres, oriundos de suas operações, estarão disponíveis para distribuição. Portanto, para os acionistas, o valor da empresa é medido pelo montante de recursos financeiros a serem gerados no futuro pelo negócio, descontados a seu valor presente, para refletir o tempo, o custo de oportunidade e o risco associado a essa distribuição.
- Essa metodologia também captura os ativos intangíveis, tais como marca, carteira de clientes, carteira de produtos e participação de mercado, na medida em que todos esses ativos se refletem na capacidade da empresa de gerar resultados.
- Para os fins da avaliação, considera-se que 100% dos excedentes de caixa estarão disponíveis para distribuição na época em que forem gerados.
- Para calcular o fluxo de caixa futuro gerado pelas operações de uma empresa, inicialmente projetam-se os seus resultados. Aos lucros líquidos projetados, adicionam-se as despesas com depreciação (por se tratar de despesas sem efeito na geração de caixa) e subtraem-se os investimentos. A necessidade de capital de giro e outros itens com efeito sobre o fluxo de caixa da empresa também são considerados quando apropriado.
- É conveniente ressaltar, entretanto, que o lucro líquido calculado nas projeções de resultado não é diretamente comparável ao lucro líquido contábil a ser apurado futuramente nos exercícios subsequentes.
- Isso se deve ao fato, entre outras razões, de que o lucro líquido realizado é afetado por fatores não operacionais ou não recorrentes, tais como receitas eventuais, receitas não operacionais, receitas e/ou despesas com variações monetárias e cambiais, entre outras.

- A projeção dos demonstrativos de resultados futuros destina-se tão-somente à finalidade de se calcular o fluxo de caixa projetado do negócio que está sendo avaliado, que contempla os fluxos futuros disponíveis para os acionistas. Nessa etapa da avaliação, o que se quer estimar é a capacidade de geração de caixa proveniente das operações normais da empresa, ou seja, seu potencial de gerar riqueza para os acionistas em decorrência de suas características operacionais.
- Como taxa de desconto a ser aplicada aos fluxos de caixa, usualmente é utilizado o WACC (sigla em inglês para Custo Médio Ponderado de Capital - Weighted Average Cost of Capital).
- Os fluxos de caixa anuais são, então, descontados pelo custo médio ponderado de capital, que já reflete o custo de oportunidade em investimentos em empresas com atuação similar àquela que está sendo avaliada. Posteriormente, os fluxos de caixa descontados são somados para estimar-se o valor do negócio.
- Do ponto de vista teórico, tendo em vista a continuidade das operações da empresa avaliada, o horizonte de projeção iria estender-se por prazos muito longos. Entretanto, por razões de ordem prática (incluindo a dificuldade de se estimar parâmetros por prazos muito longos), é considerado um horizonte de projeção de alguns anos, de acordo com as características do negócio da empresa avaliada e, ao fim desse período, é adicionado um valor terminal.
- Para que seja determinado o valor da empresa avaliada e, conseqüentemente, o valor econômico de suas ações ou quotas, ao/do valor do negócio calculado anteriormente são adicionados/deduzidos os ativos e os passivos não operacionais existentes na data-base da avaliação, bem como eventuais contingências e/ou outros pagamentos extraordinários não operacionais eventualmente identificados.

1. Notas relevantes	
2. Introdução	
3. Análise da metodologia de avaliação	
4. Descrição da Empresa	12
5. Breve descrição do mercado	
6. Premissas gerais e macroeconômicas	
7. Premissas operacionais	
8. Taxa de desconto	
9. DRE projetada	
10. Fluxo de caixa/ <i>valuation</i>	
11. Conclusão e análise de sensibilidade	

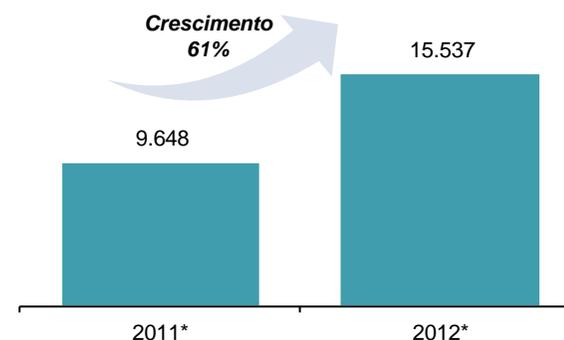
4. Descrição da Empresa

Descrição da Empresa (Fonte: Site da Empresa)

- O Grupo Época Cosméticos, do qual a Campos Floridos faz parte, foi fundado em 1991, com o objetivo de comercializar perfumes, cosméticos e maquiagens de luxo. A empresa conta com três canais de distribuição: duas lojas físicas na cidade do Rio de Janeiro e uma loja virtual (*site*).
- A loja virtual foi fundada em 1996 em paralelo à abertura das lojas físicas, dando origem à Campos Floridos, uma empresa de comércio eletrônico que comercializa os produtos da Época Cosméticos através do [site www.epocacosmeticos.com.br](http://www.epocacosmeticos.com.br). Grande parte das vendas é realizada para consumidores individuais (B2C) e entregue em todo o País.
- Atualmente, a Campos Floridos atua na revenda de, aproximadamente, 280 marcas nacionais e estrangeiras, que compõem um portfólio de mais de 8.000 produtos.
- O *site* conta com as seguintes seções:
 - Perfumes;
 - Maquiagens;
 - Cabelos;
 - Dermocosméticos;
 - Tratamentos;
 - Corpo & banho;
 - Solares;
 - Produtos masculinos; e
 - Espaço exclusivo para ofertas.

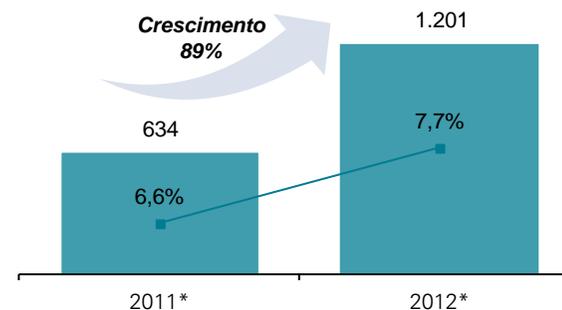
Receita histórica (*)

- A seguir, são apresentadas as receitas líquidas da Empresa realizadas em 2011 e 2012 (em R\$ 000):



Margem EBITDA histórica (*)

- A seguir, são apresentadas as margens EBITDA da Empresa realizadas em 2011 e 2012 (em R\$ 000):



(*) Dados gerenciais disponibilizados pela Administração do Cliente.

