

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
Departamento de Economia



Monografia de Final de Curso

Uma Análise Fundamentalista da Saraiva S.A.

Clara Sampaio de Castro

Matrícula: 1710262

Professor Orientador: Marcelo Nuno

Coordenador de Monografia: Márcio Garcia

Dezembro de 2020

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
Departamento de Economia



Monografia de Final de Curso

Uma Análise Fundamentalista da Saraiva S.A.

Clara Sampaio de Castro

Matrícula: 1710262

Professor Orientador: Marcelo Nuno

Coordenador de Monografia: Márcio Garcia

Dezembro de 2020

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

CLARA SAMPAIO DE CASTRO

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

AGRADECIMENTOS

A minha família, em especial aos meus pais, Myrian e Gilberto, por investirem na minha educação e por me apoiarem durante toda a minha trajetória acadêmica. Seus conselhos me ajudaram em diversos momentos e sou eternamente grata a vocês.

A minha madrinha, Ana Luiza, por me acolher em sua casa durante a minha graduação e por me dar todo o seu apoio.

Ao meu orientador, Marcelo Nuno. Muito obrigada por ser atencioso comigo desde o primeiro momento do trabalho, o senhor foi fundamental para a conclusão desse ciclo.

Ao departamento de Economia por proporcionar um curso maravilhoso para os alunos e oferecer professores sensacionais, que agradeço também por todo o ensinamento que obtive durante esses anos.

Aos meus amigos, em especial a Lívia, Mariana e Eduardo. Obrigada pelo companheirismo e pela troca de experiências, vocês fazem parte dos melhores momentos dessa caminhada.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo encontrar o valor justo das ações preferenciais da Saraiva, a partir do método de Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF). Adicionalmente, serão analisados o setor de mercado editorial brasileiro, bem como a estrutura da Companhia e a crise econômica que a mesma se encontra.

PALAVRAS-CHAVE

Saraiva; Crise; Mercado Editorial; Fluxo de Caixa Descontado; *Valuation*; Livros.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	12
1.1 Motivação.....	13
1.2 Fonte de Dados.....	13
1.3 Resultados Pretendidos.....	13
2. O SETOR.....	15
3. A COMPANHIA.....	21
3.1 Histórico.....	21
3.2 Atividades e Estratégias.....	23
3.3 Desempenho na Bolsa.....	25
3.4 Composição Acionária.....	27
3.5 Governança Corporativa.....	27
3.5.1 Conselho de Administração	28
3.5.2 Diretoria	28
3.5.3 Conselho Fiscal.....	29
4. CRISE	30
4.1 Justificativas.....	30
4.2 Resultados.....	32
5. METODOLOGIA.....	39

5.1 Fluxo de Caixa Descontado.....	39
5.2 Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE).....	40
5.3 Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF).....	41
6. VALUATION.....	43
6.1 Balanço Patrimonial.....	43
6.2 Demonstrativo de Resultado do Exercício.....	44
6.3 Receitas.....	45
6.4 Despesas.....	46
6.5 Custo da Mercadoria Vendida.....	47
6.6 CAPEX.....	48
6.7 EBITDA.....	49
6.8 Depreciação e Amortização.....	50
6.9 Capital de Giro.....	51
6.10 Estrutura de Capital.....	54
6.11 Custo do Equity.....	54
6.12 Custo da Dívida.....	56
6.13 Weighted Average Cost of Capital.....	58
6.14 Fluxo de Caixa Livre da Firma.....	58
6.15 Preço da Ação.....	59
7. CONCLUSÃO.....	60

8. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA.....60

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Evolução do Faturamento Mercado Editorial Brasileiro 2006-2018

Figura 2: Comportamento do Mercado Editorial Brasileiro em 2018

Figura 3: Faturamento do Mercado Editorial Brasileiro em 2018

Figura 4: PIB vs Vendas ao Mercado

Figura 5: Faturamento do Mercado Editorial Brasileiro em 2019

Figura 6: Produção do Mercado Editorial Brasileiro em 2019

Figura 7: Evolução do Faturamento Mercado Editorial Brasileiro 2006-2019

Figura 8: Cotação das ações da Companhia, a partir de 2009

Figura 9: Valor de Mercado da Companhia, a partir de 2009

Figura 10: Composição acionária da Companhia

Figura 11: Conselho de Administração

Figura 12: Diretoria

Figura 13: Conselho Fiscal

Figura 14: Resultado da Companhia em 2018

Figura 15: EBITDA da Companhia em 2018

Figura 16: Ações preferenciais da Companhia em 2018

Figura 17: Resultado da Companhia em 2019

Figura 18: EBITDA da Companhia em 2019

Figura 19: Dívida da Companhia em 2019

Figura 20: Resultado da Companhia em 2020

Figura 21: Evolução das vendas

Figura 22: Evolução Receita Bruta

Figura 23: Dívida da Companhia em 2020

Figura 24: Projeção Margem EBITDA Ajustada

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Definição de FCFE

Tabela 2: Definição de FCFF

Tabela 3: Balanço Patrimonial

Tabela 4: DRE

Tabela 5: Receitas

Tabela 6: Projeção Receitas

Tabela 7: Despesas

Tabela 8: Projeção Despesas

Tabela 9: CMV

Tabela 10: Projeção CMV

Tabela 11: CAPEX

Tabela 12: Projeção CAPEX

Tabela 13: EBITDA Ajustado

Tabela 14: Projeção EBITDA Ajustado

Tabela 15: Depreciação e Amortização

Tabela 16: Projeção Depreciação e Amortização

Tabela 17: Prazos Médios

Tabela 18: Projeção Prazos Médios

Tabela 19: Capital de Giro

Tabela 20: Projeção Capital de Giro

Tabela 21: Estrutura de Capital

Tabela 22: Custo do Equity

Tabela 23: Spread de Risco

Tabela 24: Custo da Dívida

Tabela 25: Projeção Fluxo de Caixa

Tabela 26: Valor da Saraiva

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1: Fluxo de Caixa Descontado

Equação 2: Fluxo de Caixa para o Acionista

Equação 3: Fluxo de Caixa para a Firma

Equação 4: CAPM

Equação 5: Beta desalavancado

Equação 6: Custo da Dívida

Equação 7: WACC

1. INTRODUÇÃO

Esta monografia tem por objetivo encontrar o valor justo das ações da Saraiva S.A., a partir de uma análise fundamentalista, abordando o histórico da empresa, a crise financeira que ela vem enfrentando nos últimos anos, juntamente com o mercado editorial brasileiro, a concorrência com a Amazon e a migração para o e-commerce.

Em 1840, ainda no tempo da Colônia, o mercado de livros começou a se expandir para todo o país, mesmo que tenha sido um processo demorado. No final dessa década, São Paulo possuía em torno de 14 mil habitantes e dependia economicamente, em grande parte, dos estudantes, que frequentavam as livrarias da cidade. No entanto, o comércio editorial entrou em crise com a Proclamação da República, e o consumo retraiu bruscamente. A cidade do Rio de Janeiro, que chegou a ter 50 livrarias, voltou a marca de 28 locais de venda. Essa crise só começou a mudar de rumo na década de 1930, quando a queda da taxa de câmbio reduziu a diferença entre o preço do papel fabricado no Brasil e no exterior. Pela primeira vez, o livro produzido no Brasil custava mais barato do que o importado e, por conseguinte, a produção de livros em São Paulo cresceu mais de 600%. Durante a Segunda Guerra Mundial, a demanda por livros aumentou, fazendo com que o mercado editorial se expandisse em direção ao surgimento das editoras mais relevantes do país.

O mercado editorial brasileiro chegou ao final do século XX como o maior da América Latina e o oitavo maior em volume de produção no mundo. No entanto, as dificuldades em se expandir persistiram devido à existência de pontos frágeis como a distribuição desigual de livros em um país com dimensões continentais, além do fato de existir mais editoras produzindo livros do que livrarias para distribuí-los.

Seguindo para a realidade atual, o mercado editorial vem, há algum tempo, enfrentando as consequências da imersão da sociedade no mundo tecnológico. As pessoas já não têm mais o hábito de ir à livraria e comprar livros físicos como principal meio de leitura. Mesmo que os *e-books*, versões digitalizadas dos livros, ainda não tenham se expandido o suficiente no Brasil, o tempo dedicado à leitura passou a ser dividido com o conteúdo interminável da internet e plataformas de streaming. Ademais, empresas estrangeiras passaram a comercializar no mercado editorial brasileiro sem o custo de lojas físicas e, por conseguinte, conseguiram criar uma competição desfavorável às livrarias. Desde 2012, o número de lojas no Brasil vem caindo exponencialmente e os antigos formatos de negócios já não se aplicam, uma vez que o mercado demanda uma constante transformação. Nos

seguintes capítulos da Monografia irei abordar como essa crise do mercado editorial brasileiro afetou em especial a Saraiva.

1.1 MOTIVAÇÃO

Eu quis trazer para o meu trabalho o mercado editorial brasileiro, que acredito que sempre foi desvalorizado e, por conseguinte, agregou muito pouco ao PIB em comparação aos outros setores da economia brasileira. Uma pesquisa realizada pelo BNDES em 1999, onde a tecnologia não estava tão difundida como hoje, revelou que as vendas do mercado editorial representavam 3,6 bilhões de reais, número muito pequeno para um país que tinha PIB da ordem de 1,087 trilhão de reais na época. Logo, a participação desse segmento já era muito pequena

Ademais, quando se pensa em analisar uma empresa para um trabalho de Monografia, é normal pensar em uma que está crescendo, que tem bons resultados e uma alta cotação na Bolsa de Valores. No entanto, eu quis abordar uma empresa que está enfrentando dificuldades financeiras por entender que tenho muito conteúdo para explorar, como a crise em si da empresa, as concorrências que a prejudicam, as possibilidades de recuperação, entre outros assuntos importantes.

1.2 FONTE DE DADOS

Para a elaboração do trabalho e construção do valuation, serão utilizados os seguintes dados do site da Saraiva, no ambiente de Relações com Investidores: Planilha de Fundamentos, Comunicados ao Mercado, Fatos Relevantes, Principais Indicadores Financeiros e Recuperação Judicial. Ademais, serão utilizados arquivos da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), projeções macroeconômicas geradas pelo Banco Central e cotações e gráficos da BM&FBovespa, principal Bolsa de Valores do Brasil.

1.3 RESULTADOS PRETENDIDOS

O resultado almejado na conclusão do trabalho é verificar se o valor justo das ações preferenciais da Saraiva S.A. (SLED4) está acima ou abaixo do seu valor de mercado. Ademais, sempre se espera que um valuation possa auxiliar a empresa na tomada de

decisões, uma vez que, sabendo a percepção do seu valor no mercado, ela pode ter um planejamento muito mais assertivo e identificar as oportunidades para que o seu negócio tenha um valor agregado cada vez maior.

2. O SETOR

O mercado de varejo de livros no Brasil é bastante fragmentado, caracterizando-se pela coexistência de pequenas livrarias e grandes redes de lojas. Enquanto o consumo médio per capita no país é de apenas 2,4 livros por anos (incluindo livros didáticos), os Estados Unidos apresentam um consumo de 9 livros por anos e o Japão um consumo de 11 livros por ano, de acordo com os Estudos Setoriais do BNDES. Ademais, a distribuição de livrarias pelo território nacional é extremamente desigual, uma vez que de 5.700 municípios brasileiros, apenas 10,5% deles possuem livrarias regularmente instaladas. Além dessa distribuição extremamente desigual, o número de livrarias no Brasil é muito inferior em relação a outros países.

Adicionalmente à utilização de livrarias, o mercado de varejo de livros desenvolve-se em outros veículos de distribuição e vendas como, por exemplo, grandes redes varejistas, papelarias, bazares e escolas, que vêm se transformando, de forma crescente, em pontos de venda nos períodos escolares. As bancas de jornal também vêm se mostrando um meio de comercialização de livros de custo reduzido. Porém, um dos veículos de venda que vem ganhando cada vez mais espaço no comércio de livros é a internet. Esse comércio eletrônico tem se aprimorado na maior parte do mundo e permeado os setores da economia, principalmente por ser um veículo fácil e prático na hora de comprar os produtos, não havendo necessidade de ir às lojas físicas. Essa tendência também se verifica no mercado brasileiro, entre as grandes livrarias.

O Varejo sofre efeitos sazonais, mas que têm se reduzido nos últimos anos pela criação de novas categorias de mercadoria. No entanto, a rentabilidade do Varejo ainda se concentra no primeiro trimestre do ano, devido a "volta às aulas", uma vez que há uma maior comercialização de livros e materiais para os estudantes da educação básica e do ensino superior. Outro pico nas vendas acontece no quarto trimestre, devido ao Natal e ao *Black Friday*, um dia inteiro de descontos generosos organizados pelo Varejo.

De acordo com a Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe), que apresenta o desempenho anual do mercado editorial brasileiro, o faturamento desse setor caiu 21% em 12 anos, representando uma perda real de R\$1,4 bilhão. Entre 2006 e 2011, houve um período de crescimento do mercado, chegando a faturar R\$7 bilhões. No entanto, esses resultados apresentaram uma queda cada vez maior entre 2015 e 2017 e, por conseguinte, o faturamento das editoras se deteriorou, como pode ser visto no gráfico abaixo.

