

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO TECNOLÓGICO
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO E SISTEMAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO ELÉTRICA

Marcos Miyahara Hirano

**AVALIAÇÃO DE VALOR ECONÔMICO PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO:
ESTUDO DE CASO DA M DIAS BRANCO S.A.**

Florianópolis

2023

Marcos Miyahara Hirano

**AVALIAÇÃO DE VALOR ECONÔMICO PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO:
ESTUDO DE CASO DA M DIAS BRANCO S.A.**

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de Engenharia de Produção Elétrica do Centro Tecnológico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Engenharia Elétrica, com habilitação em Engenharia de Produção.

Orientador(a): Prof. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.

Florianópolis

2023

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Hirano, Marcos Miyahara

Avaliação de valor econômico pelo método do fluxo de caixa descontado: Estudo de caso da M. Dias Branco S.A. / Marcos Miyahara Hirano ; orientador, Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, 2023.

114 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico, Graduação em Engenharia de Produção Elétrica, Florianópolis, 2023.

Inclui referências.

1. Engenharia de Produção Elétrica. 2. Avaliação de Empresas. 3. Valuation. 4. Método de fluxo de caixa descontado. I. Goulart, Marco Antônio de Oliveira Vieira. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Engenharia de Produção Elétrica. III. Título.

Marcos Miyahara Hirano

**AVALIAÇÃO DE VALOR ECONÔMICO PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO:
ESTUDO DE CASO DA M DIAS BRANCO S.A.**

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do título de “Engenheiro Eletricista com Habilitação em Produção” e aprovado em sua forma final pelo Curso de Engenharia de Produção Elétrica.

Florianópolis, 10 de dezembro de 2023.

Coordenação do Curso

Banca examinadora

Prof. Marco Antonio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.
Orientador

Prof. Artur Santa Catarina, Dr.
Avaliador
UFSC

Prof Rogério Feroldi Miorando, Dr.
Avaliador
UFSC

Este trabalho é dedicado à minha família e as pessoas especiais que estiveram comigo nesta jornada.

AGRADECIMENTOS

Meus agradecimentos principalmente para minha família (Marcio, Cecília e Juliana) que desde o início da minha trajetória e mudança do interior do Paraná para Santa Catarina estiveram ao meu lado, me apoiando de inúmeras maneiras.

A todos os meus amigos que de alguma forma fizeram parte durante toda essa jornada dentro e fora da UFSC.

Aos professores e colegas que trabalhei durante todo meu ciclo no PET Engenharia de Produção, sendo essenciais para meu desenvolvimento pessoal e profissional.

A Universidade Federal de Santa Catarina que proporcionou toda a estrutura física e intelectual para minha formação.

A todos os professores que lecionaram as disciplinas que de alguma forma contribuíram para meu aprendizado e formação, em especial ao Professor Marco Antônio, que além de lecionar com maestria a matéria de Engenharia Econômica, me auxiliou durante todo este trabalho de finalização de curso.

“Dê uma chance! Toda a vida é uma chance. O homem que vai mais longe é geralmente aquele que está disposto a fazer e ousar.” – Dale Carnegie

RESUMO

A utilização de métodos de avaliação de valor econômico com o objetivo de auxiliar o processo de tomada de decisão, projeções de cenários financeiros e identificação de oportunidades de investimentos ilustram a relevância sobre a temática principalmente no âmbito empresarial. Neste contexto, o objetivo central do trabalho atual é indicar o valor econômico da M. Dias Branco S.A, companhia brasileira líder absoluta no mercado de massas e biscoitos, através do método de Fluxo de Caixa Descontado. Para isso, são elencadas como atividades principais, a descrição do histórico e modelo de negócios da companhia, análises sobre o setor de atuação e perspectivas futuras para a indústria alimentícia, estudo de competitividade e concorrência, descrição da estrutura e aspectos financeiros da companhia, concluindo-se com a elaboração de premissas e cenários futuros utilizados para calcular o valor presente da M. Dias Branco S.A, resultando em R\$43,07 por ação, através do método de Fluxo de Caixa Descontado, comparado posteriormente com o valor obtido por outros métodos de avaliação e cenários projetados pela simulação de Monte Carlo.

Palavras-chave: Método de Fluxo de Caixa Descontado; Avaliação de Empresas, Simulação de Monte Carlo.

ABSTRACT

The application of methodologies for economic value assessment, aimed at facilitating decision-making processes, projecting financial scenarios, and identifying investment opportunities, emphasizes the significance of the theme, particularly within the business domain. In this context, the central objective of the present study is to determine the economic value of M. Dias Branco S.A, leader in the Brazilian market for pasta and biscuits, with the Discounted Cash Flow (DCF) method. To accomplish this result, primary activities encompass the description of the company's historical background and business model, analyses of the industry and future prospects for the food sector, an examination of competitiveness and competition, and a detailed overview of the company's structure and financial aspects. The study concludes by formulating future scenarios, employed to compute the present value of M. Dias Branco S.A through the Discounted Cash Flow method, resulting in R\$43,07 per share. Then the result is compared with values obtained using alternative assessment methods and with others scenarios projected through Monte Carlo simulation.

Keywords: Discounted Cash Flow Method, Valuation, Business Valuation, Monte Carlo Simulation.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Etapas Modelagem e Simulação de Monte Carlo	35
Figura 2 – Cinco Forças de Porter	36
Figura 3 – Etapas do trabalho.	38
Figura 4 – Composição Acionária – M. Dias Branco S.A.	41
Figura 5 – Diretoria Estatutária – M. Dias Branco S.A.	42
Figura 6 – Cadeia de Valor – M. Dias Branco S.A.	44
Figura 7 – Market Share por empresa do mercado de massas e biscoitos	45
Figura 8 – Capacidade de Produção x Nível de Utilização – Farinhas e Farelo	46
Figura 9 – Representatividade por Marca na Receita Bruta de 2022	46
Figura 10 – Percentual Produção Própria e Vendas – Gorduras Vegetais	48
Figura 11 – Volume de biscoitos vendidos no Brasil em milhão toneladas.....	50
Figura 12 – Mercado Biscoitos - Volume vendido por região do país.	50
Figura 13 – Volume de massas alimentícias vendidos no Brasil (milhão ton)	51
Figura 14 – Despesas Alimentação – (%) Despesas Totais	52
Figura 15 – Composição dos gastos em matéria prima - M. Dias Branco S.A..	53
Figura 16 – Composição Mix de Clientes – Mercado de Biscoitos (2021 e 2022)....	54
Figura 17 – Composição Mix de Clientes – Mercado de Massas (2021 e 2022).....	54
Figura 18 – Receita Bruta Anual por região (2021 e 2022)	55
Figura 19 – Figura 18: Volume e origem do trigo importado (2022)	56
Figura 20 – Volume de óleo de soja (mi ton) para cada segmento (2022).	57
Figura 21 – Mercado de Biscoitos - Market Share de volume vendido (2022)..	58
Figura 22 – Mercado de Massas - Market Share de volume vendido (2022)....	58
Figura 23 – Composição da Receita Operacional Líquida... ..	60
Figura 24 – Peso dos Canais de Venda na Receita Líquida 2016-2022.....	61
Figura 25 – Localização das Unidades Industriais e Centro de Distribuição.....	63
Figura 26 – Receita Anual Líquida (Milhões) – M. DIAS BRANCO S.A.....	69
Figura 27 – Variação Anual da Receita Líquida e Preço Médio dos Produtos... ..	70
Figura 28 – Composição percentual da Receita Bruta por canal de venda.....	71
Figura 29 – Composição percentual da Receita Bruta por região.....	72
Figura 30 – Crescimento anual receita líquida x Inflação Anual (IPCA).....	73
Figura 31 – Custos e Despesas (R\$ milhões).....	73
Figura 32 – Estratificação do Custo de Produtos Vendidos	74