4. Descrição da Empresa (cont.)

Balancos patrimoniais (não auditado)

- A seguir, são apresentados os balanços patrimoniais da Empresa em 31 de dezembro de 2011 e 2012:

R\$ 000	Histórico	
	dez/11	dez/12
Ativos		
Circulante	5.599	7.232
Disponibilidade	413	204
Contas a receber - cartão de crédito	2.267	2.808
Contas a receber - outros	59	143
Adiantamentos	3	-
Tributos a compensar	29	13
Estoque	2.826	4.063
Despesas e custos pagos antecipadamente	0,3	1
Não-circulante	140	137
Imobilizado	140	137
Ativo Total	5.738	7.369

R\$ 000	Histórico	
	dez/11	dez/12
Passivos e Patrimônio Líquido		
Circulante	2.869	3.454
Fornecedores	2.709	3.206
Adiantamentos	-	66
Obrigações fiscais	134	165
Obrigações trabalhistas	22	11
Contas a pagar	3	6
Não-circulante	282	373
Instituições financeiras	282	373
Patrimônio líquido	2.587	3.541
Capital social	15	15
Lucros ou prejuízos acumulados	2.572	3.526
Passivo e Patrimônio Líquido	5.738	7.369

4. Descrição da Empresa (cont.)

Demonstrações de resultados (*pro forma* - não auditado)

- A seguir, são apresentadas as demonstrações de resultados da Empresa de 2011 e 2012:

Demonstração do resultado <i>pró-forma</i> R\$ 000	2011	2012
	<i>pró-forma</i>	
Receita líquida	9.648	15.537
Custo das mercadorias	(6.172)	(9.529)
Lucro bruto	3.476	6.008
Despesas operacionais	(2.841)	(4.808)
EBITDA	634	1.201
Depreciação	(28)	(28)
EBIT	607	1.173
Despesas financeiras	(370)	(392)
EBT	236	781
IR/CS	(216)	(265)
Lucro líquido	20	515

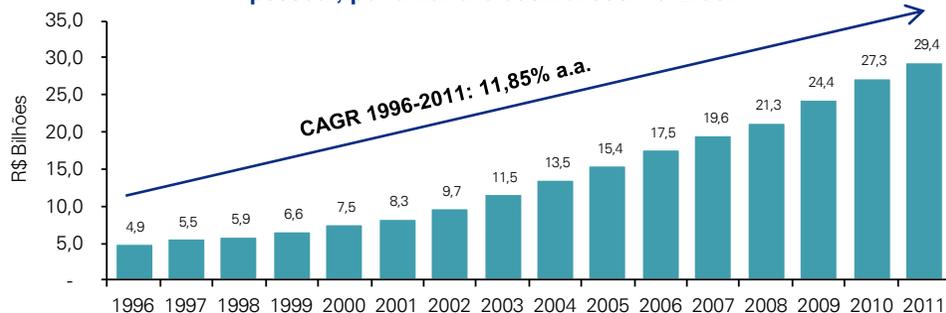
1. Notas relevantes	
2. Introdução	
3. Análise da metodologia de avaliação	
4. Descrição da Empresa	
5. Breve descrição do mercado	16
6. Premissas gerais e macroeconômicas	
7. Premissas operacionais	
8. Taxa de desconto	
9. DRE projetada	
10. Fluxo de caixa/ <i>valuation</i>	
11. Conclusão e análise de sensibilidade	

5. Breve descrição do mercado

Mercado de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos (HPPC) no Brasil

- Nos últimos 16 anos, segundo estudo da Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC), o mercado de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos expandiu consideravelmente no Brasil, atingindo em 2011 a marca de R\$ 29,4 bilhões em faturamento, conforme apresentado no gráfico a seguir:

Evolução do faturamento da indústria de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos no Brasil



Fonte: ABIHPEC

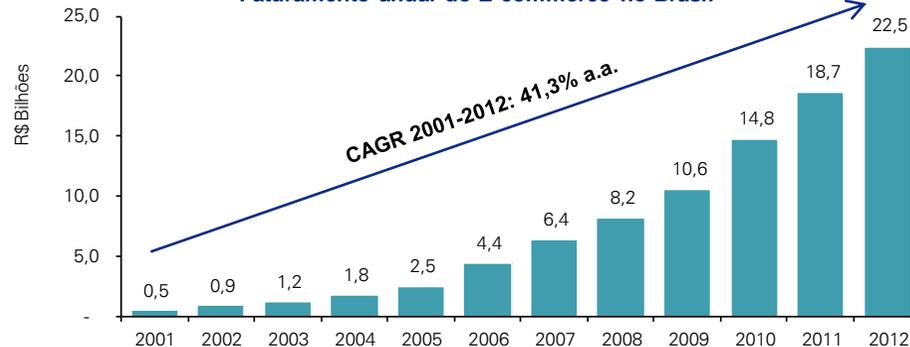
- Conforme apresentado no gráfico acima, o setor de HPPC no Brasil cresceu a uma taxa de crescimento composta anual (CAGR) de, aproximadamente, 11,85% entre 1996 e 2011.
- De acordo com a ABIHPEC, dentre os fatores que mais têm contribuído para esse crescimento do setor, se destacam:
 - Utilização de tecnologia de ponta e o conseqüente aumento da produtividade;
 - Lançamentos constantes de novos produtos, que cada vez mais atendem às necessidades do mercado;
 - Participação crescente da mulher brasileira no mercado de trabalho; e
 - Aumento da expectativa de vida, o que leva a uma maior preocupação em conservar uma impressão de juventude.