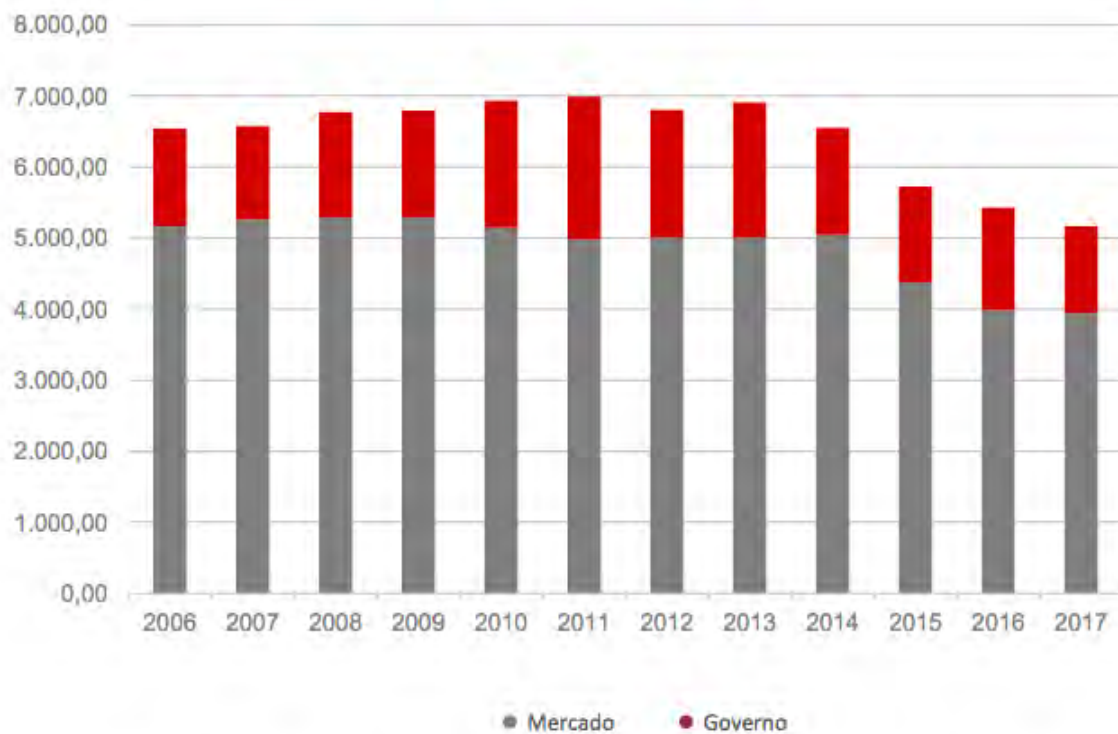


Figura 1: Evolução do Faturamento Mercado Editorial Brasileiro 2006-2018

Fonte: Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe)

Em 2018, considerando apenas as vendas no mercado, o setor editorial brasileiro apresentou uma queda nominal de 6,7% em comparação a 2017, que em termos reais representa uma queda de 10,1%. Por conseguinte, a produção de livros também sofreu um forte impacto, reduzindo em 11% a quantidade de exemplares. Considerando o faturamento total, incluindo as vendas para o Governo, o setor editorial apresentou um decréscimo real de 4,5%, sendo o quinto ano consecutivo de queda. Além disso, a crise das duas principais redes de livrarias, Saraiva e Cultura, também pode ser sentida nos canais de comercialização. As livrarias continuam sendo o principal canal de venda de livros físicos. Dos 202,7 milhões de exemplares vendidos, 46,25% foram comercializados nesses ambientes. No entanto, em relação a 2017, houve uma variação negativa de 20,6%. Vale ressaltar que os livros digitais não estão contemplados na pesquisa.

Olhando para os canais de distribuição, é notável a performance das livrarias exclusivamente virtuais, como o caso da Amazon. O faturamento desse canal apresentou um crescimento de 25,20% entre 2017 e 2018, e segue uma trajetória crescente. Os gráficos a seguir mostram o desempenho do mercado editorial brasileiro em 2018.

	2017	2018	VAR. %
TÍTULOS	48.879	46.828	-4,20
EXEMPLARES PRODUZIDOS TOTAL	393.284.611	349.914.643	-11,03
FATURAMENTO (R\$) TOTAL	5.167.057.536,71	5.119.449.812,19	-0,92
MERCADO	3.951.075.849,21	3.686.930.809,20	-6,69
GOVERNO	1.215.981.687,50	1.432.519.002,99	17,81
EXEMPLARES VENDIDOS TOTAL	354.938.361	352.012.073	-0,82
MERCADO	222.336.845	202.675.310	-8,84
GOVERNO	132.601.516	149.336.763	12,62

Figura 2: Comportamento do Mercado Editorial Brasileiro em 2018

Fonte: Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe)

Como falado anteriormente, foram produzidos 349,9 milhões de exemplares em 2018. Em relação ao ano anterior, isso representa queda de 11%. Foram vendidos 352 milhões de exemplares, 0,82% a menos do que em 2017. Dessas vendas, resultou-se faturamento total de R\$5,11 bilhões.

SUBETOR	FATURAMENTO (R\$)		
	2017	2018	VAR. %
DIDÁTICOS	1.450.701.765,74	1.368.884.697,87	-5,64
OBRAS GERAIS	1.055.175.088,68	1.020.694.427,13	-3,27
RELIGIOSOS	557.727.274,03	563.709.648,21	1,07
CTP	887.471.720,75	733.642.035,99	-17,33
TOTAL	3.951.075.849,21	3.686.930.809,20	-6,69

Figura 3: Faturamento do Mercado Editorial Brasileiro em 2018

Fonte: Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe)

Em termos reais, todos os subsetores apresentaram queda nas vendas. O que menos sofreu foi o de Religiosos, que apresentou crescimento nominal de 1,07%. No entanto, quando se considera a inflação, a queda foi de 2,6%. O preço médio dos livros cresceu acima da inflação em quase todos os subsetores, menos no de Religiosos.

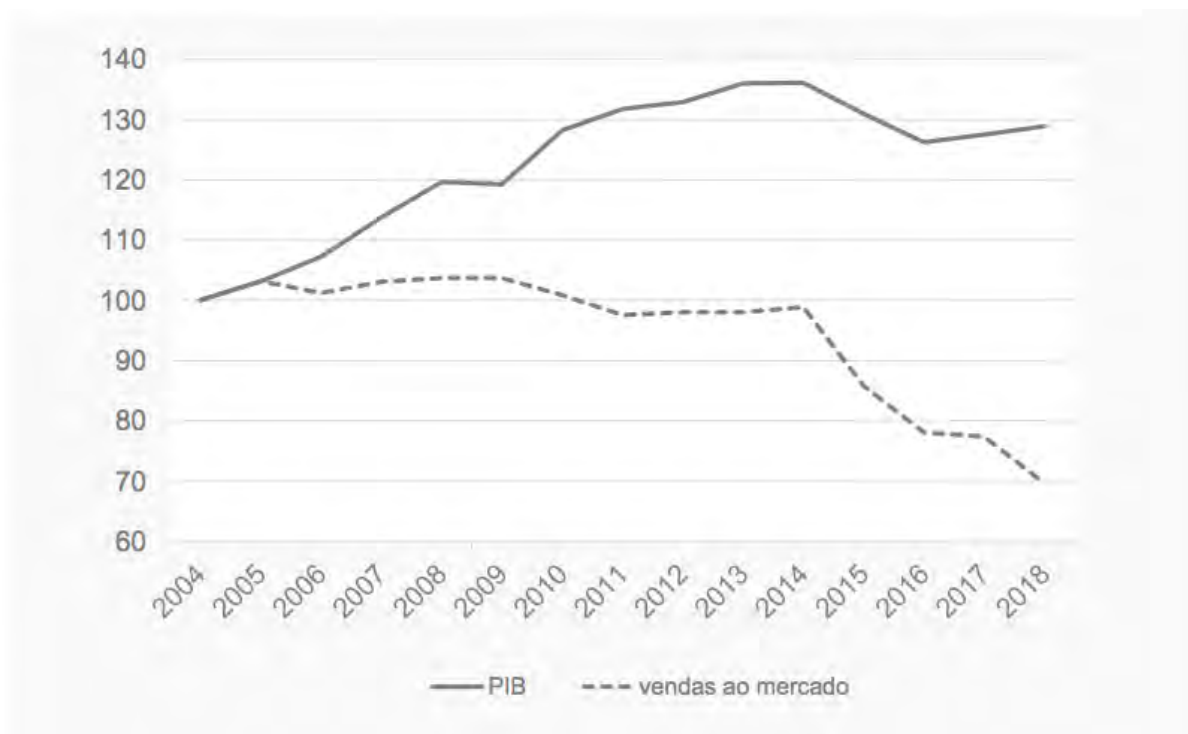


Figura 4: PIB vs Vendas ao Mercado

Fonte: Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe)

Diante da crise vivida por importantes varejistas, o mercado editorial buscou alternativas e conseguiu fechar o ano de 2019 com saldo positivo, faturando R\$5,7 bilhões, 10,7% a mais do que em 2018, o que significa um aumento real de 6,1%, considerada a variação do IPCA de 4,31% no período, como pode ser observado na figura abaixo.



	2018	2019	VAR. %
TOTAL	5,1 Bilhões	5,7 Bilhões	10,70
MERCADO	3,6 Bilhões	3,9 Bilhões	7,70
GOVERNO	1,4 Bilhão	1,6 Bilhão	18,41

Figura 5: Faturamento do Mercado Editorial Brasileiro em 2019

Fonte: Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe)

Em 2019, o setor editorial brasileiro produziu 395 milhões de exemplares, representando um crescimento de 13% em relação ao ano anterior. A pesquisa mostra que foram editados 50.331 títulos no ano, um aumento de 7,5%, de acordo com a figura abaixo.



	2018	2019	VAR. %
TÍTULOS	46.828	50.331	7,48
EXEMPLARES PRODUZIDOS	349 Milhões	395 Milhões	12,98

Figura 6: Produção do Mercado Editorial Brasileiro em 2019

Fonte: Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe)

A série histórica entre 2006 e 2019 registra um decréscimo de 20% no faturamento total. Embora em 2019 o crescimento tenha sido de 6%, tal performance não foi suficiente para repor a perda acumulada nos últimos 14 anos, notadamente em 2015, quando começou a crise econômica.

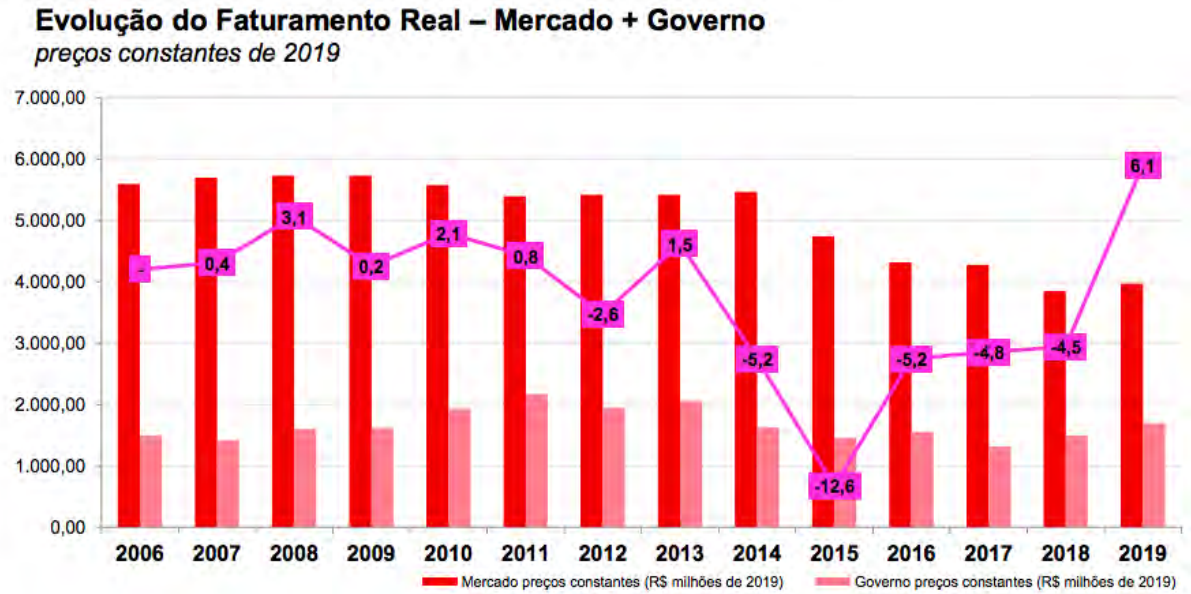


Figura 7: Evolução do Faturamento Mercado Editorial Brasileiro 2006-2019

Fonte: Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe)

3. A COMPANHIA

3.1 HISTÓRICO

A história da Companhia começou em 1914, quando um homem vindo de Portugal, chamado Joaquim Ignácio da Fonseca Saraiva, construiu em São Paulo um pequeno estabelecimento para comercializar livros usados. Por estar perto da Faculdade de Direito do Largo São Francisco, muitos docentes e alunos começaram a frequentar a livraria, que, para atender a esse público, passou a comercializar livros jurídicos, um importante ramo dos negócios da Companhia até hoje. Logo depois, o Sr. Joaquim editou uma obra, que marcou a instauração do segmento editorial da Saraiva. Esse segmento permitiu com que a livraria ampliasse as operações de comércio e começasse a realizar o processo de edição de livros didáticos, sem deixar de priorizar o segmento jurídico, uma vez que a Companhia já possuía uma boa reputação nesse ramo como editora. No ano de 1947, a Saraiva se transformou em uma empresa de capital fechado e só decidiu se abrir em 1972, dois anos após passar a editar livros paradidáticos.