Figura 33 – Estratificação das Despesas Operacionais.....	75
Figura 34 – Composição percentual do CPV (2014-2022).....	75
Figura 35 – Dívida Líquida (R\$ milhões) e Dívida Líquida/EBITDA.....	77
Figura 36 – Composição Endividamento (R\$ milhões).....	78
Figura 37 – Lucro Bruto e Lucro Líquido (R\$ milhões).....	79
Figura 38 – Lucro Bruto (R\$ milhões) e Margem Bruta (%).....	80
Figura 39 – Indicadores ROIC e ROE (%).....	80
Figura 40 – Composição Indústria Brasil (Indústria Alimentícia).....	83
Figura 41 – Projeção de Receita Anual – Massas mundial (US\$ bilhão)	84
Figura 42 – CAPEX (R\$ milhões) e Percentual da Receita Líquida.....	87
Figura 43 – Relação dívidas com maiores saldos e Custo da Dívida.....	95
Figura 44 – Comparação Resultados - Valor por Ação (MDIA3).....	101
Figura 45 – Histograma - Simulação de Monte Carlo.....	102

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Membros Conselho de Administração – M. Dias Branco S.A.....	43
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Balanço Patrimonial - Resultado do Exercício 2T23.....	19
Tabela 2 – Demonstrativo de Resultado do Exercício 1T23.....	21
Tabela 3 – Modelo de Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC)	22
Tabela 4 – Indicadores Macroeconômicos	82
Tabela 5 – Projeção de Crescimento Anual (p.p) – Farinha e Margarina.....	85
Tabela 6 – Projeção das Receitas – M. Dias Branco S.A	85
Tabela 7 – Variação Preço do Trigo – (SRW Wheat Futures).....	87
Tabela 8 – Projeção dos Custos e Despesas – M. Dias Branco S.A	87
Tabela 9 – CAPEX e Depreciação (R\$ milhões) - M. Dias Branco S.A.....	89
Tabela 10 – Necessidade Capital de Giro – Receita Líquida (%).....	89
Tabela 11 – Projeção Necessidade Capital de Giro (R\$milhões)	90
Tabela 12 – Custo de Capital Próprio (Ke).....	94
Tabela 13 – Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)	95
Tabela 14 – Fluxo de Caixa da Firma e Perpetuidade Projetados	96
Tabela 15 – Fluxos de Caixa Projetados - Valor Presente.....	97
Tabela 16 – Valor da Firma e do Equity	97
Tabela 17 – Análise de Sensibilidade – Crescimento Perpetuidade (g).....	98
Tabela 18 – Múltiplos – Análise Relativa.....	99
Tabela 19 – Valor por Ação (MDIA3) - Avaliação Relativa.....	100

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	16
1.1	OBJETIVOS.....	17
1.1.1	OBJETIVO GERAL.....	17
1.1.2	OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	17
1.2	JUSTIFICATIVA.....	18
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	18
2.1	DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS	18
2.1.1	Balanço Patrimonial (BP).....	19
2.1.2	Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)	21
2.1.3	Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC)	21
2.2	INDICADORES FINANCEIROS.....	23
2.2.1	Indicadores de Rentabilidade.....	23
2.2.2	Indicadores de Margens Financeiras	24
2.2.3	Indicadores de Liquidez	25
2.2.4	Indicadores de Atividade (Giro).....	26
2.2.5	Indicadores de Endividamento.....	27
2.3	MODELOS E MÉTODOS PARA AVALIAÇÕES DE EMPRESAS	28
2.3.1	Método de Avaliação Relativa.....	28
2.3.2	Método de Fluxo de Caixa Descontado	28
2.3.2.1	Fluxo de Caixa da Firma e Fluxo de Caixa dos Acionistas	29
2.3.2.2	Custo de Capital Próprio (Ke)	31
2.3.2.3	Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)	33
2.3.3	Modelagem e Simulação de Monte Carlo	34
2.4	MATRIZ SWOT	35
2.5	CINCO FORÇAS DE PORTER.....	35
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	37
4	A EMPRESA: M. DIAS BRANCO S.A	38
4.1	HISTÓRICO DA EMPRESA.....	39
4.2	ESTRUTURA SOCIETÁRIA.....	40
4.3	DIRETORIA ESTATUTÁRIA.....	41
4.4	CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	43

4.5	SEGMENTO DE ATUAÇÃO.....	44
4.5.1	Segmento de Farinhas e Farelo.....	45
4.5.2	Segmento de Biscoitos	46
4.5.3	Segmento de Massas	47
4.5.4	Segmento de Margarinas e Gorduras	48
5	ANÁLISE SETORIAL	49
5.1	DIRECIONADORES DE VALOR	49
5.2	CLIENTES	53
5.3	FORNECEDORES.....	55
5.4	CONCORRENTES.....	57
6	ANÁLISE DE COMPETITIVIDADE	59
6.1	MODELO DE NEGÓCIO.....	59
6.2	VANTAGENS COMPETITIVAS	62
6.3	ANÁLISE DAS FORÇAS DE PORTER.....	64
6.3.1	Poder de barganha dos clientes.....	64
6.3.2	Ameaça de novos entrantes	64
6.3.3	Ameaça de produtos substitutos.....	65
6.3.4	Poder de barganha dos fornecedores.....	66
6.3.5	Rivalidade entre concorrentes.....	66
6.4	MATRIZ SWOT	67
6.4.1	Forças	67
6.4.2	Fraquezas	67
6.4.3	Oportunidades.....	68
6.4.4	Ameaças	68
7	ANÁLISE FINANCEIRA	69
7.1	ANÁLISE DAS RECEITAS.....	69
7.2	ANÁLISE DOS CUSTOS E DESPESAS.....	73
7.3	ANÁLISE DO ENDIVIDAMENTO.....	76
7.4	ANÁLISE DE LUCRATIVIDADE E RENTABILIDADE.....	78
8	VALUATION DA M. DIAS BRANCO S.A.....	81
8.1	PREMISSAS DOS INDICADORES MACROECONÔMICOS	81
8.2	PREMISSAS INDÚSTRIA ALIMENTÍCIA BRASILEIRA	82
8.3	PROJEÇÃO DAS RECEITAS.....	83
8.4	PROJEÇÃO DOS CUSTOS E DESPESAS	86

8.5	PROJEÇÃO DE CAPEX E DEPRECIAÇÃO.....	87
8.6	PREMISSAS NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO.....	89
8.7	PREMISSAS PARA O IR E CSLL.....	90
8.8	PREMISSAS DA PERPETUIDADE	91
8.9	CUSTO DE CAPITAL.....	92
8.9.1	Custo de Capital Próprio (Ke).....	93
8.9.2	Custo de Capital de Terceiros.....	94
8.9.3	Custo Médio Ponderado de Capital (WACC).....	95
8.10	VALOR DA FIRMA E DO EQUITY.....	96
8.11	AVALIAÇÃO RELATIVA	98
8.12	SIMULAÇÃO DE MONTE CARLO.....	101
9	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	103
	REFERÊNCIAS.	106

1 INTRODUÇÃO

O cenário econômico está em constante evolução e dinamização, com a interferência de novas tecnologias, como a recente integração das AI's (Inteligências Artificiais) em ferramentas e softwares para empresas e pessoas físicas, assim como o impacto causado por eventos globais, conflitos militares e crises estruturais. Neste contexto a formulação de análises econômicas se torna cada vez mais complexa e necessária, refletindo diretamente na classificação dos investimentos, principalmente no que refere ao real valor econômico de ativos, ressaltado a importância da utilização de métodos de precificação que atribuam em seus cálculos os impactos tangíveis e intangíveis destas mudanças.