- Ainda de acordo com a ABIHPEC, a interação dos fatores mencionados levou o Brasil ao posto de terceiro maior mercado mundial de produtos de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos em 2011.

Comércio eletrônico no Brasil

- Nos últimos 11 anos, segundo estudo do E-bit, o comércio eletrônico se expandiu consideravelmente no Brasil, atingindo em 2012 a marca de R\$ 22,5 bilhões em faturamento, conforme apresentado no gráfico a seguir:

Faturamento anual do E-commerce no Brasil



Fonte: E-bit

- Conforme apresentado no gráfico acima, o e-commerce no Brasil cresceu a uma taxa de crescimento composta anual (CAGR) de, aproximadamente, 41,3% entre 2001 e 2012.

5. Breve descrição do mercado (cont.)

Comércio eletrônico no Brasil (cont.)

- Embora o setor tenha experimentado altas taxas de crescimento nos últimos 11 anos, o número de consumidores que realizam compras no ambiente virtual ainda é relativamente baixo no Brasil, alcançando em 2012 a marca de 42,2 milhões de consumidores, conforme apresentado no gráfico a seguir:



Fonte: E-bit

1. Notas relevantes	
2. Introdução	
3. Análise da metodologia de avaliação	
4. Descrição da Empresa	
5. Breve descrição do mercado	
6. Premissas gerais e macroeconômicas	19
7. Premissas operacionais	
8. Taxa de desconto	
9. DRE projetada	
10. Fluxo de caixa/ <i>valuation</i>	
11. Conclusão e análise de sensibilidade	

6. Premissas gerais e macroeconômicas

Premissas gerais

- As premissas gerais utilizadas na avaliação econômico-financeira da Campos Floridos foram baseadas em informações e em análises gerenciais disponibilizadas pela Administração do Magazine Luiza.

Moeda

- As projeções foram efetuadas em Reais (R\$) e em termos nominais, ou seja, considerando o efeito da inflação no fluxo projetado.

Horizonte de projeção

- Do ponto de vista teórico, dada a continuidade do mercado da Empresa avaliada, o horizonte de projeção estenderia-se ao infinito. Entretanto, por razões de ordem prática (incluindo a dificuldade de se estimar parâmetros por prazos maiores), é considerado um horizonte de projeção explícito limitado a alguns anos, de acordo com as características da Empresa, e ao fim desse período é adicionado um valor terminal.

- Na presente avaliação, observando as características da Empresa e do mercado em que está inserida, foi adotado o horizonte de projeção entre janeiro de 2013 e dezembro de 2022 (10 anos), e para a estimativa do valor terminal com base na perpetuidade do fluxo de caixa normalizado das operações em 2022, consideramos um crescimento anual nominal de 4,93% na perpetuidade (o que equivale a uma taxa real nula de crescimento).

Descontos dos fluxos de caixa no tempo

- No ano em que os fluxos de caixa são gerados, consideramos que os fluxos mensais possuem valores diferentes no tempo. Assim, os fluxos do início do ano deveriam ser descontados por menos tempo que os do fim do ano. Dessa forma, a fim de considerar este impacto temporal em nossos cálculos, adotamos a premissa metodológica de um fluxo total equivalente que ocorreria no meio do período entre o início e o fim de cada ano para descontar os fluxos de caixa.

Premissas macroeconômicas

- As variáveis macroeconômicas consideradas no modelo estão relacionadas abaixo:

Premissas macroeconômicas	Histórico		Projeção									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PIB nominal	9,38%	6,75%	9,02%	9,34%	9,14%	8,94%	8,94%	8,94%	8,94%	8,94%	8,94%	8,94%
PIB real (*)	2,70%	0,98%	3,36%	3,76%	3,87%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%
Inflação brasileira (IPCA) (*)	6,50%	5,71%	5,48%	5,38%	5,07%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%

(Fonte: Banco Central - Relatório Focus - 31/12/2012)

(*) De 2017 em diante, mantivemos o PIB e a inflação em taxas constantes

1. Notas relevantes	
2. Introdução	
3. Análise da metodologia de avaliação	
4. Descrição da Empresa	
5. Breve descrição do mercado	
6. Premissas gerais e macroeconômicas	
7. Premissas operacionais	21
8. Taxa de desconto	
9. DRE projetada	
10. Fluxo de caixa/ <i>valuation</i>	
11. Conclusão e análise de sensibilidade	

7. Premissas operacionais

Receita líquida

Receita bruta

- Considerou-se para o período de 2013 a 2022 as premissas de projeção de receita bruta fornecidas pela Administração do Magazine Luiza.
- Para os anos de 2013, 2014 e 2015, projetou-se os crescimentos da receita bruta de 50%, 40% e 40% respectivamente, que representam um ganho de *market share* de, aproximadamente, 0,02 pontos percentuais ao ano. Segundo a Administração, tais ganhos de mercado devem ocorrer em virtude dos investimentos em *marketing* equivalentes a 7,0% da receita líquida.
- Para os anos de 2016 a 2022, a receita bruta da Campos Floridos foi projetada de acordo com as expectativas do tamanho do mercado em que a Empresa atua e de *market share* da Empresa.
- Para o período de 2016 a 2022, considerou-se como premissa para o crescimento da receita bruta da Empresa um ganho de 0,01 ponto percentual de *market share* ao ano. De acordo com a Administração, esses ganhos de *market share* devem ocorrer em virtude de investimentos em *marketing* equivalentes a 5,0% da receita líquida.
- Considerou-se que a premissa de crescimento da receita bruta deve ocorrer mantendo-se o *mix* de vendas de 2012.

Deduções da receita bruta

- Segundo a Administração, a Empresa está sujeita ao Termo de Acordo de Regime Especial – TARE nº 2.021/08, à Lei nº 1.641/05 e às alterações introduzidas através da Lei nº 2.041/09, do Governo do Estado de Tocantins (“Benefício Fiscal”). De acordo com os dispostos anteriores, a Empresa está sujeita a uma alíquota reduzida de ICMS de, aproximadamente, 1% sobre a receita bruta, cujo período de vigência previsto é de 15 anos a partir de abril de 2008. Consideramos como premissa a renovação deste benefício.