Também nos anos 70, a livraria abriu a sua segunda loja na Praça da Sé, centro de São Paulo. Com o número dos exemplares crescendo, a Companhia passou a distribuir os livros por conta própria e, no ano de 1983, principiou-se a ampliação do conjunto de estabelecimentos, abrindo inúmeras lojas em cidades e shoppings centers. Nos anos 90, sendo mais uma vez pioneira no ramo jurídico, a Saraiva passou a editar livros que complementassem o ensino de disciplinas incluídas na grade do Ensino Fundamental e Médio, enquanto a área de Varejo da Companhia trazia ao país o conceito inovador de *Mega Store*¹, com a inauguração da primeira megalivraria, completamente informatizada, no Shopping Eldorado, na cidade de São Paulo. Outra inovação ocorreu em 1998, quando a Saraiva passou a vender suas mercadorias através da internet, em um site próprio da Companhia, que foi um dos primeiros sites de venda *online* no país. No ano de 2006, a empresa passou a ter suas ações negociadas no Nível 2 de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e, logo em seguida, a Companhia conseguiu distribuir três milhões de ações preferenciais, o que revigorou a sua configuração econômica.

Em 2007, após adquirir a Pigmento Editorial S.A., reconhecida pela comercialização de conteúdo didático com rigor conceitual, a Companhia criou mercadorias para focar na

¹ Uma loja muito grande, geralmente especializada em um tipo específico de produto.

demanda do segmento de educação através de conteúdos digitais. No ano seguinte, em 2008, a empresa também adquiriu 100% das ações do Grupo Siciliano e passou a ser responsável pela administração dos estabelecimentos desta rede, ampliando o seu grande potencial de operar no ramo editorial. No ano de 2010, a Companhia lançou o Agora, uma plataforma de ensinamento voltado para a educação pública. Através da compra do Grupo Siciliano, a Companhia adquiriu os selos Arx e Caramelo e, em seguida, inaugurou o selo Benvirá, direcionado aos livros de Ficção e Não Ficção. Ainda em 2010, a Companhia criou o Saraiva Digital Reader, um sistema onde é possível comercializar livros digitais, os *e-books* e, no mês de abril, inaugurou-se a primeira loja no modelo *iTown*, ou seja, uma loja totalmente voltada para a comercialização de produtos da empresa Apple.

Em 2012, a Companhia instaurou um selo inédito, o SaraivaTec, com o propósito de atender à demanda cada vez maior do ensino técnico profissionalizante e graduação focada em tecnologia. Também em 2012, a Saraiva e a Hoper Educação lançaram o Saraiva Solução de Aprendizagem, um sistema didático com o objetivo de auxiliar os ramos de Direito e Administração de Empresas. Refere-se a um sistema voltado para facilitar o trabalho dos professores nas faculdades e fazer com que os estudantes consigam aprender mais. Passando para 2013, a Companhia lançou o seu *self-publishing*²: Publique-se!, onde os clientes, por meio de um clique, conseguiam criar livros digitais a partir de textos. Ademais, a Editora conseguiu a apoiar ainda mais o ensino educacional ao adquirir a Editora Érica Ltda., uma transação que inaugurou sua posição no fornecimento de conteúdo ao ensino técnico profissionalizante, elevando a importância da Companhia no ramo Editorial. Esse reconhecimento se deu através do recebimento do "Prêmio Época ReclameAqui - As Melhores Empresas para o Consumidor de 2013", além de ter sido bem posicionada na votação de Companhia Supercampeã, que destacou as Companhias com melhor desempenho em mais de 60 categorias.

A Companhia, em 2015, com o objetivo de focar em suas operações de varejo, concluiu a alienação de quotas representativas de 100% do capital da Saraiva Educação Ltda. para a Editora Ática S.A., que passou a controlar os selos Saraiva, Atual, Formato, Benvirá e Caramelo. Por fim, em 2018, diante da crise econômica que afeta o mercado de livros, juntamente com um quadro de acumulação de créditos tributários e um sistema financeiro fechado, a Companhia entrou com um pedido de Recuperação Judicial. A decisão judicial em novembro de 2018 determinou, dentre outras providências, a suspensão de todas as ações e

² Publicação do autor independente de uma editora.

execuções atualmente em curso contra a Companhia, pelo prazo de 180 dias corridos. A Companhia segue em crise econômica, a ser abordada no capítulo IV, e busca esforços e alternativas para reverter esse cenário.

3.2 ATIVIDADES E ESTRATÉGIAS

A Companhia opera no Varejo através da controlada Saraiva e Siciliano S.A., que possui uma das maiores redes de produtos relacionados à cultura, entretenimento e lazer no Brasil. O Varejo da Companhia atua principalmente na comercialização de livros, músicas e filmes, artigos de papelaria, multimídia e conteúdo digital. Ao final de 2018, o Varejo contava com 82 lojas próprias, compondo uma área total de vendas de 53,2 mil m². Além dessas operações, o Varejo também possui um site para compra *online* (Saraiva.com), que representa uma grande parte da receita total da Companhia. As operações de Varejo contam com 1 centro de distribuição em São Paulo, operado pela Companhia e que realiza as atividades de *cross-docking*, ou seja, o recebimento, separação, classificação e entrega dos produtos para as lojas; assim como o atendimento aos pedidos realizados pelos consumidores por meio do site Saraiva.com. Nesse cenário de compra via internet, os produtos saem do depósito e vão diretamente para os consumidores através do correio ou de empresas transportadoras terceirizadas.

O objetivo das operações do Varejo é fazer com que, através dos conceitos de *omnichannel* e multiformato, os consumidores tenham uma boa experiência na hora de comprar os produtos. O primeiro conceito trata-se da presença em vários canais de vendas, incluindo as operações no varejo tradicional por meio do conjunto de estabelecimentos, o site, *marketplace*³, as vendas através da central de atendimento telefônico (*call-center*), além da possibilidade de aquisição de livros digitais, os *e-books*. O Varejo ainda mantém um site de relacionamento com o cliente, por meio do qual os informa sobre atividades culturais relacionadas à música, literatura, cinema, entre outras. Já o conceito de multiformato, por sua vez, tem o propósito de adequar as operações do varejo aos vários mercados alvo, atendendo de maneira eficaz a cada um deles mediante lojas com tamanho e diversidade de produtos adequados.

Após a venda do setor editorial em 2015, a Companhia decidiu iniciar um plano de reestruturação. Na primeira fase, focando nos seguintes aspectos: Experiência do Cliente,

³ Esse modelo de negócio baseia-se em uma plataforma na qual diferentes lojas podem vender seus produtos.

Gestão de Estoques, Nível de Despesas, Instrumentos de Gestão e Engajamento dos Colaboradores. Nessa primeira etapa, o principal foco foi o engajamento e inclusão da cultura de projetos multidisciplinares ao resultado. A segunda etapa teve início em 2016, com foco em aprimorar a rentabilidade e geração de caixa através de iniciativas para a melhoria da eficiência operacional. Em 2017, para suportar essa transformação, a Companhia investiu na reestruturação de sua operação com o propósito de aumentar a produtividade e assertividade nas tomadas de decisão. Nesse contexto, o foco da Companhia hoje está centrado em quatro frentes transformadoras: *Omnichannel*, Foco no Cliente, Transformação Digital e Eficiência Operacional.

Em 2018, diante da crise econômica que vem enfrentando, a Companhia realizou mudanças radicais em toda a sua estrutura, visando elevar o patamar operacional e financeiro, de modo que ficassem coerentes com a projeção apresentada no laudo do plano de Recuperação Judicial e que auxiliassem a perpetuidade da Companhia. Entre as mudanças está a descontinuidade das categorias que possuíam menor rentabilidade e maior demanda de capital de giro, passando a focar no segmento editorial e nas parcerias com os fornecedores. A Companhia ainda oferta produtos de Papelaria, Games, Filmes e Música, e oferecerá os demais itens de Tecnologia por meio do modelo de *marketplace* próprio. Outra mudança é a redução de Despesas Operacionais com desligamento de, aproximadamente, 700 colaboradores em todas as unidades da Companhia, adaptando a estrutura de custos e despesas à nova estratégia com maior foco em competitividade e desenvolvimento sustentável da operação, renegociação e revisão dos principais contratos com fornecedores de serviços. Por fim, houve também a reestruturação do parque de lojas, priorizando unidades de maior rentabilidade com EBITDA maior que 5%. Através dessa reestruturação, encerrou-se as lojas com baixa perspectiva de geração de valor e que não se adequavam à nova combinação de produtos da Companhia.

No entanto, essas medidas adotadas ainda não foram suficientes para concretizar o que era esperado para o crescimento e geração de caixa da Companhia, fazendo com que os resultados em 2019 e os projetados para os próximos anos ficassem abaixo das perspectivas inseridas no Plano de Recuperação aprovado. Assim, foi criado um Plano de Ação, focando na gestão e inteligência do negócio, além de realizar a terceirização de atividades operacionais. Esse plano prioriza menores volumes de vendas e maiores margens, e operação com equipe especializada em *e-commerce*. Além disso, houve o estreitamento ainda maior do relacionamento com os fornecedores por meio de novas negociações e parcerias, principalmente em relação ao prazo de pagamento, a fim de reduzir o impacto do capital de

giro no caixa. Por fim, quanto às lojas físicas, a Companhia segue investindo na renegociação com as empresas que administram os shoppings centers, com o objetivo de elevar a rentabilidade dos estabelecimentos.

Com o cenário da pandemia, a Companhia teve que intensificar ainda mais essas novas estratégias. Nesse sentido, o plano de contingência está focado em intensificar as vendas pelo e-commerce, que não foram paralisadas. Quanto as lojas físicas, a Companhia iniciou o fechamento, por tempo indeterminado, de todas as unidades. Por conseguinte, a Saraiva, por meio de ações promocionais e marketing, está apoiando a migração das vendas físicas para o online, que atualmente tem a capacidade de atender a demanda dos clientes. Ademais, devido ao forte impacto nas receitas, a Companhia adotou iniciativas para manutenção do caixa, revisando despesas e renegociando pagamentos.

3.3 DESEMPENHO NA BOLSA

As ações preferenciais da Companhia são negociadas na Bolsa de Valores brasileira sob o ticker SLED4. O capital social é de, aproximadamente, R\$301 milhões de reais e dividido em 38.964.054 ações, das quais 20.325.213 são preferenciais. Em dezembro de 2010, as ações da Companhia chegaram a ser cotadas a R\$46,75. Já em janeiro desse ano, as ações estavam sendo cotadas a, aproximadamente, R\$2,00. A situação é ainda mais dramática no cenário de pandemia, com a cotação das ações em R\$0,72. A primeira queda significativa ocorreu em 2015, devido a resultados cada vez piores nos dois anos anteriores. Ao mesmo tempo, a Companhia frustrou seus investidores ao anunciar a saída de uma das peças importantes dos negócios, o superintendente Michel Jacques Levy. A partir desse ano, as ações seguiram uma trajetória de quedas cada vez maiores.

Em algumas datas específicas após 2015, as ações da Companhia dispararam. O primeiro momento se deu em junho de 2017, através do rumor de que a *Amazon*, varejista americana e concorrente, iria comprar a Saraiva, fazendo com que as ações preferenciais da mesma valorizassem 21%. No entanto, no dia seguinte o rumor foi negado pela própria *Amazon*. Outro momento ocorreu em agosto de 2019, quando o jornal Valor Econômico noticiou a saída do Sr. Jorge Saraiva Neto do cargo de *CEO*⁴. Nesse cenário, as ações preferenciais subiram mais de 64% e chegaram a valer R\$3,87. A saída se deu por pressão dos credores, após a Companhia contrair uma dívida perto dos R\$675 milhões. Apesar disso, em

⁴ Diretor Executivo

geral, o desempenho das ações da Companhia na bolsa é desanimador. Os dados fornecidos pela Quantum Axis revelam que a Saraiva ficou 53,76% das vezes abaixo do Ibovespa, além de ter tido um retorno negativo em 50,18% das vezes. Abaixo estão os gráficos da cotação das ações preferenciais e do valor de mercado da Companhia desde 2009.



Figura 8: Cotação das ações da Companhia, a partir de 2009.

Fonte: Quantum Axis.



Figura 9: Valor de Mercado da Companhia, a partir de 2009.

Fonte: Quantum Axis.