Segundo Assaf Neto (2014), dentre as possíveis técnicas existentes para a análise do valor econômico de ativos, em específico para precificação de empresas, o método de fluxo de caixa descontado é a melhor metodologia que viabiliza determinar a real eficiência em geração de riqueza/valor das atividades operacionais das companhias, através de um sólido embasamento técnico e conceitual durante toda a confecção do estudo.

Para a estruturação de uma boa análise, a qualidade dos dados numéricos utilizados na modelagem matemática e as premissas adotadas para fundamentação dos cálculos, são igualmente relevantes para o êxito da pesquisa. Desta forma, apesar do método de fluxo de caixa ser de natureza quantitativa, os princípios considerados para cada modelo estão sujeitos a crenças e vieses de quem está realizando a modelagem. Assim, o resultado e credibilidade da análise estão diretamente correlacionados com as informações utilizadas ao longo de todo o trabalho (DAMORARAN, 2012).

No âmbito da Engenharia de Produção, dentre as áreas de atuação, a Engenharia Econômica possui em seu escopo de estudo a avaliação de estruturas financeiras e de investimentos em geral. Assim, a utilização de teorias e ferramentas da esfera econômica, são fundamentais para a análise e identificação de oportunidades, auxiliando na tomada de decisão das organizações e companhias. (NETO et al., 2009).

Portanto, além de apresentar a correlação direta entre a relevância do método de análise presente no trabalho, com a Engenharia de Produção no que remete as tomadas de decisões em investimentos e análise econômica de empresas. A pesquisa terá como objetivo principal realizar uma análise estrutural completa do modelo de

negócios e estrutura financeira da empresa M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos a fim de encontrar o seu valor econômico.

1.1 OBJETIVOS

1.1.1 OBJETIVO GERAL

O objetivo geral do presente trabalho é mensurar o atual valor econômico da M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos, empresa do mercado alimentício brasileiro, através da aplicação do método de Fluxo de Caixa Descontado.

1.1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Para alcançar o objetivo geral do trabalho, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

- a) Analisar o setor econômico alimentício brasileiro atual, em específico os de massas e biscoitos, as suas perspectivas e tendências futuras;
- b) Descrever o contexto histórico, o modelo de negócios, concorrentes e governança da companhia M Dias Branco S.A;
- c) Apresentar a situação financeira e estratégica da M Dias Branco S.A, na ótica dos principais indicadores econômicos;
- d) Desenvolver premissas e projeções para os indicadores financeiros de receitas, custos, despesas, investimentos, fluxo de caixa e perpetuidade da M Dias Branco S.A;
- e) Validar os resultados através da comparação com método de Avaliação Relativa (Múltiplos);
- f) Realizar análise probabilista para uma variável relevante do modelo através da simulação de Monte Carlo;

1.2 JUSTIFICATIVA

A justificativa pela escolha do tema teve como base a relevância que o método de Fluxo de Caixa Descontado possui para a determinação do valor econômico de companhias. Para Copeland, Koller e Murrin (2002) a mensuração do real valor é fundamental para auxiliar as empresas em suas decisões estratégicas e tomadas de decisões, utilizando de premissas provenientes da aplicação prática dos conceitos de Engenharia Econômica. Além disso, viabiliza a projeção de informações financeiras relevantes das companhias para potenciais investidores. Assim, o objeto de estudo do presente trabalho é uma empresa pública, líder nacional nos mercados de biscoito e massas com uma grande representatividade na alimentação da população brasileira.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

O objetivo geral da análise de demonstrações contábeis é a avaliação do desempenho operacional de uma companhia em um determinado período, possibilitando a confecção de projeções financeiras que auxiliem no processo de classificação e escolha nos investimentos (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2012).

Segundo Damodaran (2012), dentre as principais informações contábeis necessárias para a avaliação de valor de uma companhia, destacam-se três principais. O balanço patrimonial (BP), que apresenta de forma simplificada a estrutura de capital da companhia constituído pelo valor dos ativos da companhia correlacionados com as suas dívidas, a demonstração de resultado do exercício (DRE), responsável por sintetizar os resultados operacionais, compilando informações da receita e despesas da companhia em um determinado período, e por fim a demonstração de fluxo de caixa (DFC), que indica a precedência e utilização do caixa gerado pelas operações da companhia, os investimentos e financiamentos realizados no período.

2.1.1 Balanço Patrimonial (BP)

O Balanço Patrimonial é o relatório contábil emitido pelas companhias que retrata a situação patrimonial e financeira inertes ao momento de publicação da companhia, tais informações servem de base e fundamentam todo o conhecimento inicial sobre a companhia (ASSAF NETO, 2014).

A estruturação do balanço patrimonial é composta por três elementos, os ativos que representam os direitos e bens da companhia subdivido em ativos de curto prazo (circulante) e ativos de longo prazo (não circulantes), o passivo que remete as dívidas e obrigações da empresa, também subdivididas quanto ao prazo (passivo circulante e passivo não circulante), e o patrimônio líquido representando o recurso próprio da companhia proveniente da diferença dos ativos pelos passivos. (IUDÍCIBUS; GELBCKE; MARTINS, 2009). A Tabela 1 apresenta o Balanço Patrimonial exposto na apresentação de resultados da companhia M. DIAS BRANCO S.A.

Tabela 1: Balanço Patrimonial - Resultado do Exercício 2T23

ATIVO**a) Circulante**

Caixa e equivalentes de caixa
 Depósitos Vinculados
 Contas a receber de clientes
 Estoques
 Tributos a recuperar
 Aplicações financeiras
 Outros ativos circulantes

b) Não Circulante

Aplicações financeiras
 Depósitos Judiciais
 Contas a receber de clientes
 Tributos a recuperar
 Ativo de indenização
 Outros ativos não circulantes

Investimentos
 Propriedades para investimento
 Imobilizado
 Intangível
 (=)TOTAL DO ATIVO

PASSIVO**a) Circulante**

Fornecedores
 Financiamentos, empréstimos e debêntures
 Contas a receber de clientes
 Arrendamentos
 Obrigações sociais e trabalhistas
 Obrigações fiscais
 Imposto de renda e contribuição social
 Outros passivos circulantes

b) Não Circulante

Financiamentos, empréstimos e debêntures
 Arrendamentos
 Obrigações fiscais
 Imposto de renda e contribuição social diferidos
 Ativo de indenização
 Provisões para riscos cíveis, trabalhistas e tributários
 Outros passivos não circulantes

c) Patrimônio Líquido

Capital social
 Reservas de capital
 Reservas de lucros
 (-)Ações em Tesouraria
 Lucros acumulados
 (=)TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO

2.1.2 Demonstração de resultado do exercício (DRE)

Segundo Matarazzo (2010), o relatório de demonstração de resultado do exercício tem como objetivo fornecer de forma esquematizada os resultados gerados pelas companhias em um determinado período de tempo, sendo composto pelos números financeiros provenientes da receita dos produtos e serviços oferecidos, deduzidos dos custos e despesas gerais da organização.