- A KPMG não efetuou uma análise específica sobre o Benefício Fiscal e, portanto, assumiu a premissa de manutenção deste, conforme entendimento da Administração do Cliente e de seus assessores. Caso o Benefício Fiscal não seja mantido ou ocorra alguma alteração deste, o impacto nesta avaliação pode ser relevante.
- De acordo com a Administração, as mercadorias comercializadas pela Campos Floridos encontram-se sob o regime tributário de PIS e COFINS denominado monofásico. De acordo com esse regime, o industrial e/ou o importador recolhem esses tributos sob alíquotas majoradas, enquanto as revendas por parte de comerciantes varejistas são tributadas com alíquota de 0% sobre a receita bruta.
- Com base nas particularidades dos recolhimento de ICMS, PIS e COFINS descritos anteriormente, e na premissa de manutenção do *mix* de vendas de 2012, projetamos as deduções da receita bruta em linha com as alíquotas efetivas históricas do ano de 2012 observadas para cada um dos itens abaixo:
 - ICMS + FDE (Fundo de Desenvolvimento Econômico);
 - PIS;
 - COFINS; e
 - Devoluções.

7. Premissas operacionais (cont.)

Receita líquida (cont.)

- A seguir, apresentamos a projeção de crescimento dos mercados de maquiagem, perfumaria, tensoativos e *skin care* no Brasil, realizada em junho de 2010 pela Euromonitor International e a projeção de receita líquida da Empresa, conforme as premissas descritas no *slide* anterior:

Projeção de crescimento do mercado de cosméticos R\$ 000	Projeção		Projeção										
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Mercado (*)													
Maquiagem	4.967.800	5.254.700	5.559.100	5.865.900	6.189.632	6.531.230	6.891.681	7.272.024	7.673.359	8.096.842	8.543.697	9.015.213	
% crescimento	5,9%	5,8%	5,8%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Perfumes	11.581.500	12.583.100	13.635.200	14.635.400	15.708.969	16.861.289	18.098.136	19.425.711	20.850.670	22.380.156	24.021.835	25.783.939	
% crescimento	8,4%	8,6%	8,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	
Tensoativos	19.217.000	19.851.100	20.550.800	21.272.400	22.019.338	22.792.502	23.592.815	24.421.229	25.278.732	26.166.344	27.085.122	28.036.162	
% crescimento	3,8%	3,3%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Skin care	8.082.300	8.563.600	8.941.900	9.354.100	9.785.301	10.236.380	10.708.253	11.201.877	11.718.257	12.258.440	12.823.525	13.414.658	
% crescimento	5,7%	6,0%	4,4%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	

(Fonte: Euromonitor - Junho 2010)

(*) De 2015 em diante, mantivemos o percentual de crescimento de 2014

Mercado	43.848.600	46.252.500	48.687.000	51.127.800	53.703.240	56.421.401	59.290.885	62.320.842	65.521.017	68.901.781	72.474.179	76.249.972
% crescimento		5,5%	5,3%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%

Receita líquida R\$ 000	Histórico		Projeção									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Receita bruta	9.815	15.942	23.913	33.478	46.869	54.884	63.604	73.087	83.392	94.585	106.736	119.922
% crescimento	57,1%	62,4%	50,0%	40,0%	40,0%	17,1%	15,9%	14,9%	14,1%	13,4%	12,8%	12,4%
% market share	0,02%	0,03%	0,05%	0,07%	0,09%	0,10%	0,11%	0,12%	0,13%	0,14%	0,15%	0,16%
% ganho de market share						0,010%	0,010%	0,010%	0,010%	0,010%	0,010%	0,010%
Deduções da receita bruta	(166)	(405)	(608)	(851)	(1.191)	(1.394)	(1.616)	(1.857)	(2.119)	(2.403)	(2.712)	(3.047)
% da RB	-1,69%	-2,54%	-2,54%	-2,54%	-2,54%	-2,54%	-2,54%	-2,54%	-2,54%	-2,54%	-2,54%	-2,54%
ICMS + FDE	(137)	(228)	(342)	(479)	(670)	(785)	(910)	(1.045)	(1.193)	(1.353)	(1.527)	(1.715)
% da RB	-1,40%	-1,43%	-1,43%	-1,43%	-1,43%	-1,43%	-1,43%	-1,43%	-1,43%	-1,43%	-1,43%	-1,43%
PIS	(0)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)	(5)	(5)	(6)	(7)	(8)
% da RB	0,00%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%
COFINS	(2)	(3)	(5)	(6)	(9)	(10)	(12)	(14)	(16)	(18)	(20)	(23)
% da RB	-0,02%	-0,02%	-0,02%	-0,02%	-0,02%	-0,02%	-0,02%	-0,02%	-0,02%	-0,02%	-0,02%	-0,02%
Devolução	(27)	(173)	(260)	(363)	(509)	(596)	(690)	(793)	(905)	(1.026)	(1.158)	(1.301)
% da RB	-0,27%	-1,09%	-1,09%	-1,09%	-1,09%	-1,09%	-1,09%	-1,09%	-1,09%	-1,09%	-1,09%	-1,09%
Receita líquida	9.648	15.537	23.306	32.628	45.679	53.490	61.988	71.230	81.273	92.182	104.025	116.876
% crescimento		61,0%	50,0%	40,0%	40,0%	17,1%	15,9%	14,9%	14,1%	13,4%	12,8%	12,4%

7. Premissas operacionais (cont.)

Custo das mercadorias vendidas

- Os custos das mercadorias vendidas referem-se aos gastos com aquisição de produtos com os distribuidores nacionais.
- Em 2011, a Empresa apresentou uma margem de custos equivalente a, aproximadamente, 64% da receita líquida. Em 2012, por conta da mudança de *mix* de vendas, a Empresa reduziu sua margem de custos para, aproximadamente, 61,3% da receita líquida.
- Com base na premissa de manutenção do *mix* de vendas de 2012, projetamos os custos das mercadorias em linha com a margem de custos do ano de 2012 (61,3% da receita líquida) ao longo de toda a projeção.