3.4 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA

O capital social da Companhia se divide da seguinte forma:

Acionista	Total de Ações (%)	Acionista Controlador
Jorge Eduardo Saraiva	28,513	Sim
Olga Maria Barbosa Saraiva	6,287	Sim
Ernesto Zarzur	1,241	Não
José Cláudio Pagano	14,918	Não
Necton Investimentos	4,365	Não
Outros	44,636	Não
Ações Tesouraria	0,04	Não
Total	100	

Figura 10: Composição acionária da Companhia

Fonte: Dados fornecidos pela CVM

Os controladores diretos da Companhia são o Sr. Jorge Eduardo Saraiva e a Sra. Olga Maria Barbosa Saraiva. A estrutura societária da Companhia tem a Saraiva Livreiros S.A. - em Recuperação Judicial como controladora e o Varejo como controlada.

3.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Em 2019, quando as medidas adotadas não estavam sendo suficientes para contornar a situação da crise, a Companhia decidiu profissionalizar sua gestão, contratando um novo *CEO* que possui ampla experiência no varejo, com atuação em companhias multinacionais e nacionais. O executivo foi escolhido pela nova composição do Conselho de Administração da Companhia, que possui uma nova configuração com dois membros experientes em gestão de empresas como o Grupo Pão de Açúcar. Com essa reformulação de um novo CEO e um Conselho de Administração repaginado, a Saraiva passou a reforçar e aperfeiçoar a sua Governança Corporativa.

3.5.1 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O Conselho de Administração é composto por, no mínimo, cinco e, no máximo, sete membros, cabendo à Assembleia Geral dos Acionistas elegê-los e designar o Presidente do Conselho. Todos os membros possuem prazo de gestão que não poderá ser superior a um ano, sendo admitida a reeleição. Uma atribuição importante do Conselho de Administração é eleger e destituir os diretores da Companhia, podendo fixar-lhes atribuições. Ademais, o Conselho de Administração tem a função de fiscalizar a gestão dos diretores, examinando, periodicamente, livros e papéis da Companhia, solicitando informações sobre contratos e demais atos relativos aos negócios sociais.

O Conselho de Administração da Companhia é composto da seguinte forma:

Membro	Cargo
Jorge Saraiva Neto	Presidente do Conselho
Augusto Marques da Cruz Filho	Vice-Presidente do Conselho (independente)
Maria Cecília Saraiva Mendes Gonçalves	Membro do Conselho
Antônio Sergio Salvador dos Santos	Membro do Conselho (independente)
Olavo Rodrigues Júnior	Membro do Conselho (independente)

Figura 11: Conselho de Administração

Fonte: Site de Relações com Investidores da Companhia

3.5.2 DIRETORIA

A Diretoria é composta por um Presidente e um Vice-Presidente, escolhidos e eleitos dentro os membros do Conselho de Administração, com mandato de um ano, permitida a reeleição, e podendo ser destituídos a qualquer momento. Entre os membros da Diretoria Executivas, o Presidente e o Vice-Presidente são membros do Conselho de Administração. A Diretoria exerce a função de gerenciar os negócios da Companhia, de acordo com as estratégias e diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração, assim como a coordenação e supervisão das unidades de negócios.

A Diretoria da Companhia é composta da seguinte forma:

Membro	Cargo
Deric Guilhen	Diretor Comercial
Felipe Pavoni	Diretor de E-commerce
Jorge Saraiva Neto	Diretor Presidente de Relações com Investidores

Figura 12: Diretoria

Fonte: Site de Relações com Investidores da Companhia

3.5.3 CONSELHO FISCAL

O Conselho Fiscal da Saraiva é um órgão independente da administração e da auditoria externa, e tem a função de fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento de seus deveres legais. Além disso, deve analisar, pelo menos trimestralmente, e opinar sobre o relatório anual e as contas da Diretoria, além das demonstrações financeiras do exercício social. O Conselho Fiscal é de funcionamento não permanente, mas pode ser instalado em qualquer exercício social caso haja requisição por parte dos acionistas. Atualmente, o Conselho Fiscal da Saraiva está instalado.

O Conselho Fiscal da Companhia é composto da seguinte forma:

Membro	Cargo
Carlos Antonio Vergara Cammas	Membro Efetivo
Sandro Fernandes	Membro Efetivo
João Verderuenemann	Membro Efetivo
Edmundo de Macedo	Membro Efetivo
Sérgio Ramires Salzano	Membro Efetivo

Figura 13: Conselho Fiscal

Fonte: Site de Relações com Investidores da Companhia

4. CRISE

4.1 JUSTIFICATIVAS

No seu pedido de recuperação judicial, a Companhia enumerou as razões pelas quais a sua receita foi afetada. Primeiramente, a Saraiva cita que 2015 foi um dos períodos mais desafiadores na história do país, tanto no campo econômico, quanto no campo político, e, por conseguinte, o setor de varejo foi duramente afetado. Isso porque o setor de varejo, incluindo a indústria de comércio e edição de livros, sofreu com suscetíveis desacelerações econômicas, as quais levaram a uma diminuição nos gastos do consumidor, resultando, assim, em um declínio no volume de vendas. Com efeito, o nível de intenção de compra, medido pelo PROVAR-FIA, foi de 40% em 2017, representando o menor patamar desde 2002.

A Companhia também cita que outro segmento que sofreu fortes impactos, encolhendo rapidamente, principalmente devido ao lançamento e evolução dos serviços de *streamings* tais como *Spotify*, *Netflix* e *Apple Music*, foi o de CDs e DVDs, que chegou a ser a segunda categoria mais vendida do Grupo Saraiva e onde a Companhia foi uma das líderes de mercado, mas atualmente possui menos de 10% de participação no mercado. Também no período de 2000 a 2017, os índices de inflação IPCA e IGP-M acumularam alta de 53,8% e 46,1%, respectivamente. Nesse mesmo período, o preço médio dos livros caiu 8%.

O varejo tradicional também teve que lidar com a migração dos consumidores para o canal de vendas online com a chegada de uma poderosa concorrente, a Amazon. A gigante do *e-commerce* nos Estados Unidos se instaurou no Brasil em 2012, começando com *e-books* e depois partindo para livros físicos, quadrinhos e alguns eletrônicos próprios, como o *Kindle*, que era o terreno da Saraiva. Antes da Amazon, o mercado funcionava da seguinte forma: as editoras cediam os exemplares para a livraria e esta era responsável por realizar a venda e repassar arte do percentual arrecadado de volta para as editoras. No entanto, a empresa norte-americana chegou com uma política diferente. Por contar com um capital de investimento muito alto, com um faturamento anual quase 40 vezes superior a todo o mercado editorial brasileiro, a Amazon passou a comprar os exemplares e vender por um preço muito mais baixo, já que não precisaria repassar parte do valor. Esse cenário,

caracterizado como uma concorrência cruel, ajudou a impulsionar a profunda crise da Saraiva.

Ademais, registra-se que grandes eventos em 2018 também impactaram o faturamento e reduziram o abastecimento nas lojas, tais como (i) a greve dos caminhoneiros e a Copa do Mundo, nos meses de maio a julho de 2018; (ii) desabastecimento de fornecedores de telefonia e tecnologia, especialmente da Apple, quando a Companhia possuía 8 lojas dedicadas a comercialização exclusiva de produtos da marca; e (iii) relevante queda de faturamento gerado por problemas na implementação do novo sistema interno de gestão (SAP), nos meses de outubro e novembro de 2018.

A situação financeira da Companhia também foi agravada por descumprimentos contratuais cometidos pelo seu mais importante parceiro comercial, o Grupo Somos Educação, que desde final de 2015 detém os direitos de exploração dos selos editoriais Saraiva, Ática e Scipione, fornecedores da principal categoria de produtos da Companhia. Tais descumprimentos consistiram em (i) recusas injustificadas e atrasos na entrega de livros, com suposto beneficiamento de outros concorrentes da Saraiva; (ii) não atendimento de pedidos de fornecimento de livros; (iii) realização de vendas diretas pelo Grupo Somos Educação no varejo; e (iv) retenção indevida de créditos milionários da Companhia, decorrentes da devolução de produtos, entre outras condutas abusivas.

Todos esses fatores provenientes da crise que impactou o país nos últimos anos, aliado à tendência mundial de queda do mercado de livrarias físicas, comprometeram o resultado da Companhia no curto e longo prazo, bem como na sua capacidade de investimento e geração de valor, fatos estes que fizeram com que a Saraiva não conseguisse honrar com suas obrigações no tempo e modo acordados.

Com o agravamento da crise devido à pandemia do coronavírus, o juiz Paulo Furtado, da 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo, decretou no dia 27 de abril de 2020 que a Saraiva devolvesse 50% dos livros que estivessem tanto no seu estoque central, em Cajamar (SP), quanto nas lojas físicas, para um grupo de 21 editoras, o que representa quase um milhão de exemplares em posse da Companhia. Essa sentença judicial terá efeitos desastrosos para a empresa, uma vez que os livros consignados representam 75% do que a mesma tem em estoque.

4.2 RESULTADOS

A Companhia ajuizou, em novembro de 2018, pedido de recuperação judicial a fim de reorganizar as obrigações junto a seus credores. Os impactos causados pela crise econômica de 2015, associados aos efeitos dos acontecimentos no tempo, tais como o aumento do preço médio dos livros abaixo do esperado, o encolhimento de alguns segmentos de produtos que tinham representatividade relevante no faturamento, as dificuldades enfrentadas para a realização de créditos tributários, entre outros eventos relevantes para a operação, comprometeram a obtenção dos resultados almejados, o que abalou a perspectiva da Companhia de honrar com as suas obrigações de curto prazo. Em decorrência do agravamento dessa situação, a Saraiva julgou que a apresentação do pedido de recuperação judicial era a medida mais adequada no contexto da crise no mercado editorial.

Consolidado	4T18	4T17	A/A
Receita Bruta ¹	220.870	529.219	-58,3%
Lojas	156.968	319.770	-50,9%
E-commerce	63.902	209.449	-69,5%
Receita Líquida ¹	200.098	476.842	-58,0%
Lojas	143.004	295.012	-51,5%
E-commerce	57.094	181.831	-68,6%
Lucro Bruto	43.316	161.206	-73,1%

Figura 14: Resultado da Companhia em 2018

Fonte: Site de Relação com o Investidor da Companhia

Através da figura acima, podemos perceber que, no quarto trimestre de 2018, a receita bruta alcançou R\$220,9 milhões, representando uma queda de 58,3% quando comparada ao valor de R\$529,2 milhões no quarto trimestre de 2017. A receita líquida seguiu a mesma tendência no trimestre, apresentando redução de 58%. Em termos anuais, as reduções foram de 17,5% e 16,2%, respectivamente. A receita bruta de lojas físicas, no quarto trimestre de 2018 e no ano de 2018, atingiu R\$157 e R\$966,6 milhões, o que representa queda, respectivamente, de 50,9% e 17,7%, quando comparadas ao mesmo

período no ano anterior. Além disso, no 4T18 e em 2018 as vendas brutas do site da Saraiva.com apresentaram, respectivamente, declínio de 69,5% e 17,1% em relação ao ano anterior. As vendas no canal de e-commerce também foram impactadas negativamente. Por conseguinte, em decorrência desses resultados, a Companhia encerrou 25 lojas físicas em 2018.

Consolidado	4T18	4T17	A/A
Lucro Líquido (Prejuízo)	(198.791)	(2.215)	>500%
(+) Resultado financeiro	8.018	14.086	-43,1%
(+) IR / CSLL	65.750	2.009	>500%
(+) Depreciação e Amortização	10.958	7.431	47,5%
(+) Resultado Líq. Op. Descontinuadas/Outros	405	1.029	-60,6%
EBITDA	(113.660)	22.340	-
<i>Margem EBITDA (%)</i>	-56,8%	4,7%	-
(+) Despesas Não-Recorrentes ¹	33,5	2,1	>500%
EBITDA Ajustado	(80.184)	24.440	-
<i>Margem EBITDA Ajustada (%)</i>	-40,1%	5,1%	-

Figura 15: EBITDA da Companhia em 2018

Fonte: Site de Relação com o Investidor da Companhia

O prejuízo líquido da Companhia foi de R\$198,8 milhões no quarto trimestre de 2018 contra R\$2,2 milhões no mesmo período em 2017, representando um aumento expressivo de mais de 500%. O EBITDA ajustado, por sua vez, ficou negativo em R\$80,2 milhões no 4T18 e R\$131,0 milhões em 2018.

Quanto ao mercado de capitais, as ações preferenciais da Companhia apresentaram uma desvalorização de 48,6% durante 2018, como podemos observar na figura abaixo.