Os itens mínimos necessários que devem ser estratificados na DRE devem seguir o padrão intitulado no art. 187 da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976). Entretanto, apesar dos requisitos, a lei não impõe um padrão de modelo específico a ser seguido (RIBEIRO, 2015). A Tabela 2 indica o modelo adotado nas apresentações de resultados da companhia M. Dias Branco S.A.

Tabela 2: Demonstrativo de Resultado do Exercício 1T23 – Mdias Branco S.A

Receita Operacional Líquida
(-) Custos dos Produtos Vendidos
(+) Subvenções para Investimentos Estaduais
(=) Lucro Bruto
Receitas (Despesas) Operacionais
(-) Despesas de Vendas
(-) Despesas Administrativa e Gerais
(+/-) Outras Receitas (Despesas) Operacionais Líquidas
(=) Resultado Antes Receitas (Despesas) Financeiras
Receitas (Despesas) Financeiras
(+) Receitas Financeiras
(-) Despesas Financeiras
(=) Resultado Operacional após Resultado Financeiro
(+/-) Resultado Equivalência Patrimonial
(=) Resultado Antes do Imposto de Renda e Contribuição Social
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social
(=) Lucro Líquido do Exercício

Fonte: Adaptado de Apresentação de Resultados do 1T23 – M Dias Branco S.A (2023).

2.1.3 Demonstração de fluxo de caixa (DFC)

Para Sá (2006) a análise do fluxo de caixa de uma companhia correlaciona-se diretamente com o estudo de toda a movimentação financeira que impacta o caixa

financeiro da empresa, viabilizando definir o grau de rentabilidade de todas as atividades operacionais e a liquidez da companhia como um todo.

Para isso, a Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC), tem como requisito detalhar em seu relatório todas as movimentações financeiras da companhia, incluindo o caixa e os seus equivalentes (SILVA, 2015). Sendo estruturada conforme a Tabela 3, definindo e categorizando todos os fluxos monetários, além de indicar a sua origem, seja proveniente das atividades operacionais, dos investimentos ou financiamentos realizados pela companhia durante o período analisado. (MARION, 2019).

Tabela 3: Modelo de Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC)

a) Operações
(+) Receita Recebida
(-) Caixa despendido nas compras (Fornecedores)
(-) Despesas Operacionais (Vendas, Administrativas)
(=) Caixa Líquido das Atividades Operacionais
b) Outras Receitas e Despesas
(+) Receitas Financeiras
(-) Despesas Financeiras
(+) Receitas Financeiras
(=) Caixa Líquido após Operações Financeiras
(-) Provisão para IR e Contribuição Social
(=) Caixa Líquido após Imposto de Renda
c) Atividades de Investimento
(+) Venda Imobilizado
(-) Aquisição Imobilizado
(+) Resgate Aplicação Financeira
(+) Venda Ações Coligadas
(-) Compra Ações Coligadas
(=) Caixa Líquido após Atividades de Investimento
d) Atividades de Financiamento
(+) Novos Financiamentos
(+) Aumento de capital
(-) Dividendos
(=) Caixa Líquido após Atividades de Financiamento
(+/-) Variação Líquida de Caixa

Fonte: Adaptado de Marion (2019).

2.2 INDICADORES FINANCEIROS

Conforme Neto (2014), os indicadores financeiros são índices de correlação formulados através de informações dos relatórios de demonstrativos financeiros, permitindo a identificação de características e tendências de determinada área da estrutura financeira da companhia.

A utilização dos principais indicadores financeiros é essencial para complementar as análises de desempenho histórico de uma companhia, fornecendo informações significativas para os estudos. Dentre os diversos grupos de classificação dos indicadores, destacam-se os principais, o grupo de alavancagem, atividade (giro), margens financeiras, rentabilidade e endividamento (PÓVOA, 2012).

Para a elaboração do trabalho e embasamento teórico do método da pesquisa, serão abordados os principais indicadores presentes no estudo, classificados pelos grupos de rentabilidade, margens financeiras, liquidez, atividade e endividamento.

2.2.1 Indicadores de Rentabilidade

A principal finalidade de qualquer companhia é buscar a maximização do retorno financeiro proveniente das suas atividades operacionais. Assim, os indicadores de rentabilidade possuem como objetivo mensurar os resultados gerados pela companhia relacionados a suas margens (PÓVOA, 2012).

Dentre os principais indicadores de rentabilidade utilizados nas análises financeiras, segundo Damodaran (2012), o Retorno sobre Ativo (ROA) descrita pela Equação 1, possui como finalidade mensurar a eficiência operacional da companhia em gerar lucros através de seus ativos, antes dos efeitos de financiamento, sendo obtido através da razão entre o lucro antes de juros e tributos (LAJIR) pelos ativos totais da companhia.

$$ROA = \frac{LAJIR}{Ativos Totais} \quad (1)$$

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), apresentado pela Equação 2, indica rentabilidade atrelada aos investidores, relacionando a eficiência da companhia

em rentabilizar o capital investido dos acionistas, obtido através da razão entre o resultado líquido da companhia pelo patrimônio líquido (DAMODARAN, 2012).

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (2)$$

Por fim, o Retorno sobre o Capital Investido (ROIC), que diferentemente do ROE, indica a capacidade de rentabilização de todo o capital da companhia, inclusive proveniente de dívidas, obtido através da razão lucro operacional líquido descontado dos juros e tributos (NOPAT) pelo valor total contábil investido, que equivale a soma da dívida líquida pelo patrimônio líquido, conforme Equação 3. (DAMODARAN, 2012).

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Dívida Líquida} + \text{Patrimônio Líquido}} \quad (3)$$

2.2.2 Indicadores de Margens Financeiras

Os indicadores de Margens Financeiras indicam a performance da companhia correlacionando diferentes linhas do resultado geral do balanço com a receita líquida de um determinado período (PÓVOA, 2012). Sendo as principais margens utilizadas a Margem Bruta, Margem Líquida e Margem EBITDA.

O indicador de Margem Bruta (Equação 4) mensura a eficácia do processo produtivo da empresa durante o período analisado, obtido através da razão do lucro bruto gerado pela receita líquida.

$$\text{Margem Bruta} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita Líquida}} \quad (4)$$

A Margem Líquida (Equação 5), indica a eficiência da companhia em rentabilizar toda a receita gerada em resultado líquido em um determinado período, obtida através da razão entre o lucro líquido gerado pela receita total líquida.

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}} \quad (5)$$

Por fim, a Margem EBITDA (Equação 6) mensura a real eficiência da companhia em gerar resultado à partir de suas atividades operacionais, ou seja, descontando todos os efeitos não operacionais e produtivos que não gerem efeito caixa, obtida através da razão do resultado EBITDA pela receita total líquida do período.

$$\text{Margem EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Receita Líquida}} \quad (6)$$

2.2.3 Indicadores de Liquidez

Segundo Póvoa (2012), os indicadores de Liquidez indicam a capacidade da companhia em cumprir suas obrigações financeiras, ou seja, mensuram a saúde financeira das empresas em relação aos passivos acumulados durante o período de análise.