Despesas operacionais

- As despesas operacionais foram classificadas entre:
 - *Despesas Fixas*: Despesas consideradas fixas. Foram divididas entre (i) Aluguel do escritório do Rio de Janeiro; (ii) Comunicação (telefonia); (iii) Prestação de serviços TI/Internet; (iv) Contabilidade; (v) Energia elétrica; (vi) Peças e equipamentos; e (vii) Despesas diversas. Em todos os casos, considerou-se uma elasticidade de 50% com a receita líquida, a partir do ano de 2013.
 - *Despesas Variáveis*: Despesas consideradas variáveis em relação à receita líquida. Foram divididas entre (i) Embalagem; e (ii) Taxa de administração do cartão. Em todos os casos, considerou-se uma elasticidade de 100% com a receita líquida, a partir do ano de 2013.
 - *Marketing*: As despesas com marketing consistem em gastos com propaganda e publicidade. Para o período de 2013 a 2015, considerou-se como premissa para os gastos com *marketing* um percentual de 7% em relação à receita líquida, de forma que sustente o crescimento da receita bruta projetado para o respectivo período. Para o período de 2016 a 2022, as despesas com *marketing* foram projetadas de forma constante, considerando o percentual de 5% em relação à receita líquida.

- *Folha de pagamento*: As despesas com folha de pagamento consistem em gastos com salários e encargos dos profissionais alocados no escritório do Rio de Janeiro. Foram divididas entre (i) colaboradores; e (ii) diretoria. Considerou-se como premissa para a projeção das despesas com folha de pagamento o crescimento projetado da inflação brasileira (IPCA) acrescido de um ganho real de (i) 10% ao ano para colaboradores; e (ii) 5% ao ano para diretoria.
- *Despesas com logística*: Historicamente, as despesas com logística consistiram em gastos com aluguel do centro de distribuição instalado em Tocantins, folha de pagamento dos colaboradores desse centro de distribuição e frete. Porém, em outubro de 2012, as operações da Empresa foram terceirizadas para o operador logístico Total Express, o qual ficou responsável por todo o processo logístico (recebimento de mercadorias, armazenagem, separação e individualização dos pedidos, faturamento e transporte até a expedição ao consumidor). Projetamos essa despesa de logística considerando as principais variáveis deste novo contrato de terceirização.
- Verba de Propaganda Cooperada (“VPC”): É uma receita gerada por meio da exposição das marcas de terceiros dentro da publicidade realizada pela Empresa, ou seja, os distribuidores locais pagam para a Campos Floridos para terem suas marcas veiculadas nos anúncios da Empresa. Por conservadorismo, segundo a Administração do Magazine Luiza, considerou-se como premissa para VPC a não projeção dessa receita.

7. Premissas operacionais (cont.)

Custo das mercadorias vendidas e despesas operacionais

- A seguir, apresentamos as projeções de custo das mercadorias vendidas e despesas operacionais da Empresa até o ano de 2022:

Custo das mercadorias vendidas e Despesas operacionais R\$ 000	Histórico		Projeção									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Custo das mercadorias vendidas	(6.172)	(9.529)	(14.293)	(20.010)	(28.014)	(32.804)	(38.016)	(43.684)	(49.843)	(56.533)	(63.796)	(71.677)
% da RL	-64,0%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%
Despesas operacionais	(2.841)	(4.808)	(7.010)	(9.227)	(12.233)	(13.091)	(15.028)	(17.148)	(19.468)	(22.009)	(24.730)	(27.675)
% da RL	-29,5%	-30,9%	-30,1%	-28,3%	-26,8%	-24,5%	-24,2%	-24,1%	-24,0%	-23,9%	-23,8%	-23,7%
Despesas fixas	(475)	(641)	(802)	(962)	(1.155)	(1.253)	(1.353)	(1.454)	(1.556)	(1.661)	(1.767)	(1.877)
% da RL	-4,9%	-4,1%	-3,4%	-2,9%	-2,5%	-2,3%	-2,2%	-2,0%	-1,9%	-1,8%	-1,7%	-1,6%
Elasticidade sobre crescimento da receita líquida			50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Despesas variáveis	(262)	(494)	(741)	(1.038)	(1.453)	(1.702)	(1.972)	(2.266)	(2.585)	(2.932)	(3.309)	(3.718)
% da RL	-2,7%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%
Elasticidade sobre crescimento da receita líquida			100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Marketing	(469)	(996)	(1.631)	(2.284)	(3.198)	(2.674)	(3.099)	(3.562)	(4.064)	(4.609)	(5.201)	(5.844)
% da RL	-4,9%	-6,4%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
Folha de pagamento	(991)	(1.126)	(1.671)	(1.914)	(2.186)	(2.495)	(2.848)	(3.253)	(3.717)	(4.248)	(4.793)	(5.386)
% da RL	-10,3%	-7,2%	-7,2%	-5,9%	-4,8%	-4,7%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%
Despesas com Logística	(960)	(1.551)	(2.164)	(3.029)	(4.241)	(4.966)	(5.755)	(6.613)	(7.546)	(8.559)	(9.658)	(10.851)
% da RL	-9,9%	-10,0%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%
VPC	315	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total de custo das mercadorias e despesas operacionais	(9.014)	(14.336)	(21.303)	(29.237)	(40.246)	(45.895)	(53.044)	(60.831)	(69.311)	(78.542)	(88.526)	(99.353)
% da RL	-93,4%	-92,3%	-91,4%	-89,6%	-88,1%	-85,8%	-85,6%	-85,4%	-85,3%	-85,2%	-85,1%	-85,0%

7. Premissas operacionais (cont.)

Depreciação

- Considerou-se a depreciação dos ativos imobilizados já existentes na data-base do trabalho, acrescida da depreciação dos novos investimentos.
- Para o imobilizado existente, utilizamos as taxas fiscais de depreciação, que variam entre 10% e 20%.
- Para os novos investimentos, considerou-se uma taxa de depreciação de 16,8%, equivalente à taxa média de depreciação dos ativos imobilizados já existentes na data-base do trabalho.