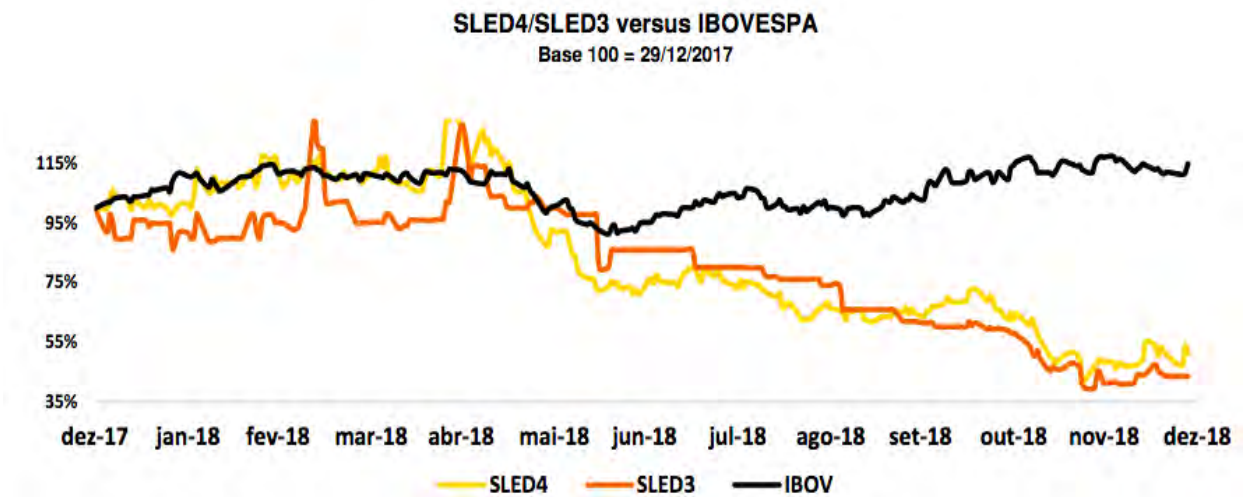


Figura 16: Ações preferenciais da Companhia em 2018

Fonte: Site de Relação com o Investidor da Companhia

No quarto trimestre de 2019, os impactos negativos sobre os resultados foram ainda mais dramáticos:

Consolidado – Ajustado¹	4T19	4T18	A/A
Receita Bruta (<i>Lojas + E-commerce</i>) ²	163.534	220.870	-26,0%
Lojas	121.720	156.968	-22,5%
<i>E-commerce</i>	41.814	63.902	-34,6%
Receita Líquida (<i>Lojas + E-commerce</i>) ²	156.406	200.098	-21,8%
Lojas	117.209	143.004	-18,0%
<i>E-commerce</i>	39.197	57.094	-31,3%
Lucro Bruto Ajustado ¹	50.484	43.316	16,5%

Figura 17: Resultado da Companhia em 2019

Fonte: Site de Relação com o Investidor da Companhia

A receita bruta alcançou R\$163,5 milhões, representando uma queda de 26% quando comparada com o quarto trimestre de 2018. A receita líquida seguiu a mesma tendência no trimestre, apresentando uma redução de 21,8%. Em termos anuais, as reduções foram de 55,1% e 53,7%, respectivamente. A receita bruta de lojas físicas atingiu R\$117,2 milhões, o que representa uma queda de 22,5% quando se compara com o mesmo período do ano

anterior. A receita líquida, seguindo a mesma linha, apresentou redução de 18%. Além disso, no quarto trimestre de 2019, as vendas do site Saraiva.com apresentaram declínio de 34,6% em relação ao ano anterior, enquanto as vendas líquidas se reduziram em 31,3%. Em termos anuais, as reduções foram de 61% e 59,3%, respectivamente.

Consolidado – Ajustado¹	4T19	4T18	A/A
Lucro Líquido (Prejuízo)¹	(98.794)	(198.791)	-50,3%
(+) Resultado financeiro ¹	7.475	8.018	-6,8%
(+) IR / CSLL ¹	13.200	65.750	-79,9%
(+) Depreciação e Amortiz	4.589	10.958	-58,1%
(+) Resultado Líq. Op. Descontinuadas/Outros ¹	31.757	405	>500%
EBITDA Ajustado	(41.774)	(113.660)	-63,2%
<i>Margem EBITDA ajustada (%)</i>	<i>-26,7%</i>	<i>-56,8%</i>	<i>30,1 p.p.</i>

Figura 18: EBITDA da Companhia em 2019

Fonte: Site de Relação com o Investidor da Companhia

O prejuízo líquido da Companhia no quarto trimestre de 2019 foi de R\$98,8 milhões contra R\$198,8 milhões no mesmo período em 2018, representando uma melhora de um pouco mais de 50%. No entanto, o resultado anual foi de R\$293,2 milhões contra R\$277,3 milhões em 2018, levando a um aumento de quase 6%. O EBITDA ajustado no 4T19 totalizou R\$41,2 milhões, representando uma melhora em relação ao 4T18. No entanto, o resultado anual foi de R\$177,9 milhões negativos contra R\$131,0 milhões negativos em 2018, um aumento de aproximadamente 36%.

A dívida da Companhia também aumentou, conforme mostra a figura abaixo.

Consolidado^{1 2}	4T19	4T18	A/A
Tipo de Transação			
Empréstimos e Financiamentos	156.871	172.870	-9,3%
(+) Contas a Pagar Aquisição de Empresas	0	2.637	-100,0%
(-) Caixa e Equivalentes de Caixa / Aplicações Fin.	20.465	96.138	-78,7%
Dívida Líquida Ajustada Antes dos Recebíveis	136.406	79.369	71,9%
(-) Recebíveis de Cartão de Crédito	15.366	47.086	-67,4%
Dívida Líquida Consolidada Após os Recebíveis	121.040	32.283	274,9%
Montante relativo ao processo de Recuperação Judicial	252.486	550.931	54,2%

Figura 19: Dívida da Companhia em 2019

Fonte: Site de Relação com o Investidor da Companhia

A dívida líquida consolidada da Saraiva em 31 de dezembro de 2019 somava R\$136,4 milhões, contra 79,4% em 31 de dezembro de 2018. Logo, a Companhia encerrou 2019 com uma dívida líquida de R\$121 milhões, contra R\$32,3 milhões em 2018.

Consolidado – Ajustado¹	2T20	2T19	A/A
Receita Bruta (Lojas + E-commerce) ²	27.960	161.328	-82,7%
Lojas	4.636	105.443	-95,6%
E-commerce	23.324	55.885	-58,3%
Receita Líquida (Lojas + E-commerce) ²	27.702	155.827	-82,2%
Lojas	4.607	102.331	-95,5%
E-commerce	23.095	53.496	-56,8%
Lucro Bruto Ajustado ¹	10.535	44.870	-76,5%

Figura 20: Resultado da Companhia em 2020

Fonte: Site de Relação com o Investidor da Companhia

Através da figura acima, podemos perceber que, no segundo trimestre de 2020, a receita bruta alcançou R\$28 milhões, representando uma queda expressiva de 82,7% quando comparada ao valor de R\$161,3 milhões no segundo trimestre de 2019. A receita líquida seguiu a mesma tendência no trimestre, apresentando redução de 82%.

O fechamento do comércio por determinação das autoridades sanitárias na tentativa de conter a pandemia do Covid-19 impactou de forma significativa o faturamento no canal de lojas físicas da Companhia, que praticamente não registrou vendas nos meses de Abril e Maio, como é possível observar no quadro abaixo.

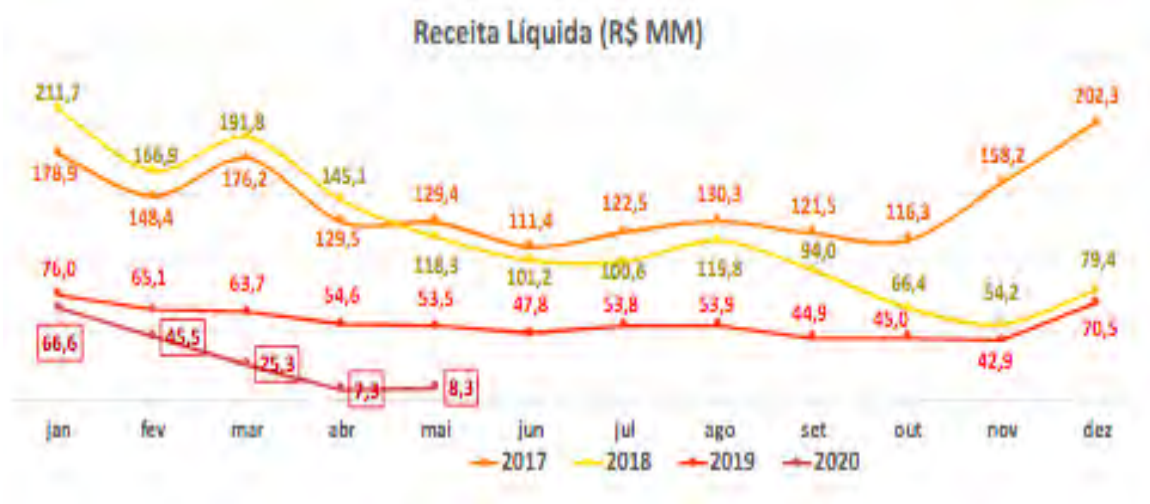


Figura 21: Evolução das vendas

Fonte: Site de Relação com o Investidor da Companhia

A pandemia também afetou o canal de vendas por meio da Internet. A queda de vendas no site no mês de Maio de 2020 em relação ao mesmo período no ano de 2019 foi de 59%, conforme mostra a tabela abaixo.

Receita Bruta	2019	2020	Indicadores	
Canal	Malo	Malo	Mix	Cresc. %
Lojas Físicas	36.941,7	622,1	8%	-98%
Site	18.811,3	7.623,0	92%	-59%
TOTAL	55.753,0	8.245,1	100%	-85%

Figura 22: Evolução Receita Bruta

Fonte: Site de Relação com o Investidor da Companhia

Ademais, antes da pandemia, a Companhia operava com 69 lojas físicas, após o fechamento de 38 lojas desde Outubro de 2018. No entanto, a Saraiva informou ao mercado que deverá encerrar definitivamente as atividades de 11 lojas. Segundo a Companhia, o fechamento do comércio tornou inviável a manutenção das operações dessas 11 unidades. Com o encerramento das mesmas, a Companhia ficará com um total de 58 lojas, das quais mais de 30 sofrem ação de despejo na Justiça. Por exemplo, a filial da Saraiva foi despejada pela Multiplan no New York City Center, anexo ao Barra Shopping, onde acumula dívida

de R\$650 mil em aluguéis atrasados. Além disso, na relação de credores que a Companhia apresentou à Justiça, a Multiplan aparece com um crédito de R\$6,4 milhões.

Consolidado^{1 2}	2T20	2T19	A/A
Tipo de Transação			
Empréstimos e Financiamentos	159.536	154.569	3,2%
(+) Contas a Pagar Aquisição de Empresas	-	2.718	-100,0%
(-) Caixa e Equivalentes de Caixa / Aplicações Fin.	33.249	21.811	52,4%
Dívida Líquida Ajustada Antes dos Recebíveis	126.287	135.476	-6,8%
(-) Recebíveis de Cartão de Crédito	6.496	31.664	-79,5%
Dívida Líquida Consolidada Após os Recebíveis	119.791	103.812	15,4%
Montante relativo ao processo de Recuperação Judicial	219.946	671.271	3,2%

Figura 23: Dívida da Companhia em 2020

Fonte: Site de Relação com o Investidor da Companhia

A dívida líquida da Saraiva no segundo trimestre de 2020 totalizou R\$119,8 milhões contra R\$103,8 milhões no mesmo período em 2019, representando um aumento de 15,4%.

5. METODOLOGIA

O método escolhido para a determinação do valor justo das ações da Saraiva S.A. foi o fluxo de caixa descontado, um dos instrumentos mais completos para precificar um ativo. Utilizaremos o Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF), onde seus elementos são resultados de premissas a serem adotadas no trabalho. O prazo para o fluxo de caixa será de oito anos, descontados pelo custo médio ponderado de capital (WACC - *Weighted Average Cost of Capital*).

5.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Essa abordagem tem como fundamento a regra do valor presente, em que o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados que o ativo gera.

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Equação 1: Fluxo de Caixa Descontado

Fonte: Damodaran (2012)

Onde,

Value = Valor presente do fluxo de caixa futuro

CF_t = Fluxo de caixa no ano t

r = Taxa de desconto

n = Vida do ativo

Segundo Damodaran, há três caminhos para a avaliação do fluxo de caixa descontado: o primeiro é avaliar apenas a participação acionário no negócio; o segundo é avaliar toda a empresa, incluindo, além do patrimônio, os outros requerentes como detentores de ações, acionistas preferenciais, etc.; e o terceiro é avaliar a empresa em partes, começando com suas operações e adicionando os efeitos no valor da dívida e outras reivindicações não relacionadas ao patrimônio. Embora todas as três abordagens descontam

os fluxos de caixa esperados, as taxas de desconto relevantes são diferentes em cada um. Nesse trabalho, iremos abordar o Fluxo de Caixa para o Acionista e o Fluxo de Caixa para a Firma.

5.2 FLUXO DE CAIXA PARA O ACIONISTA (FCFE)

O Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE) diz respeito apenas ao que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído para os detentores do capital próprio, após o pagamento de juros para os credores. Por pertencer somente aos acionistas, o FCFE parte do lucro líquido, ou seja, já houve o pagamento para os credores. O FCFE é descontado pelo custo do capital próprio (K_e) para obter-se o valor de mercado que, dividido pelo número de ações emitidas, determina o preço da ação. Essa abordagem representa a diferença entre toda a entrada e saída efetiva de recursos no nível do acionista em determinado período.