Dentre os principais indicadores de liquidez utilizados nas análises econômicas, destacam-se o índice de Liquidez Geral (Equação 7), que representa a capacidade mais ampla da companhia em honrar seus passivos, sendo calculado pela razão da soma dos ativos de curto prazo (circulante) com os ativos realizável a longo prazo pelos passivos de curto prazo (circulante) e passivos realizável a longo prazo.

$$\text{Liquidez Geral} = \frac{(\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Realizável LP})}{(\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Realizável LP})} \quad (7)$$

O índice de Liquidez Corrente, cuja função é mensurar a capacidade liquidação dos passivos de curto prazo, obtido através da razão entre os ativos circulantes pelos passivos circulantes (Equação 8).

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (8)$$

O índice de Liquidez Seca (Equação 9) se assemelha à Liquidez Corrente, porém indica de forma mais fidedigna a capacidade de liquidação de curto prazo, visto que desconsidera os estoques do ativo circulante, sendo os ativos circulante de menor liquidez para eventuais necessidades de capital.

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{(\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques})}{\text{Passivo Circulante}} \quad (9)$$

Por fim, o indicador de Solvência de Caixa (Equação 10) mensura o potencial de liquidação das dívidas de curto prazo a partir dos recursos provenientes do caixa da empresa, sendo obtido pela razão do valor financeiro em caixa pelo passivo circulante.

$$\text{Solvência de Caixa} = \frac{\text{Caixa}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (10)$$

2.2.4 Indicadores de Atividade (Giro)

Os intitulados indicadores de Atividades possuem o objetivo de analisar e mensurar a duração de ciclos operacionais necessários para viabilizar o processo produtivo da companhia. Sendo os principais processos analisados, o de compra de insumos e matérias primas, duração dos estoques e recebimento das vendas realizadas (GITMAN, 2004).

O indicador Giro de Estoques relaciona os custos dos produtos vendidos com o estoque remanescente da operação, indicando a liquidez geral dos estoques, obtido através da razão do custo das mercadorias vendidas (CMV) pelo valor dos estoques apresentado na Equação 11.

$$\text{Giro de Estoques} = \frac{\text{CMV}}{\text{Estoques}} \quad (11)$$

Para o indicador de Giro Total do Ativo a sua utilização tem como objetivo mensurar a correlação dos ativos com as receitas da companhia, indicando o potencial financeiro a nível de receitas que os ativos da companhia geram, sendo obtido pela razão da receita líquida total pelo valor dos ativos totais (Equação 12).

$$\text{Giro Total do Ativo} = \frac{\text{Receita Líquida}}{\text{Ativos Totais}} \quad (12)$$

2.2.5 Indicadores de Endividamento

Para uma sólida análise financeira, além de se estudar a capacidade em geração de receita financeira de uma companhia, é necessário analisar estruturalmente os seus passivos financeiros. Desta forma, os indicadores de endividamento possuem como objetivo, auxiliar nas análises sobre risco de inadimplência, conjuntamente com a mensuração do tamanho e composição das dívidas financeiras das companhias. (PÓVOA, 2012)

Dentre os principais indicadores de endividamento, destacam-se a porcentagem de endividamento de curto-prazo (CP) e a porcentagem de endividamento de longo-prazo (LP), que possuem como objetivo indicar a composição da dívida total da companhia em relação ao prazo de quitação, dentro de uma janela de 12 meses, calculado por meio das Equações 13 e 14, respectivamente.

$$\text{Endividamento CP(\%)} = \frac{\text{Endividamento CP}}{\text{Endividamento Total}} \quad (13)$$

$$\text{Endividamento LP(\%)} = \frac{\text{Endividamento LP}}{\text{Endividamento Total}} \quad (14)$$

O próximo índice de Dívida Líquida/EBITDA (Equação 15) retrata o grau de alavancagem financeira mensurando o tempo necessário que a companhia teria para honrar com seus passivos por meio da geração de caixa proveniente de suas atividades, obtido através da razão da dívida líquida pelo resultado EBITDA.

$$\text{Dívida Líquida/EBITDA} = \frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{EBITDA}} \quad (15)$$

Por fim, o índice de cobertura de juros (ICJ) mensura a capacidade que o lucro operacional gerado pela companhia em liquidar as despesas provenientes das operações financeiras, sendo calculado através da razão entre o lucro operacional pelo resultado financeiro do período analisado, apresentado na Equação 16.

$$\text{Índice de cobertura de juros} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Despesas Financeiras}} \quad (16)$$

2.3 MODELOS E MÉTODOS PARA AVALIAÇÕES DE EMPRESAS

Para o processo de análise de empresas existem um amplo número de modelos e métodos utilizados pelos analistas durante o processo de avaliação de empresas, desde os modelos que possuem como característica a simplicidade ou até mesmo os mais complexos e sofisticados. Apesar de cada modelo assumir aspectos e resultarem em informações diferentes, todos compartilham de características complementares e são essenciais para a construção de uma análise financeira com o objetivo de encontrar o real valor econômico dos ativos (DAMODARAN, 2012).

No presente tópico, serão abordadas os principais modelos e metodologias base para a realização da pesquisa: Método de Avaliação Relativa, Modelagem e Simulação de Monte Carlo e por fim o Método de Fluxo de Caixa Descontado.

2.3.1 Método de Avaliação Relativa

A base do método de Avaliação Relativa é a correlação de como os ativos de características semelhantes são precificados no mercado. Segundo Damodaran (2012), a análise do valor de um ativo pelo Método de Avaliação Relativa deriva-se do preço de ativos com características semelhantes, através da comparação de variáveis (múltiplos) em comum entre eles.

Para Lundholm e Sloan (2004), a utilização do Método de Avaliação Relativa tem como vantagem a simplificação para realizar análises e comparações entre companhias, e dentre os múltiplos utilizados, o P/L (Preço sobre Lucro) e P/VPA (Preço sobre o Valor Patrimonial) são os principais utilizados que viabilizam ótimos resultados e possibilidade de investimentos com retornos expressivos.

Entretanto, apesar da facilidade de aplicação, o método é suscetível a limitações práticas em alguns casos, como a subjetividade em se encontrar empresas comparáveis de um setor específico ou a escolha de múltiplos coerentes para análise de determinadas empresas (DAMODARAN, 2012).

2.3.2 Método de Fluxo de Caixa Descontado

Dentre os métodos de avaliação econômica nos investimentos, o método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é o que apresenta maior embasamento técnico e conceitual para determinar o valor econômico dos ativos analisados. (ASSAF NETO, 2014). Desta forma, segundo o autor, a riqueza econômica das empresas é avaliada

e mensurada pela projeção futura do caixa das companhias a valor presente, descontadas por uma taxa de atratividade que engloba os riscos e custo de oportunidade dos provedores de capital.

Para Damodaran (2012), os fundamentos por trás do Método de Fluxo de Caixa Descontado possuem extrema relevância para diversos outros métodos de análise, considerado como pilar-base para outras metodologias. Desta forma, o valor dos ativos é obtido através da Equação 17:

$$\text{Valor do ativo} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t} \quad (17)$$

Onde:

n = *Prazo de Duração do Ativo*;

FC_t = *Fluxo de Caixa no período t*;

r = *Taxa de desconto dos fluxos de caixa*;

Portanto, o real valor de uma empresa está diretamente atrelado a sua capacidade em gerar dinheiro e fluxo de caixa a partir de suas atividades operacionais trazidos a valor presente, descontando o tempo e riscos diretos e indiretos envolvidos durante o período de análise. (MARTELANC et al, 2010).

2.3.2.1 Fluxo de Caixa da Firma e Fluxo de Caixa dos Acionistas

Para Martelanc et al (2010) existem duas maneiras de se avaliar as empresas através do método de Fluxo de Caixa Descontado, sendo a primeira delas com o objetivo de mensurar apenas a participação dos acionistas no valor econômico da companhia e a segunda maneira com o intuito de se avaliar o valor da empresa como um todo.