Resultado financeiro e não operacional

- A metodologia utilizada para o presente relatório não considera projeções de resultados financeiros e não operacionais, uma vez que esta tem como objetivo estimar o valor de uma empresa com base na sua geração de caixa operacional.

Imposto de renda e contribuição social

- Para fins de projeção, foi considerada uma alíquota de 34% sobre o lucro tributável para pagamentos de Imposto de Renda (IRPJ) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), conforme a atual legislação fiscal brasileira.

Investimentos (Capex)

- Referem-se aos investimentos necessários à continuidade e à manutenção das operações da Empresa. Ao longo dos anos, considerou-se como premissa o reinvestimento de 150% da depreciação.
- Para o cálculo da perpetuidade, o montante de investimentos foi igual ao valor da depreciação.

Capital de giro

- Para o capital de giro, foram projetadas as seguintes contas e prazos médios para a Campos Floridos:

Capital de Giro	Dias	Drivers
Aplicações		
Contas a receber - cartão de crédito (*)	65	Receita líquida
Contas a receber - outros	3	Receita líquida
Tributos a compensar	0,31	Receita líquida
Estoque (*)	99	CMV
Despesas e custos pagos antecipadamente	0,03	CMV
Origens		
Fornecedores	68	CMV
Adiantamentos	3	CMV
Obrigações fiscais	4	Receita líquida
Obrigações trabalhistas	0,29	Despesas Gerais e Administrativas
Contas a pagar	0,23	CMV

(*) A premissa de número de dias de contas a receber e estoque foi informada pela Administração do Magazine Luiza.

1. Notas relevantes	
2. Introdução	
3. Análise da metodologia de avaliação	
4. Descrição da Empresa	
5. Breve descrição do mercado	
6. Premissas gerais e macroeconômicas	
7. Premissas operacionais	
8. Taxa de desconto	27
9. DRE projetada	
10. Fluxo de caixa/ <i>valuation</i>	
11. Conclusão e análise de sensibilidade	

8. Taxa de desconto

Metodologia do cálculo da taxa de desconto

- A determinação da taxa de desconto é uma etapa fundamental de uma avaliação econômico-financeira. Esse único fator reflete aspectos de natureza subjetiva e variável, que variam de investidor para investidor, tais como o custo de oportunidade e a percepção particular do risco do investimento.
- Utilizamos o WACC (sigla em inglês para Weighted Average Cost of Capital, ou Custo Médio Ponderado de Capital) como parâmetro apropriado para determinar a taxa de desconto a ser aplicada aos fluxos de caixa livres da Empresa. O WACC considera os diversos componentes de financiamento incluindo dívida e capital próprio, utilizados por uma empresa para financiar suas necessidades, e é calculado de acordo com a seguinte fórmula:

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

- WACC = Custo médio ponderado de capital
- D = Total do capital de terceiros
- E = Total do capital próprio
- t = Taxa de imposto
- Kd = Custo do capital de terceiros
- Ke = Custo do capital próprio

Custo do capital próprio

- O custo do capital próprio foi calculado pela metodologia do CAPM (do inglês, Capital Asset Pricing Model). Considerando-se que a Empresa avaliada encontra-se no Brasil, o custo do capital próprio (em termos nominais) foi calculado de acordo com a seguinte fórmula, em que:

$$K_e = \{ [1 + R_f + \beta * (E[R_m] - R_f) + R_b + T] / (1 + I_a) * (1 + I_b) \} - 1$$

- Rf = Taxa livre de risco
- β = Beta realavancado (coeficiente de risco de mercado da Empresa)
- E[Rm] = Retorno médio de longo prazo obtido no mercado acionário dos EUA
- E[Rm] - Rf = Prêmio pelo risco de mercado
- Rb = Risco associado ao Brasil
- T = Prêmio pelo tamanho da Empresa
- Ia = Taxa média de inflação dos Estados Unidos (estimada)
- Ib = Taxa de inflação do Brasil de longo prazo (estimada)

Taxa livre de risco (risk free rate)

- Para quantificar o retorno médio livre de risco (Rf), foi considerado o retorno médio entre 1º de janeiro de 2011 e 31 de dezembro de 2012 dos títulos de renda fixa do Tesouro Norte-americano (T-Bond) de 30 anos, que foi de 3,41% a.a. (Fonte: Bloomberg).

8. Taxa de desconto (cont.)

Cálculo do Beta

- O Beta é o coeficiente de risco de mercado da ação de uma empresa em relação a um índice de mercado que represente, de maneira adequada, o mercado acionário. No caso de avaliação de empresas cujas ações sejam listadas e tenham negociação expressiva em bolsas de valores desenvolvidas, o Beta da ação pode ser calculado pela covariância dos seus retornos semanais em relação ao índice de mercado selecionado durante os dois anos anteriores à data-base da avaliação.
- No caso de as ações da empresa não serem listadas em bolsa, considera-se que o Beta da empresa pode ser adequadamente representado pelo Beta médio de um grupo de empresas do seu setor de atuação em um mercado desenvolvido. Calcula-se então o Beta médio do setor das empresas avaliadas com base na média das covariâncias dos retornos das empresas desse setor em relação aos retornos do índice de mercado.
- O Beta (β) utilizado foi obtido no *site* do Professor da Universidade de Nova York, especialista em avaliações, Sr. Aswath Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).
- Foi utilizado o Beta do setor de e-Commerce com base em uma amostra de cerca de 64 empresas do mercado americano. A partir do Beta (β) obtido e da estrutura de capital do setor, o efeito dos impostos e do endividamento é excluído obtendo-se o Beta desalavancado (Bd). Este é realavancado de acordo com a estrutura de capital do mercado e com base nas alíquotas do imposto de renda e da contribuição social vigentes no Brasil e incidentes sobre as operações da Campos Floridos.
- A seguir, é apresentada tabela com os parâmetros de cálculo do Beta:

Setor	Classificação	Beta alavancado	Debt to Equity	Tax Rate	Beta desalavancado
E-Commerce	US	1,052	6,7%	10,5%	0,993

Empresa	Beta desalavancado	Debt to Equity	Tax Rate	Beta realavancado
Campos floridos	0,993	6,7%	34,0%	1,037

Prêmio de risco de mercado

- Para o prêmio de risco do mercado acionário de longo prazo (ou seja, $E[Rm] - Rf$), foi adotado o retorno médio acima da taxa do Treasury Bond proporcionado pelo investimento no mercado acionário norte-americano no período de 1928 a 2012, que foi de 4,20% a.a. (Fonte: *site* do Professor Aswath Damodaran).