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Equity}_t}{(1+k_e)^t}$$

Equação 2: Fluxo de Caixa para o Acionista

Fonte: Damodaran (2012)

Onde,

Value of Equity = Valor presente do fluxo de caixa para o acionista

CF to Equity = Fluxo de caixa para o acionista no período t

K_e = Custo do capital próprio

O FCFE é calculado da seguinte forma:

Lucro Líquido
(+) Despesa de depreciação
(-) CAPEX
(-) Variação na necessidade de capital de giro
(+) Todos os itens sem efeito de caixa na DRE, além da depreciação
(+) Emissão de novas dívidas
(-) Pagamento do principal da dívida
(+) Variação no capital
= FCFE

Tabela 1: Definição de FCFE

Fonte: Damodaran (2012)

5.3 FLUXO DE CAIXA PARA A FIRMA (FCFF)

O Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF) abrange todo o fluxo de caixa da empresa a ser distribuído entre os credores e acionistas, sob a forma de juros e dividendos. Por pertencer tanto aos devedores quanto aos acionistas, o FCFF parte do lucro operacional após os impostos. O FCFF é descontado pela média ponderada entre o custo de capital próprio e de terceiros (WACC) para obtermos o valor da empresa.

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Firm}_t}{(1+WACC)^t}$$

Equação 3: Fluxo de Caixa para a Firma

Fonte: Damodaran (2012)

Onde,

Value of Firm = Valor presente do fluxo de caixa para a firma

CF to Firm_t = Fluxo de caixa esperado no período t

WACC = Custo médio ponderado de capital

O FCFF é calculado da seguinte forma:

EBIT * (1 - t): Lucro operacional depois dos impostos
(+) Depreciação
(-) CAPEX
(-) Variação na necessidade de capital de giro
(+) Todos os itens sem efeito de caixa na DRE, além da depreciação
= FCFF

Tabela 2: Definição de FCFF

Fonte: Damodaran (2012)

6. VALUATION

6.1 BALANÇO PATRIMONIAL

O balanço patrimonial da Companhia, que será apresentado na tabela abaixo, inclui dados desde 2013 até o segundo trimestre de 2020.

Balanço Patrimonial (R\$ mil)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2T2020
ATIVO								
Ativo Circulante								
Caixa e equivalentes de caixa	23.086	275.019	126.503	125.290	68.943	95.423	20.464	33.249
Aplicações financeiras			62.513		9	6		
Contas a receber	280.297	455.689	671.032	366.535	225.187	91.185	43.484	32.072
Estoques	503.225	556.954	289.462	292.045	460.541	174.851	102.526	73.036
Tributos a recuperar	140.196	154.615	145.746	181.152	178.507	97.976	44.175	42.104
Despesas antecipadas	2.559	2.470	5.608	2.337	6.879	2.766	1.643	2.257
Outros ativos circulantes			37.658	17.305	22.437	21.427	21.427	
Total do ativo circulante	949.363	1.444.747	1.338.522	984.664	962.503	483.634	233.719	182.718
Ativo não circulante								
Ativo realizável a longo prazo	84.549	101.945	167.689	114.844	207.536	240.488	203.715	179.515
Investimentos	714	729	158	158	23	23	150	150
Imobilizado	116.092	118.341	99.361	91.130	68.290	51.584	346.290	190.374
Intangível	175.311	206.037	145.004	143.081	160.833	202.945	68.315	63
Total do ativo não circulante	376.666	427.052	412.212	349.213	436.682	495.040	618.470	370.102
Total do ativo	1.326.029	1.871.799	1.750.734	1.333.877	1.399.185	978.674	852.189	552.820
PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO								
Passivo Circulante								
Obrigações sociais e trabalhistas	40.751	33.964	32.580	24.387	19.359	13.514	12.610	14.863
Fornecedores	215.945	436.358	386.082	403.716	546.880	549.324	93.283	107.694
Obrigações fiscais	4.493	6.248	30.864	2.342	2.134	6.823	2.798	7.589
Empréstimos e financiamentos	224.722	503.677	324.495	194.268	119.635	154.468	66.345	61.876
Outras obrigações	59.346	68.738	70.441	46.357	50.597	71.587	85.256	48.770
Provisões	4.639	4.083	1.994	933	1.757	4.320	3.379	2.667
Total do passivo circulante	549.896	1.053.068	846.456	672.003	740.362	800.036	263.671	243.459
Passivo não circulante								
Empréstimos e financiamentos	220.962	297.566	351.393	148.954	198.032	18.403	417.568	277.522
Outras obrigações	214	7.669	4.383	5.629	20.834	17.924	190.806	192.132
Tributos diferidos	21.530	21.828	667	3.792	4.407	4.586		
Provisões	17.686	19.150	23.283	11.638	13.492	16.807	152.833	161.165
Total do passivo não circulante	260.392	346.213	379.726	170.013	236.765	57.720	761.207	630.819
Capital social realizado	279.901	279.901	279.901	282.999	282.999	282.999	282.999	300.753
Reservas de capital			4.965	5.125	5.244	5.311	18.142	20.552
Reservas de lucros	224.506	181.290	227.958	192.508	123.047	(233)	(233)	(233)
Lucros/prejuízos acumulados						(178.450)	(484.864)	(642.504)
Ajustes de avaliação patrimonial	11.279	11.279	11.670	11.190	10.732	11.279	11.279	
Participação dos acionistas não controladores	55	48	58	39	36	12	(12)	(26)
Total do patrimônio líquido	515.741	472.518	524.552	491.861	422.058	120.918	-172.689	-321.458
Total do passivo e do patrimônio líquido	1.326.029	1.871.799	1.750.734	1.333.877	1.399.185	978.674	852.189	552.820

Tabela 3: Balanço Patrimonial

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

6.2 DEMONSTRATIVO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO

O DRE da Companhia inclui dados desde 2017 até o segundo trimestre de 2020, conforme apresentado na tabela abaixo.

Demonstração de Resultados (R\$ mil)	2017	2018	2019	1S2020
Receita bruta de vendas de bens e/ou serviços	1.883.327	1.553.905	697.162	169.225
Varejo	1.883.327	1.553.905	697.162	169.225
Lojas	1.172.953	966.622	469.004	103.343
E-commerce	710.374	587.283	228.158	65.882
Deduções da receita bruta	(158.440)	(108.482)	(27.504)	(37.881)
Receita operacional líquida	1.724.887	1.445.423	669.658	131.344
Custo das mercadorias vendidas	(1.150.085)	(1.033.533)	(470.179)	(111.457)
Resultado bruto	574.801	411.889	199.479	52.927
Receitas (despesas) operacionais	(593.876)	(617.562)	(702.760)	(196.058)
Despesas com vendas	(459.998)	(354.243)	(217.145)	(68.543)
Despesas gerais e administrativas	(109.502)	(192.987)	(119.340)	(37.945)
Outras receitas (despesas) operacionais	(24.376)	(70.332)	(366.275)	(89.570)
Resultado antes do resultado financeiro (EBIT)	(19.075)	(205.673)	(503.281)	(143.131)
Resultado financeiro	(48.372)	(50.342)	230.076	(17.417)
Resultado antes dos tributos sobre o lucro	(67.447)	(256.015)	(273.205)	(160.548)
Imposto de renda e contribuição social - corrente	-	-	-	(6.247)
Imposto de renda e contribuição social - diferido	18.090	(43.078)	(11.486)	-
Resultado líquido das operações continuadas	(49.357)	(299.093)	(284.691)	(166.795)
Resultado líquido das operações descontinuadas	(2.655)	(2.661)	(33.381)	(2.138)
Lucro/prejuízo consolidado do período	(52.012)	(301.754)	(318.072)	(168.933)

Tabela 4: DRE

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

É possível perceber os impactos da crise a partir de 2018, onde a receita operacional líquida começa a apresentar queda, que é intensificada nos períodos seguintes. O prejuízo consolidado da Companhia atingiu a marca de R\$318,1 milhões em 2019 e, supondo que o resultado do primeiro semestre de 2020 se repita no segundo, o prejuízo consolidado chegaria a aproximadamente R\$337,9 milhões, resultado nunca antes visto.

6.3 RECEITAS

A receita bruta da Companhia é obtida através da soma das vendas realizadas em lojas físicas e no site Saraiva.com, já a receita líquida é obtida através da dedução de impostos sobre a receita bruta.

RECEITA (R\$ mil)	2017	2018	2019	1S2020
Receita Bruta	1.883.327	1.553.905	697.162	169.225
Varejo	1.883.327	1.553.905	697.162	169.225
Lojas	1.172.953	966.622	469.004	103.343
% Lojas	62%	62%	67%	61%
E-commerce	710.374	587.283	228.158	65.882
% E-commerce	38%	38%	33%	39%
Impostos	(158.440)	(108.483)	(27.504)	(4.841)
% da Receita Bruta	8%	7%	4%	3%
Receita Líquida	1.724.887	1.445.422	669.658	164.384

Tabela 5: Receitas

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

A projeção de ambas as receitas está apresentada na tabela abaixo.

RECEITA (R\$ mil)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Receita Bruta	343.527	522.161	757.133	1.006.987	1.218.454	1.401.222	1.569.369	1.679.225	1.746.394
Variação %	-50,7%	52,0%	45,0%	33,0%	21,0%	15,0%	12,0%	7,0%	4,0%
Varejo	343.527	522.161	757.133	1.006.987	1.218.454	1.401.222	1.569.369	1.679.225	1.746.394
Lojas	209.786	330.823	497.018	661.034	799.851	919.829	1.030.208	1.102.323	1.146.416
% Lojas	61%	63%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%
E-commerce	133.740	191.338	260.115	345.953	418.603	481.394	539.161	576.902	599.978
% E-commerce	39%	37%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
Impostos	(12.904)	(19.614)	(28.440)	(37.826)	(45.769)	(52.634)	(58.950)	(63.077)	(65.600)
% da Receita Bruta	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Receita Líquida	330.623	502.547	728.693	969.161	1.172.685	1.348.588	1.510.419	1.616.148	1.680.794

Tabela 6: Projeção Receitas

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

As projeções foram feitas a partir do segundo semestre de 2020 e, em todas as tabelas a serem apresentadas neste capítulo, a coluna 2020E se refere à soma dos valores do primeiro semestre juntamente com a estimativa do segundo semestre. No caso da receita bruta, foi considerado um crescimento de 3% em relação ao primeiro semestre, tendo em vista que algumas lojas físicas reabriram.

Logo, para 2020, colocamos uma redução de 50,7% em relação a 2019, devido aos impactos da pandemia do coronavírus, que afetou a Companhia conforme mencionado anteriormente nesse trabalho. Para 2021, há a expectativa de um crescimento do PIB de 3,4% e da manutenção de juros baixos. Além disso, a perspectiva da liberação da vacina pode impactar na melhora do consumo doméstico e, dessa forma, colocamos um crescimento de 52% em relação ao ano anterior. Apesar de ser um crescimento aparentemente alto, a receita bruta em 2021 ainda será inferior ao que a Companhia apresentou em 2019, quando já estava com dificuldades financeiras. A partir de 2022, com a reestruturação da Companhia após os efeitos da crise, colocamos um crescimento de 45% ao ano, seguido de crescimentos percentuais menores (2023=33% a.a., 2024=21% a.a., 2025=15% a.a., 2026=12% a.a., 2027=7% a.a. e 2028=4% a.a.). Para a projeção da receita líquida, foi utilizada uma margem de 4% referente às deduções, percentual calculado a partir da média histórica da Companhia.

6.4 DESPESAS

As despesas da Companhia estão divididas em três subgrupos:

- Despesas com vendas;
- Despesas gerais e administrativas;
- Outras receitas (despesas);

A soma desses subgrupos resulta nas despesas operacionais da Companhia, cujo histórico se apresenta abaixo.

DESPESAS (R\$ mil)	2017	2018	2019	1S2020
Despesas com vendas	(459.998)	(354.243)	(217.145)	(68.543)
% da ROB	24,42%	22,80%	31,15%	40,50%
Despesas gerais e administrativas	(109.502)	(192.987)	(119.340)	(37.945)
% da ROB	6%	12,42%	17,12%	22,42%
Outras receitas (despesas) operacionais	(24.376)	(70.332)	(366.275)	(89.570)
% da ROB	1%	5%	53%	53%
Despesas operacionais (total)	(593.876)	(617.562)	(702.760)	(196.058)
% da ROB	31,53%	39,74%	100,80%	115,86%

Tabela 7: Despesas

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

A projeção das despesas foi calculada da seguinte forma:

DESPESAS (R\$ mil)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Despesas com vendas	(139.142)	(164.390)	(238.366)	(317.026)	(383.602)	(441.142)	(494.079)	(528.665)	(549.811)
% da ROB	40,5%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Despesas gerais e administrativas	(77.028)	(90.439)	(131.136)	(174.411)	(211.037)	(242.693)	(271.816)	(290.843)	(302.477)
% da ROB	22,42%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Outras receitas (despesas) operacionais	(181.827)	(191.448)	(277.599)	(369.207)	(446.741)	(513.752)	(575.402)	(615.680)	(640.308)
% da ROB	53%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%
Despesas operacionais (total)	(397.998)	(446.277)	(647.101)	(860.645)	(1.041.380)	(1.197.587)	(1.341.297)	(1.435.188)	(1.492.596)
% da ROB	115,86%	85,47%	85,47%	85,47%	85,47%	85,47%	85,47%	85,47%	85,47%

Tabela 8: Projeção Despesas

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

Para todas as despesas, foi considerada no último semestre de 2020 uma margem bruta equivalente à margem do primeiro semestre. Para os anos seguintes, deixamos constante a participação de cada despesa na receita bruta, calculada a partir da média dos últimos três anos da Companhia.