Desta forma, o fluxo de caixa pode ser classificado entre o fluxo de caixa da firma (FCFF) que equivale a todo o fluxo de caixa gerado pela companhia, englobando todos os *stakeholders* (acionistas e credores) através da forma de juros e dividendos, obtido a partir do lucro operacional líquido gerado pela companhia, antes da distribuição de remuneração para os credores. E o fluxo de caixa dos acionistas (FCFE) que representa o montante destinado para remunerar os acionistas da

companhia (detentores do capital próprio), obtido através do lucro líquido contábil após o pagamento dos credores. (PÓVOA, 2012).

Segundo Damodaran (2012), os fluxos de caixa são obtidos através das seguintes equações:

$$FCFF = EBIT * (1 - IR) + DA - CAPEX + \Delta Capital de Giro \quad (17)$$

Onde:

FCFF = Fluxo de Caixa da Firma;

EBIT = LAJIR (Lucro Antes de Juros e Tributos);

IR = Alíquota de Imposto de Renda;

DA = Depreciação e Amortização;

CAPEX = Despesas de Capitais;

\Delta Capital de Giro = Variação Capital de Giro;

$$FCFE = LL - (CAPEX - DA) - \Delta Capital de Giro + \Delta Endividamento \quad (18)$$

Onde:

FCFE = Fluxo de Caixa dos Acionistas;

LL = Lucro Líquido;

CAPEX = Despesas de Capitais;

DA = Depreciação e Amortização;

\Delta Capital de Giro = Variação Capital de Giro;

\Delta Endividamento = Variação da Dívida;

Apesar de ambas abordagens descontarem os fluxos de caixas futuros para trazer a valor presente, os valores dos fluxos finais são diferentes, assim como as taxas de desconto aplicadas em cada caso, adequando-se a suas próprias características. Sendo a taxa de desconto aplicada ao Fluxo de Caixa da Firma equivalente ao custo médio ponderado de capital (WACC), composto pelos diferentes tipos de financiamentos utilizados pela empresa ponderados pelo seu valor de

mercado, enquanto a taxa de desconto aplicada ao Fluxo de Caixa dos Acionistas se equivale ao custo de capital próprio, refletindo o retorno mínimo exigido pelos acionistas da companhia (DAMODARAN, 2012).

Resultando nas seguintes equações ao aplicar o método de Fluxo de Caixa Descontado:

$$\text{Valor dos Acionistas} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+Ke)^t} \quad (19)$$

Onde:

n = *Prazo de Duração do Ativo*;

$FCFE_t$ = *Fluxo de Caixa dos Acionistas no período t*;

Ke = *Custo de Capital Próprio*;

$$\text{Valor da Firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (20)$$

Onde:

n = *Prazo de Duração do Ativo*;

$FCFF_t$ = *Fluxo de Caixa da Firma no período t*;

$WACC$ = *Custo médio Ponderado de Capital*;

2.3.2.2 Custo de Capital Próprio (Ke)

O custo de Capital Próprio refere-se as expectativas de retorno dos recursos próprios investidos na companhia, formulada através de taxas base de juros de mercado e coeficientes de risco. Sendo a taxa mínima que viabiliza economicamente um investimento, gerando um retorno acima do custo de oportunidade do capital investido (ASSAF NETO, 2017).

Dentre os modelos de cálculo do custo de capital próprio, destaca-se o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) devido ao seu rígido embasamento metodológico que viabiliza a avaliação de risco e retorno, ponderando uma taxa de desconto, além de

ser o modelo mais utilizado na literatura (ASSAF NETO; LIMA & ARAUJO, 2008). Sendo a fórmula do custo de capital próprio através do CAPM expressa como:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (21)$$

Onde:

$K_e =$ *Custo de Capital Próprio;*

$R_f =$ *Taxa Livre de Risco;*

$R_m =$ *Taxa média de retorno do mercado;*

$\beta =$ *Coefficiente de volatilidade Beta;*

$(R_m - R_f) =$ *Prêmio de Risco;*

Segundo Póvoa (2012), o coeficiente de volatilidade Beta (β) é definido como a variável matemática que visa replicar o risco não diversificável de uma economia para o custo de capital próprio, sendo obtido através do coeficiente angular de regressão que correlaciona o grau de variação de um determinado ativo ou setor da economia quando comparado com outros ativos em um determinado período, no caso de empresas brasileiras são correlacionados com o índice de retorno médio do mercado acionário brasileiro representado pelo Índice Ibovespa.

Para definir a taxa de um ativo que represente a taxa livre de risco (R_f), são necessárias três características, sendo a primeira delas, o ativo deve ser imune ao risco de *default* (calote no pagamento), deve ser imune ao risco de reinvestimento (sem pagamento de juros ou amortizações ao longo do período) e por fim deve ser imune as oscilações de taxa de juros (PÓVOA, 2012). Desta forma, segundo Serra e Wickert (2019), com o objetivo de se avaliar o fluxo de caixa de empresas, os ativos usualmente utilizados são os títulos do governo americano (*US Treasury Bonds*) com duração de dez, vinte ou trinta anos. Assim, a taxa obtida equivalente ao custo de capital próprio é dada em U\$, sendo necessário realizar a conversão para uma taxa equivalente em Real (R\$), atrelando os aspectos da diferença de inflação entre os países, utilizando da seguinte fórmula:

$$K_{e(R\$)} = (1 + K_{e(U\$)}) \times \left(\frac{1 + \text{Inflação Brasileira}}{1 + \text{Inflação Americana}} \right) - 1 \quad (22)$$

Onde:

$K_{e(R\$)} = \text{Custo Capital Próprio em R\$};$

$K_{e(U\$)} = \text{Custo Capital Próprio em U\$};$

Por fim, o prêmio de risco ($R_m - R_f$), é calculado através da comparação da taxa média de retorno do mercado (utilizando como base o retorno do índice base do mercado do país analisado) subtraído pela taxa de retorno do ativo livre de risco definido. Entretanto, para o caso do Brasil não há estudos que apresente com exatidão a melhor maneira de se obter a taxa de prêmio de risco do país. Devido ao histórico de altos níveis inflacionários, que resultaram em longos períodos de tempo um retorno em renda fixa maior que do mercado acionário, conseqüentemente gerando um prêmio de risco negativo quando calculado através da fórmula (21) apresentada no CAPM. Desta forma, para o presente trabalho será utilizado como prêmio de risco uma taxa pré-fixada calculada por Damodaran (2023b) para o mercado brasileiro.

2.3.2.3 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

As empresas podem recorrer para seu financiamento tanto de capital próprio (reinvestimento de lucros ou emissão de ações) quanto de capital de terceiros através de dívidas. Assim, da mesma forma que a utilização do capital próprio possui um custo atrelado, todo o recurso utilizado de terceiros também terá uma taxa implícita na sua utilização. Portanto, a utilização do WACC tem como objetivo definir uma taxa ponderada entre o custo de capital próprio e o custo das dívidas de uma companhia, levando em conta as parcelas de cada categoria na composição do capital total da empresa. (DAMODARAN, 2012; PÓVOA, 2012).