Risco Brasil

- Para quantificar o risco associado ao Brasil (Rb), foi considerado o diferencial médio entre 1º de janeiro de 2011 e 31 de dezembro de 2012, da taxa de rendimento do título brasileiro Global-Bond 37 em relação à taxa de rendimento do T-Bond, que foi de 1,30% a.a. (Fonte: Bloomberg).

Prêmio pelo tamanho da Empresa

- Para o prêmio pelo tamanho da Empresa (Rs), foi considerada a taxa de 6,10% a.a., taxa esta aplicada a empresas consideradas de pequeno porte (Fonte: Ibbotson Associates, 2012).

Inflação americana

- Foi considerada a inflação anual média de longo prazo nos Estados Unidos (Ia), conforme a média observada entre 1820 e 2012. Foi considerada uma taxa de 2,04% a.a. (Fonte: Global Financial Data).

Inflação brasileira

- Foi considerada a expectativa na data-base de inflação anual média de longo prazo no Brasil (Ib) de 4,93% a.a. (Fonte: Banco Central do Brasil - Relatório Focus).

8. Taxa de desconto (cont.)

Custo do capital de terceiros

- O custo de capital de terceiros da Empresa foi calculado tomando como base a taxa básica de juros no Brasil (Selic) de longo prazo de 7,91% a.a. (Fonte: Banco Central do Brasil - Relatório Focus – 31/12/2012). A essa taxa, foi acrescentado um *spread* adicional de 7,0% a.a., totalizando 15,46% a.a. A taxa resultante (pré-impostos) é então ajustada para refletir o benefício fiscal dos juros, resultando em 10,21% a.a.

Estrutura de capital

- Para o cálculo da estrutura de capital da Empresa, foram utilizados os parâmetros de empresas do setor de e-Commerce, obtidos no *site* do Professor Aswath Damodaran. Sendo assim, a estrutura de capital utilizada foi de 93,7% de capital próprio e 6,3% de capital de terceiros.

Taxa de desconto

- Na tabela abaixo está apresentado o cálculo da taxa de desconto:

Custo de Capital	
Taxa Livre de Risco (T-Bond)	3,41%
Beta Realavancado	1,037
Prêmio de Mercado	4,20%
Risco País	1,30%
Prêmio pelo tamanho da empresa	6,10%
Inflação Americana	2,04%
Inflação Brasileira	4,93%
Custo de Capital (Em termos nominais)	18,42%
SELIC	7,91%
Spread	7,00%
Custo médio da dívida (em BRL)	15,46%
Benefício fiscal da dívida	34,00%
Custo de Capital de terceiros (Em termos nominais)	10,21%
% de Custo de Capital	93,69%
% de Custo de Capital de Terceiros	6,31%
Custo do Capital Próprio	18,42%
Custo do Capital Terceiros	10,21%
WACC (Em termos nominais R\$)	17,90%

1. Notas relevantes	
2. Introdução	
3. Análise da metodologia de avaliação	
4. Descrição da Empresa	
5. Breve descrição do mercado	
6. Premissas gerais e macroeconômicas	
7. Premissas operacionais	
8. Taxa de desconto	
9. DRE projetada	31
10. Fluxo de caixa/ <i>valuation</i>	
11. Conclusão e análise de sensibilidade	

9. DRE projetada

Demonstração de resultado R\$ 000	Histórico		Projeção									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Receita bruta	9.815	15.942	23.913	33.478	46.869	54.884	63.604	73.087	83.392	94.585	106.736	119.922
Deduções da receita bruta	(166)	(405)	(608)	(851)	(1.191)	(1.394)	(1.616)	(1.857)	(2.119)	(2.403)	(2.712)	(3.047)
Receita líquida	9.648	15.537	23.306	32.628	45.679	53.490	61.988	71.230	81.273	92.182	104.025	116.876
Custo das mercadorias vendidas	(6.172)	(9.529)	(14.293)	(20.010)	(28.014)	(32.804)	(38.016)	(43.684)	(49.843)	(56.533)	(63.796)	(71.677)
Lucro bruto	3.476	6.008	9.013	12.618	17.665	20.686	23.972	27.546	31.430	35.649	40.229	45.198
Despesas operacionais	(2.841)	(4.808)	(7.010)	(9.227)	(12.233)	(13.091)	(15.028)	(17.148)	(19.468)	(22.009)	(24.730)	(27.675)
Despesas fixas	(475)	(641)	(802)	(962)	(1.155)	(1.253)	(1.353)	(1.454)	(1.556)	(1.661)	(1.767)	(1.877)
Despesas variáveis	(262)	(494)	(741)	(1.038)	(1.453)	(1.702)	(1.972)	(2.266)	(2.585)	(2.932)	(3.309)	(3.718)
Marketing	(469)	(996)	(1.631)	(2.284)	(3.198)	(2.674)	(3.099)	(3.562)	(4.064)	(4.609)	(5.201)	(5.844)
Folha de pagamento	(991)	(1.126)	(1.671)	(1.914)	(2.186)	(2.495)	(2.848)	(3.253)	(3.717)	(4.248)	(4.793)	(5.386)
Despesas com Logística	(960)	(1.551)	(2.164)	(3.029)	(4.241)	(4.966)	(5.755)	(6.613)	(7.546)	(8.559)	(9.658)	(10.851)
VPC	315	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	634	1.201	2.003	3.390	5.432	7.595	8.944	10.399	11.962	13.640	15.499	17.523
Depreciação	(28)	(28)	(45)	(60)	(81)	(80)	(97)	(129)	(157)	(208)	(226)	(273)
EBIT	607	1.173	1.958	3.330	5.352	7.515	8.848	10.270	11.805	13.432	15.273	17.250
Resultado financeiro	(370)	(392)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	236	781	1.958	3.330	5.352	7.515	8.848	10.270	11.805	13.432	15.273	17.250
IRPJ/CSSL	(216)	(265)	(666)	(1.132)	(1.820)	(2.555)	(3.008)	(3.492)	(4.014)	(4.567)	(5.193)	(5.865)
Lucro líquido	20	515	1.292	2.198	3.532	4.960	5.839	6.778	7.791	8.865	10.080	11.385