6.5 CUSTO DA MERCADORIA VENDIDA

O custo da mercadoria vendida resulta da soma das despesas para a Companhia produzir e armazenar aquela mercadoria, até que a venda seja realizada.

CMV (R\$ mil)	2017	2018	2019	1S2020
Custo das mercadorias vendidas	(1.150.085)	(1.033.533)	(470.179)	(111.457)
% da ROB	61%	67%	67%	66%
Margem	39%	33%	33%	34%

Tabela 9: CMV

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

Para a sua projeção, foi adotado o mesmo método da estimativa das despesas operacionais, calculando a média dos últimos três anos da participação do custo da mercadoria vendida na receita bruta, de acordo com a tabela abaixo.

CMV (R\$ mil)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Custo das mercadorias vendidas	(226.258)	(347.789)	(504.294)	(670.710)	(811.560)	(933.294)	(1.045.289)	(1.118.459)	(1.163.197)
% da ROB	66%	67%	67%	67%	67%	67%	67%	67%	67%
Margem	34%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Tabela 10: Projeção CMV

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

6.6 CAPEX

O CAPEX representa as despesas de capitais ou investimentos em bens de capitais. Esse tipo de custo tem como objetivo manter ou expandir o escopo de operações da Companhia. No caso da Saraiva, o CAPEX é composto integralmente pela aquisição de imobilizado, conforme tabela abaixo.

CAPEX (R\$ mil)	2018	2019	1S2020
Aquisição de imobilizado	(85.933)	(10.303)	(2.271)

Tabela 11: CAPEX

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

CAPEX (R\$ mil)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Aquisição de imobilizado	(4.542)	(6.586)	(9.023)	(11.910)	(14.768)	(17.870)	(20.908)	(23.625)	(25.988)
Variação %	-55,92%	45,00%	37,00%	32,00%	24,00%	21,00%	17,00%	13,00%	10,00%

Tabela 12: Projeção CAPEX

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

Seguindo a metodologia das projeções anteriores, consideramos o mesmo valor para o CAPEX no primeiro e segundo semestre de 2020, totalizando R\$ 4,5 milhões, o que representa uma queda de 55,9% em relação ao ano anterior. Para 2021, uma vez que a Companhia já terá amenizado em parte os impactos da crise, foi considerado um crescimento de 45%. Com relação aos anos seguintes, foram considerados crescimentos percentuais menores (2022=37% a.a., 2023=32% a.a., 2024=24% a.a., 2025=21% a.a., 2026=17% a.a., 2027=13% a.a. e 2028=10% a.a.).

6.7 EBITDA

O EBITDA representa o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização. A partir desse indicador, é possível descobrir quanto a empresa está gerando com suas atividades operacionais, sem incluir investimentos financeiros, empréstimos e impostos. Para esse trabalho, estamos interessados no EBITDA ajustado, que reflete melhor a realidade da Companhia.

Já a margem EBITDA ajustada é a relação entre o EBITDA ajustado e receita líquida e é importante porque indica, em termos relativos, qual é a margem de lucro da Companhia. A projeção desse indicador está ilustrada no gráfico abaixo.

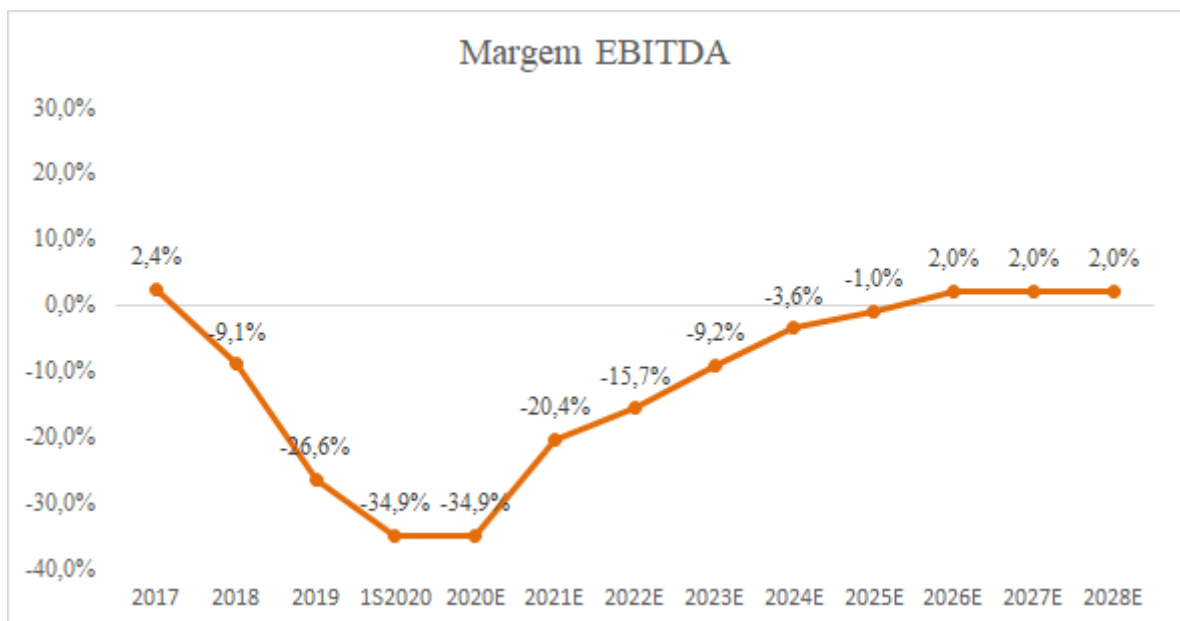


Figura 24: Projeção Margem EBITDA Ajustada

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

Para o último semestre de 2020, foi considerada uma margem igual a do primeiro semestre, -34,9%. Com relação aos anos seguintes, devido aos mesmos fatores que impactam positivamente a projeção da receita bruta da Companhia, foi adotado um crescimento gradual, que se estabiliza na marca de 2% no ano de 2026.

Com a projeção da margem EBITDA apresentada acima e da receita líquida, apresentada na Tabela 5, chegamos em uma estimativa do EBITDA ajustado.

MARGEM EBITDA (R\$ mil)	2017	2018	2019	1S2020
Receita Líquida	1.724.887	1.445.422	669.658	164.384
EBITDA ajustado	41.323	(130.973)	(177.880)	(57.419)
Margem EBITDA	2,4%	-9,1%	-26,6%	-34,9%

Tabela 13: EBITDA Ajustado

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

MARGEM EBITDA (R\$ mil)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Receita Líquida	330.623	502.547	728.693	969.161	1.172.685	1.348.588	1.510.419	1.616.148	1.680.794
EBITDA ajustado	(115.486)	(102.520)	(114.405)	(89.163)	(42.217)	(13.486)	30.208	32.323	33.616
Margem EBITDA	-34,9%	-20,4%	-15,7%	-9,2%	-3,6%	-1,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Tabela 14: Projeção EBITDA Ajustado

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

6.8 DEPRECIAÇÃO E AMORTIZAÇÃO

A depreciação e amortização é a redução do valor dos bens pelo desgaste ou perda de utilidade destes, seja em função da ação da natureza ou obsolescência. Neste trabalho, calculamos a depreciação e amortização a partir da subtração entre os valores estimados do EBITDA e do EBIT, que é o lucro antes dos juros e tributos, ou seja, demonstra o lucro operacional da Companhia, sem incluir despesas ou receitas financeiras. Como a projeção do EBITDA já foi calculada, focaremos na projeção do EBIT.

Para essa estimativa, somamos a projeção das despesas operacionais, já apresentadas neste capítulo, juntamente com a projeção do resultado bruto. Este, por sua vez, é resultado da soma entre a projeção da receita líquida e do custo da mercadoria vendida, também já apresentados. Assim, obtemos a projeção do EBIT e, por conseguinte, a projeção da depreciação e amortização.

DEPRECIÇÃO/AMORTIZAÇÃO (R\$ mil)	2018	2019	1S2020
EBIT	(205.673)	(503.281)	(143.131)
EBITDA	(130.973)	(177.880)	(57.419)
Depreciação e Amortização	74.700	325.401	85.712

Tabela 15: Depreciação e Amortização

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

DEPRECIÇÃO/AMORTIZAÇÃO (R\$ mil)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	(293.633)	(291.519)	(422.702)	(562.194)	(680.254)	(782.293)	(876.168)	(937.499)	(974.999)
EBITDA	(115.486)	(102.520)	(114.405)	(89.163)	(42.217)	(13.486)	30.208	32.323	33.616
Depreciação e Amortização	178.147	188.999	308.297	473.031	638.038	768.807	906.376	969.822	1.008.615

Tabela 16: Projeção Depreciação e Amortização

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

6.9 CAPITAL DE GIRO

A expressão “capital de giro” se refere ao ativo circulante, o valor disponível para pagar despesas fixas, como aluguel e funcionários, e eventuais imprevistos. Os prazos médios do capital de giro foram projetados da seguinte maneira:

- Para o segundo semestre de 2020, repetiu-se o mesmo prazo do primeiro.
- Com relação ao ano de 2021, calculou-se a média de prazos dos dois anos anteriores.
- Foi adotada uma média histórica dos prazos da Companhia para o período entre 2022 e 2028.

Prazos Médios (Dias)	2017	2018	2019	1S2020
Caixa	13	22	11	35
Contas a Receber	44	21	23	34
Despesas antecipadas	1	1	1	2
Estoques	146	62	80	118
Aplicações financeiras	0	0	0	0
Impostos a Recuperar	35	23	23	45
Outros	4	5	11	0
Obrigações sociais e trabalhistas	6	5	10	24
Fornecedores	174	194	72	174
Obrigações fiscais	1	2	2	12
Empréstimos e financiamentos	38	55	52	100
Provisões	1	2	3	4
Outras obrigações	16	25	66	79

Tabela 17: Prazos Médios

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

Prazos Médios (Dias)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Caixa	35	28	20	20	20	20	20	20	20
Contas a Receber	34	32	30	30	30	30	30	30	30
Despesas antecipadas	2	2	1	1	1	1	1	1	1
Estoques	118	110	101	101	101	101	101	101	101
Aplicações financeiras	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impostos a Recuperar	45	38	31	31	31	31	31	31	31
Outros	0	3	5	5	5	5	5	5	5
Obrigações sociais e trabalhistas	24	18	11	11	11	11	11	11	11
Fornecedores	174	164	153	153	153	153	153	153	153
Obrigações fiscais	12	8	4	4	4	4	4	4	4
Empréstimos e financiamentos	100	80	61	61	61	61	61	61	61
Provisões	4	3	2	2	2	2	2	2	2
Outras obrigações	79	63	47	47	47	47	47	47	47

Tabela 18: Projeção Prazos Médios

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

Com os prazos médios estabelecidos e com a estimativa da receita bruta e do custo da mercadoria vendida, para o caso do estoque, foi calculada a projeção do capital de giro.