Segundo Damodaran (2007), a fórmula que representa o cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital é apresentada como:

$$WACC = K_e \left(\frac{V}{V+D} \right) + K_d \left(\frac{D}{V+D} \right) \quad (23)$$

Onde:

$WACC = \text{Custo Médio Ponderado de Capital};$

$K_e = \text{Custo de Capital Próprio};$

$K_d = \text{Custo de Capital de Terceiros};$

$V = \text{Valor de Mercado da Empresa};$

$D = \text{Valor de Dívida da Empresa};$

Para Damodaran (2007), o Custo de Capital de Terceiros (K_d) refere-se ao passivo gerado para empresa ao captar recursos financiados do mercado, sendo diretamente atrelada ao risco de inadimplência que os credores classificam a companhia tomadora de crédito. Desta forma, é considerado uma taxa de custo explícito de capital, que caracteriza o custo de oportunidade do mercado de dívidas utilizada para financiar a companhia, sendo constituído por todos os recursos captados de terceiros pela empresa, tanto em moeda nacional quanto estrangeira (ASSAF NETO, 2017). Portanto, o valor do Custo de Capital de Terceiros (K_d) é obtido pela seguinte equação:

$$K_d = \text{Custo Ponderado da Dívida} * (1 - \text{IR}) \quad (24)$$

Onde:

$K_d = \text{Custo de Capital de Terceiros};$

$\text{IR} = \text{Alíquota de Imposto de Renda};$

2.3.3 Modelagem e Simulação de Monte Carlo

A Simulação de Monte Carlo (SMC) é um método estatístico que possui como objetivo viabilizar a simulação de diversos cenários através de uma sequência de números randômicos aplicados a uma determinada variável estocástica pré-definida. (DONATELLI e KONRATH, 2005).

Para Neto e Oliveira (2012), a aplicação da modelagem e SMC para a análise de empresas consiste em etapas, sendo a primeira delas a elaboração do modelo determinístico de avaliação de empresas através do método de fluxo de caixa descontado. Em seguida, busca-se encontrar as incertezas do modelo desenvolvido na primeira etapa definindo variáveis estocásticas, e posteriormente aplicar a Simulação de Monte Carlo para analisar os diversos cenários que impactam o valor final econômico encontrado, considerando todos riscos e premissas adotadas durante

o método de Fluxo de Caixa Descontado, a Figura 1 retrata o passo a passo da aplicação da modelagem.

Por fim, para assegurar a aleatoriedade, adequação e relevância durante o processo da SMC é essencial que sejam elaborados no mínimo 100 cenários sobre as variáveis definidas. (LUSTOSA et al, 2004).

Figura 1: Etapas Modelagem e Simulação de Monte Carlo



Fonte: Adaptado de Neto e Oliveira (2012).

2.4 MATRIZ SWOT

Segundo Chiavenato e Sapiro (2003) a utilização da Matriz Swot tem como objetivo auxiliar na análise do ambiente interno quanto externo das organizações. Através da descrição e estudo de quatro aspectos fundamentais envolvidos na dinâmica das empresas, sendo as forças e fraquezas identificadas nas atividades operacionais e nos produtos e serviços gerados pelas empresas e as oportunidades e ameaças provenientes do mercado externo à empresa.

Além disso, a sua utilização viabiliza que a organização consiga enxergar de maneira mais ampla e profunda o seu posicionamento diante do mercado, constituindo um papel relevante nas tomadas de decisões e definições estratégicas fundamentais para desenvolvimento e sobrevivência da companhia no mercado competitivo. (PEREIRA, 2010).

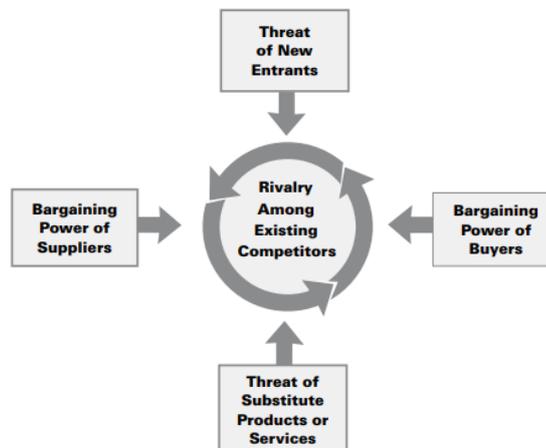
2.5 CINCO FORÇAS DE PORTER

A utilização da análise das Cinco Forças de Porter, criada pelo professor e teórico da *Harvard Business School*, Michael Porter, busca compreender através de uma estrutura pré-definida aspectos da concorrência e setor de atuação das companhias, colaborando com a construção de estratégias competitivas específicas destinadas para cada caso.

Para Porter (2008), o conhecimento intrínseco sobre os cinco aspectos fundamentais de competitividade em que a companhia está inserida, denominados Cinco Forças de Porter, viabiliza um maior entendimento sobre a situação estratégica de mercado diante dos concorrentes, auxiliando no aperfeiçoamento estratégico e decisões que gerem mais retorno e competitividade para as empresas.

Desta forma, as Cinco Forças de Porter são constituídas pela ameaça de novos entrantes potenciais, que visam uma parcela do mercado já existente, gerando mais concorrência e podendo impactar na diminuição dos preços. A ameaça de produtos substitutos, referindo-se ao impacto que os novos produtos podem ocasionar sobre a indústria pré-existente, podendo diminuir as margens e retornos, ocasionando uma maior competitividade entre as empresas. O poder de barganha dos fornecedores que dependendo do tamanho de mercado e disponibilidade de matéria-prima exercem grande influência na diminuição ou aumento dos preços, de forma que quanto menor for o número de fornecedores, maior será a influência. O poder de barganha dos compradores, relacionado a mercados em que os consumidores são exigentes, possuindo grande influência nos aspectos de qualidade e atendimento dos produtos e serviços, podendo impactar diretamente nas margens. Por fim, a rivalidade existente entre os competidores, que remete ao grau de competitividade em um determinado mercado para captação de novos clientes e consumidores, impactando diretamente nos custos e margens de lucro. (PORTER, 2008). A Figura 2 ilustra a correlação das Cinco Forças de Porter para a análise.

Figura 2: Cinco Forças de Porter



Fonte: Porter (2008).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A elaboração do presente trabalho teve como método de pesquisa o estudo de caso. Segundo Yin (2001), o estudo de caso viabiliza a obtenção de resultados através da investigação de informações em seu contexto atual, por meio de dados qualitativos e quantitativos, sendo essencial um bom embasamento teórico para a definição do escopo de pesquisa e para a coleta dos dados utilizados no trabalho. O estudo de caso caracteriza-se por ser um método que engloba o estudo detalhado e minucioso sobre um ou mais objetos de pesquisa, resultando em um vasto conhecimento e informações aprofundadas sobre os respectivos temas. (GIL, 2002).

Desta forma, o trabalho consiste na utilização do método de fluxo de caixa descontado para determinar o atual valor econômico da M. Dias Branco S.A, empresa brasileira do setor alimentício. Para corroborar com o estudo, outros métodos como a avaliação relativa por múltiplos financeiros e simulação de Monte Carlo também serão desenvolvidos e posteriormente comparados, com o objetivo de realizar uma análise completa e detalhada da companhia.

Para viabilizar a aplicação do método, a pesquisa contará com aspectos quantitativos quanto qualitativos. Conforme Gerhardt et al. (2009), a abordagem quantitativa traz um enfoque na objetividade e raciocínio lógico para a elaboração da pesquisa, através da análise de dados atreladas a teorias bem definidas, por outro lado a abordagem qualitativa busca explicar e justificar os resultados por meio de aspectos sociais, empíricos e dados não mensuráveis.