9. DRE projetada (cont.)

Demonstração de resultado - Análise vertical R\$ 000	Histórico		Projeção									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Receita bruta	101,7%	102,6%										
Deduções da receita bruta	-1,7%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%
Receita líquida	100,0%											
Custo das mercadorias	-64,0%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%	-61,3%
Lucro bruto	36,0%	38,7%										
Despesas operacionais	-29,5%	-30,9%	-30,1%	-28,3%	-26,8%	-24,5%	-24,2%	-24,1%	-24,0%	-23,9%	-23,8%	-23,7%
Despesas fixas	-4,9%	-4,1%	-3,4%	-2,9%	-2,5%	-2,3%	-2,2%	-2,0%	-1,9%	-1,8%	-1,7%	-1,6%
Despesas variáveis	-2,7%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%
Marketing	-4,9%	-6,4%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
Folha de pagamento	-10,3%	-7,2%	-7,2%	-5,9%	-4,8%	-4,7%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%
Despesas com Logística	-9,9%	-10,0%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%
VPC	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	6,6%	7,7%	8,6%	10,4%	11,9%	14,2%	14,4%	14,6%	14,7%	14,8%	14,9%	15,0%
Depreciação	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
EBIT	6,3%	7,5%	8,4%	10,2%	11,7%	14,0%	14,3%	14,4%	14,5%	14,6%	14,7%	14,8%
Resultado financeiro	-3,8%	-2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	2,4%	5,0%	8,4%	10,2%	11,7%	14,0%	14,3%	14,4%	14,5%	14,6%	14,7%	14,8%
IRPJ/CSSL	-2,2%	-1,7%	-2,9%	-3,5%	-4,0%	-4,8%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
% de IR/CSL sobre EBT	-91,5%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%	-34,0%
Lucro líquido	0,2%	3,3%	5,5%	6,7%	7,7%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%

1. Notas relevantes	
2. Introdução	
3. Análise da metodologia de avaliação	
4. Descrição da Empresa	
5. Breve descrição do mercado	
6. Premissas gerais e macroeconômicas	
7. Premissas operacionais	
8. Taxa de desconto	
9. DRE projetada	
10. Fluxo de caixa/ <i>valuation</i>	34
11. Conclusão e análise de sensibilidade	

10. Fluxo de caixa/valuation

Fluxo de caixa operacional livre R\$ 000	Projeção										
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Perp.
Lucro líquido	1.292	2.198	3.532	4.960	5.839	6.778	7.791	8.865	10.080	11.385	11.946
(+) Depreciação	45	60	81	80	97	129	157	208	226	273	273
(-) Investimentos (CAPEX)	(68)	(90)	(121)	(120)	(145)	(193)	(236)	(313)	(339)	(410)	(273)
(+/-) Capital de giro	(1.732)	(2.123)	(2.972)	(1.779)	(1.935)	(2.104)	(2.287)	(2.484)	(2.697)	(2.926)	(1.115)
Fluxo de caixa operacional livre	(462)	45	520	3.140	3.856	4.609	5.426	6.277	7.271	8.322	10.831
Meio período (anos)	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	
Taxa de desconto	17,90%	17,90%	17,90%	17,90%	17,90%	17,90%	17,90%	17,90%	17,90%	17,90%	17,90%
Fluxo de caixa operacional livre descontado	(426)	35	345	1.765	1.838	1.863	1.860	1.825	1.793	1.741	

Estimativa do valor	R\$ 000
∑ dos fluxos de caixa descontados	12.640
Inflação de longo prazo	4,93%
PIB brasileiro de longo prazo	3,82%
% do PIB brasileiro de longo prazo	0,00%
g (crescimento na perpetuidade)	4,93%
Valor da perpetuidade	83.503
Valor presente da perpetuidade	17.470
Valor do negócio (Enterprise value)	30.110
Ajustes	(170)
Disponibilidades	204
Instituições financeiras	(373)
Valor da Empresa (Equity value)	29.940

1. Notas relevantes	
2. Introdução	
3. Análise da metodologia de avaliação	
4. Descrição da Empresa	
5. Breve descrição do mercado	
6. Premissas gerais e macroeconômicas	
7. Premissas operacionais	
8. Taxa de desconto	
9. DRE projetada	
10. Fluxo de caixa/ <i>valuation</i>	
11. Conclusão e análise de sensibilidade	36

11. Conclusão e análise de sensibilidade

- Com base no objetivo e no escopo deste trabalho, concluímos que o valor econômico da Empresa em 31 de dezembro de 2012 está compreendido na faixa entre R\$ 29.042 mil e R\$ 30.893 mil.

Resumo - Análise de sensibilidade do valor da Empresa (R\$ 000)				
crescimento na perpetuidade (g)	Taxa de desconto			
		17,70%	17,90%	18,10%
4,73%	30.403	29.711	29.042	
4,93%	30.644	29.940	29.260	
5,13%	30.893	30.177	29.486	

- Destacamos que a compreensão completa da conclusão deste relatório somente ocorrerá mediante sua leitura integral. Dessa forma, não se devem extrair conclusões de sua leitura parcial.



cutting through complexity

© 2013 KPMG Corporate Finance Ltda., uma sociedade simples brasileira, de responsabilidade limitada, e firma-membro da rede KPMG de firmas-membro independentes e afiliadas à KPMG International Cooperative (“KPMG International”), uma entidade suíça. Todos os direitos reservados. Impresso no Brasil.

O nome KPMG, o logotipo e “*cutting through complexity*” são marcas registradas ou comerciais da KPMG International.