CAPITAL DE GIRO (R\$ mil)	2017	2018	2019	1S2020
Ativo Circulante	962.503	483.634	233.719	182.718
Caixa	68.943	95.423	20.464	33.249
Contas a Receber	225.187	91.185	43.484	32.072
Despesas antecipadas	6.879	2.766	1.643	2.257
Estoques	460.541	174.851	102.526	73.036
Aplicações financeiras	9	6	0	0
Impostos a Recuperar	178.507	97.976	44.175	42.104
Outros	22.437	21.427	21.427	0
Passivo Circulante	740.362	800.036	263.671	243.459
Obrigações sociais e trabalhistas	19.359	13.514	12.610	14.863
Fornecedores	546.880	549.324	93.283	107.694
Obrigações fiscais	2.134	6.823	2.798	7.589
Empréstimos e financiamentos	119.635	154.468	66.345	61.876
Provisões	1.757	4.320	3.379	2.667
Outras obrigações	50.597	71.587	85.256	48.770
Capital de Giro	222.141	-316.402	-29.952	-60.741
Variação de Cap. Giro	90.520	538.543	(286.450)	30.789

Tabela 19: Capital de Giro

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

CAPITAL DE GIRO (R\$ mil)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Ativo Circulante	370.918	251.448	324.230	431.225	521.783	600.050	672.056	719.100	747.864
Caixa	67.495	39.935	42.449	56.457	68.313	78.560	87.987	94.147	97.912
Contas a Receber	65.106	46.207	63.237	84.105	101.767	117.032	131.076	140.251	145.861
Despesas antecipadas	4.582	2.655	2.719	3.617	4.376	5.033	5.637	6.031	6.272
Estoques	148.263	104.486	140.046	186.261	225.376	259.183	290.285	310.604	323.029
Aplicações financeiras	-	1	2	2	3	3	3	4	4
Impostos a Recuperar	85.471	54.480	65.094	86.575	104.756	120.469	134.925	144.370	150.145
Outros	-	3.684	10.683	14.208	17.192	19.770	22.143	23.693	24.640
Passivo Circulante	494.222	320.167	385.257	512.392	619.994	712.994	798.553	854.452	888.630
Obrigações sociais e trabalhistas	30.172	16.761	15.443	20.539	24.852	28.580	32.009	34.250	35.620
Fornecedores	218.619	155.980	212.045	282.019	341.243	392.430	439.521	470.288	489.099
Obrigações fiscais	15.406	7.925	6.050	8.046	9.736	11.196	12.540	13.418	13.954
Empréstimos e financiamentos	125.608	76.664	84.262	112.069	135.604	155.944	174.657	186.883	194.359
Provisões	5.414	3.126	3.113	4.141	5.010	5.762	6.453	6.905	7.181
Outras obrigações	99.003	59.712	64.344	85.578	103.549	119.082	133.372	142.708	148.416
Capital de Giro	-123.304	-68.719	-61.028	-81.167	-98.212	-112.944	-126.497	-135.352	-140.766
Variação de Cap. Giro	62.563	(54.585)	(7.692)	20.139	17.045	14.732	13.553	8.855	5.414

Tabela 20: Projeção Capital de Giro

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

6.10 ESTRUTURA DE CAPITAL

Analisando o endividamento bruto da Companhia, assim como o volume disponível em caixa e a relação entre a quantidade de ações emitidas e o preço de mercado das mesmas, chegamos a seguinte estrutura de capital:

- 7% proveniente de capital próprio;
- 93% proveniente de capital de terceiros

Podemos conferir essa proporção na tabela abaixo.

(i) ESTRUTURA DE CAPITAL		
Endividamento Bruto (milhões) - 2T2020	R\$	339,4
Caixa e Aplicações Financeiras (milhões) - 2T2020	R\$	33,2
Valor de Mercado do Capital Próprio (milhões)	R\$	23
% Capital Próprio		7%
% Capital Terceiros		93%
Alíquota de imposto sobre o resultado (t)		34%

Tabela 21: Estrutura de Capital

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

Na projeção foi utilizada uma alíquota de 34%, referente ao Imposto de Renda pago pelas empresas brasileiras.

6.11 CUSTO DO EQUITY

O Custo do Equity (K_e) foi calculado com base no modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que é o método mais utilizado no mercado para o cálculo da taxa de desconto para o acionista. O CAPM é uma fórmula que pode ser usada para calcular o retorno esperado de um ativo versus seu risco sistemático, ou seja, o risco intrínseco a todo o mercado. Devido à presença desse risco, os investidores precisam ser compensados na forma de um prêmio de risco, que é uma taxa de retorno superior à taxa livre de risco. Ao investir, os agentes econômicos desejam um prêmio de risco mais alto ao assumir investimentos mais arriscados. O modelo tem a seguinte fórmula:

$$K_e = R_F + \beta * (R_M - R_F)$$

Equação 4: CAPM

Fonte: Damodaran (2012)

Onde,

K_e = Custo do capital próprio

R_F = Taxa de juros livre de risco

β = Índice Beta, que indica o risco associado ao investimento

R_M = Taxa de remuneração do mercado

$(R_M - R_F)$ = Prêmio de risco

(i) Para a taxa de juros livre de risco, foi utilizada uma taxa de 2,96%, referente ao CDI do mês de novembro, acumulado nos últimos 12 meses.

(ii) Como a Companhia está excessivamente alavancada, é preciso calcular um beta desalavancado para, em seguida, alavancá-lo de acordo com a projeção da estrutura de capital da Companhia. Para o beta desalavancado, utilizou-se a seguinte fórmula:

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{1 + \frac{D}{E} \times (1 - t)}$$

Equação 5: Beta desalavancado

Fonte: Damodaran (2012)

Onde,

β_u = Beta desalavancado

β_L = Beta alavancado

D = Dívida líquida

E = Capital próprio

t = Alíquota de imposto

(iii) De acordo com Alexandre Póvoa o prêmio de risco ($R_M - R_F$) depende de quatro fatores: percepção geral de risco de mercado, tamanho da taxa de juros, aversão a risco e quantidade de oportunidades de investimento no mercado. Nos EUA, calcula-se a diferença entre o retorno do S&P e o retorno da renda fixa nos últimos 90 anos e chega-se ao número de 4,7% ao ano. Já no Brasil, a série histórica de dados é mais restrita e, nos tempos mais recentes, o desempenho da renda fixa foi superior ao do Ibovespa. Portanto, baseando-se no parâmetro dos EUA, indica-se 5,5% ao ano para o prêmio de risco brasileiro.

Após esses cálculos, chegamos em um Custo do Equity (K_e) igual a 12,28%, de acordo com a tabela abaixo.

(ii) CUSTO DO EQUITY (K_e)	
Rf (nominal)	2,96%
Beta Alavancado	0,608
Beta Desalavancado	0,197
Beta Alavancado (Calculado de Acordo com a estrutura de Capital da Companhia)	1,695
$R_m - R_f$	5,5%
K_e (nominal)	12,28%

Tabela 22: Custo do Equity

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

6.12 CUSTO DA DÍVIDA

Para o custo da dívida, foi utilizada a seguinte fórmula:

$$K_d = (R_F + \text{Spread}) * (1 - \text{Imposto}\%)$$

Equação 6: Custo da Dívida

Fonte: Damodaran (2012)

Onde,

K_d = Custo do capital de terceiros

R_F = Taxa de juros livre de risco

Spread = Prêmio de risco da Companhia

(i) Para a taxa de juros livre de risco, segue como parâmetro o CDI acumulado em 12 meses.

(ii) Para determinar o spread, é necessário analisar a razão entre o EBIT da Companhia e o resultado financeiro. No caso da Saraiva, como o valor do EBIT é muito inferior e a divisão deste pelo segundo resulta em um número negativo, a Companhia se encontra com um *rating* D, onde o spread de risco sugerido é de 14%, de acordo com a tabela abaixo.

<i>If interest coverage ratio is</i>	<i>Column1</i>	<i>Column2</i>	<i>Column3</i>
>	≤ to	Rating is	Spread is
8.50	100000	Aaa/AAA	0.60%
6.5	8.499999	Aa2/AA	0.80%
5.5	6.499999	A1/A+	1.00%
4.25	5.499999	A2/A	1.10%
3	4.249999	A3/A-	1.25%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	1.60%
2.25	2.49999	Ba1/BB+	2.50%
2	2.2499999	Ba2/BB	3.00%
1.75	1.999999	B1/B+	3.75%
1.5	1.749999	B2/B	4.50%
1.25	1.499999	B3/B-	5.50%
0.8	1.249999	Caa/CCC	6.50%
0.65	0.799999	Ca2/CC	8.00%
0.2	0.649999	C2/C	10.50%
-100000	0.199999	D2/D	14.00%

Tabela 23: Spread de Risco

Fonte: New York University

Realizando os cálculos, chegou-se em um custo da dívida (K_d) igual a 12,02%.

(iii) CUSTO DA DÍVIDA (K_d)	
Spread de risco	14%
K_d (nominal)	12,02%
K_d (real)	9,49%

Tabela 24: Custo da Dívida

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

6.13 WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC)

As empresas costumam administrar seus negócios usando o capital que levantam através de várias fontes. Eles incluem a captação de recursos através da listagem de suas ações na bolsa de valores, emissão de títulos com juros ou empréstimos. Todo esse capital tem um custo, e o custo associado a cada tipo varia para cada fonte. WACC é o custo médio, após impostos, das várias fontes de capital de uma empresa, incluindo ações ordinárias, ações preferenciais, títulos e qualquer outra dívida de longo prazo. Em outras palavras, o WACC é a taxa média que uma empresa espera pagar para financiar seus ativos. O modelo tem a seguinte fórmula:

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

Equação 7: WACC

Fonte: Damodaran (2012)

Onde,

K_e = Custo do capital próprio

K_d = Custo da dívida

D = Valor presente de toda a dívida

E = Valor de mercado, é o valor para o acionista (número de ações x preço da ação)

t = Alíquota de imposto

Após realizar os cálculos, chegamos em uma taxa de desconto de 22,24%.

6.14 FLUXO DE CAIXA LIVRE DA FIRMA

Para o fluxo de caixa projetado da Companhia, foi estabelecido o prazo de oito anos e ele foi desenvolvido com os elementos apresentados nesse capítulo, de acordo com a tabela abaixo.

Em R\$ milhões	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	(294)	(292)	(423)	(562)	(680)	(782)	(876)	(937)	(975)
Depreciação e Amortização	178	189	308	473	638	769	906	970	1.009
Impostos	100	99	144	191	231	266	298	319	331
Alíquota imposto	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
Variação do Capital de Giro	63	(55)	(8)	20	17	15	14	9	5
Capex	(5)	(7)	(9)	(12)	(15)	(18)	(21)	(24)	(26)
Fluxo de Caixa Livre para a Firma	42	-65	13	110	191	249	321	336	345
Valor Presente do Fluxo de Caixa	38	-48	8	55	78	83	87	75	62
Valor Presente da Perpetuidade									339

Tabela 25: Projeção Fluxo de Caixa

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

A perpetuidade diz respeito à geração de valores eternamente, considerando intervalos regulares. Para esse trabalho, foi considerado que, após 2028, a Companhia vai gerar um fluxo de caixa com crescimento de 3,23%, valor referente à projeção do IPCA no ano mencionado, de acordo com o Relatório Focus do Banco Central.

6.15 PREÇO DA AÇÃO

Através da soma do valor presente do fluxo de caixa juntamente com o valor presente da perpetuidade, e subtraindo a dívida líquida, chegamos em um valor avaliado em R\$ 43 milhões para a Saraiva. Esse valor dividido pelo total de ações preferenciais emitidas pela Companhia, aproximadamente 40 milhões, chegamos em um preço de R\$ 1,08 por ação preferencial.

Em R\$ milhões	
Valor Presente do Fluxo de Caixa	R\$ 437
Valor Presente da Perpetuidade	R\$ 339
Firm Value	R\$ 776
Dívida LP+CP	-R\$ 339
Dívidas Previdenciárias e Fiscais	-R\$ 22
Outros ajustes	-R\$ 405
Caixa	R\$ 33
Equity Value	R\$ 43
Nº Ações	40
Valor da Ação (R\$/ação)	R\$ 1,08

Tabela 26: Valor da Saraiva

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Companhia

7. CONCLUSÃO

Esse trabalho teve como finalidade encontrar o valor justo das ações preferenciais da Saraiva, sob o *ticker* SLED4. Através da metodologia de fluxo de caixa descontado, detalhada nos capítulos anteriores, encontramos um *equity value* de R\$ 43 milhões e um valor justo de R\$ 1,08 (um real e oito centavos) por ação, o que representa um upside de 80% em relação à cotação final de novembro de 2020, R\$ 0,60.

Entendemos que a Companhia tem potencial para crescimento, se souber se adequar ao atual momento de crise, investindo no e-commerce, por exemplo, uma vez que a tendência é um consumo cada vez maior através da internet, em detrimento ao atendimento presencial. No entanto, é improvável que a empresa volte a apresentar os mesmos resultados que apresentou nos anos anteriores à crise, quando a Saraiva era vista como a livraria líder do país.

Um dos grandes erros da Companhia foi não ter acompanhado o ritmo das inovações de mercado, como a *Amazon* fez, dando abertura para que a mesma tomasse a liderança e conquistasse os clientes, através de preços mais acessíveis e maior diversificação de produtos e serviços. Acreditamos que a Saraiva simplesmente não se preparou para o inevitável e preferiu continuar por anos com uma estratégia de crescimento insular.

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/>>

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/>>

BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/>

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>

DAMODARAN, A. Avaliação de Empresas. 2 ed. São Paulo: Pearson, 2007.

DAMODARAN, A. Valuation: Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações. São Paulo: LTC, 2012

DEMONSTRATIVOS E RELATÓRIOS SARAIVA. Relação com investidores. Disponível em: <<http://saraivari.com.br/>>

EARP, Fábio Sá; KORNIS, George. A economia da cadeia produtiva do livro. Rio de Janeiro: BNDES, 2005.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS. Disponível em: <<https://www.fipe.org.br/>>

HALLEWELL, Laurence. O livro no Brasil: sua história. 2. ed. rev. e amp. São Paulo: Edusp, 2005.

MACHADO, Ubiratan. A etiqueta de livros no Brasil: subsídios para uma história das livrarias brasileiras. 2. ed. São Paulo: Edusp/Oficina do Livro Rubens Borba de Moraes/Imprensa Oficial, 2003.

QUANTUM AXIS. Disponível em: <<http://quantumaxis.com.br/>>

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. Disponível em: <<http://idg.receita.fazenda.gov.br/>>

TIJA, John. Building Financial Models. 2. ed. Nova York: McGraw-Hill Education, 2009.