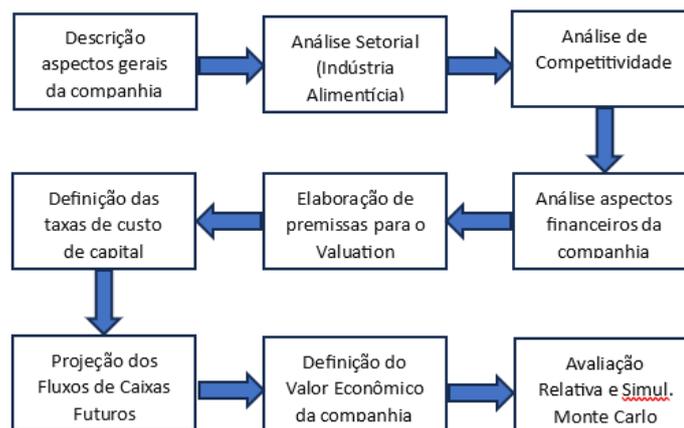
O estudo de caso será estruturado em etapas, sendo a primeira, a coleta de informações gerais sobre a companhia no site de relacionamento com os investidores da M. Dias Branco S.A, através das informações financeiras dos relatórios de resultados trimestrais e planilhas de dados compartilhados, assim como o detalhamento estrutural do modelo de negócios, dos fornecedores, clientes e da operação em geral exposto no formulário de referência anual da companhia. Quanto aos dados sobre o setor do mercado alimentício, estes serão obtidos por meio de relatórios e notícias publicadas sobre a categoria, viabilizando assim as próximas etapas das análises.

Em seguida, serão realizadas a partir das informações obtidas na primeira etapa, a análise setorial em que a companhia está inserida e a análise competitiva e financeira da M. Dias Branco S.A, servindo de embasamento para elaboração de premissas utilizadas na sequência do estudo.

Com os resultados das análises, será aplicado o método de fluxo de caixa descontado, descrito na sessão de fundamentação teórica, que terá como objetivo determinar o atual valor econômico da empresa e compará-lo com o resultado de outros métodos complementares a pesquisa, sendo a avaliação por múltiplos e simulação de Monte Carlo.

Para conclusão do estudo, o valor encontrado através da aplicação da metodologia de fluxo de caixa descontado será comparado com os valores encontrados negociado em bolsa brasileira, permitindo relacionar a precisão do número calculado frente ao valor em que o mercado está precificando da empresa, evidenciando uma possível oportunidade para investidores. A Figura 3 ilustra as etapas gerais do trabalho.

Figura 3: Etapas do trabalho



Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

4. A EMPRESA: M. DIAS BRANCO S.A.

No presente tópico serão abordados aspectos descritivos da empresa alvo do estudo de caso, a M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos. A empresa teve o início de suas atividades no ano de 1961 no Estado do Ceará, e é atualmente a empresa brasileira líder no segmento de massas e biscoitos, com cerca de 30% e 32% de participação de mercado, respectivamente. Atualmente, conta com 17 unidades industriais estrategicamente alocadas no território brasileiro garantindo uma extensa cobertura pelo país, e em 2022 iniciou seu processo de internacionalização com presença de 1 unidade industrial e centro de distribuição no Uruguai.

As informações que serão apresentadas para descrever a companhia, foram obtidas através da pesquisa bibliográfica, a partir de documentos, em sua maioria,

disponibilizados no site de Relação com os Investidores da M. DIAS BRANCO S.A. (2023).

4.1 HISTÓRICO DA EMPRESA

A história da atual M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos, começou a se desenvolver em meados da década de 40, quando o seu idealizador Sr. Manuel Dias Branco realizava as primeiras atividades provenientes da panificação e criação de biscoitos no estado de Ceará. Em 1953, junto com o seu filho o Sr. Francisco Ivens de Sá Dias Branco na sociedade até então denominada M. Dias Branco & Cia. Ltda., novas diretrizes focadas na produção industrial em larga escala dos biscoitos e massas foram adotadas. Desta forma, apenas em 1961 que a companhia iniciou o desenvolvimento do seu atual modelo de distribuição, a distribuição pulverizada, atendendo os diversos tipos e portes de varejistas, através de visitas semanais “in loco” aos clientes, possibilitando a obtenção de informações reais e atualizadas das vendas e dos preços praticados no mercado, sendo essenciais para o desenvolvimento de estratégias e posicionamento da companhia.

O modelo de distribuição associada à produção de larga escala proporcionou uma rápida expansão das vendas da companhia. Assim, a década de 90 marcou um novo ciclo de crescimento para a empresa, com a desregulamentação do setor do trigo no Brasil, proporcionando a inauguração da primeira unidade de moagem de trigo, no estado do Ceará, e conseqüentemente o início da verticalização do processo produtivo dos produtos da companhia. Além disso, durante este período a companhia também iniciou suas atividades no ramo de farinhas e farelo de trigo.

Mantendo o ritmo de expansão, já com o seu segundo moinho de trigo inaugurando no Rio Grande do Norte. Em 2002, alinhada a estratégia de verticalização dos seus insumos e atuação em novos segmentos, a companhia inaugurou no estado de Ceará a sua primeira unidade focada na produção de gorduras, margarinas e cremes vegetais, permitindo a produção da segunda principal matéria-prima dos biscoitos e viabilizando a entrada no mercado de margarinas e gorduras vegetais.

Desde então a companhia não parou de crescer, com a abertura de novos moinhos de trigo e unidades de produção de massas e biscoitos em diversos estados brasileiros como Bahia, Ceará, Paraíba, Paraná, Pernambuco dentre outros, totalizando 18 unidades industriais atualmente (17 no Brasil e 1 Uruguai).

Além das expansões industriais, durante este período, ocorreram outros eventos importantes para a estratégia e expansão do portfólio de produtos da empresa. Em 2003, a companhia adquiriu o controle da Adria, líder de biscoitos e massas da região Sudeste, incorporando ao seu portfólio marcas como Adria, Basilar, Isabela e Zabet. Em seguida, no ano de 2006, a empresa abriu o seu capital na bolsa brasileira, através de ações do segmento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA com o ticker “MDIA3”. E assim, as aquisições continuaram, com a compra da Vitarella (empresa de massas e biscoitos atuante da região nordeste) em 2008, a NPAP Alimentos S.A. (empresa responsável pelo comércio de biscoitos e massas “Pilar”) e Pelágio Oliveira S.A (empresa responsável pelas marcas “Estrela”, “Pelaggio” e “Salsito”) em 2011, a Moinho Santa Lúcia Ltda (empresa das massas e biscoitos “Predilieto” e “Bonsabor”) em 2012. E recentemente em 2018, ocorreu a emblemática aquisição da Indústria de Produtos Alimentícios Piraquê S.A., empresa responsável pela linha premium de biscoitos “Piraquê” e líder de mercado no estado do Rio de Janeiro, colaborando com a estratégia de expansão da companhia para a região Sudeste do país.

Por fim, com as aquisições da Latinex (empresa de snacks saudáveis) em 2021 e Nutrition & Sante do Brasil Ltda. (empresa com foco em alimentos saudáveis, dona da marca “Jasmine”) em 2022, a M. Dias Branco S.A. que é desde 2003 a líder nacional no mercado de biscoitos e massas também se tornou líder no mercado de granolas e pães sem glúten. Contando atualmente com cerca 99,6% de toda a farinha de trigo e 100% da gordura vegetal utilizadas na produção de seus produtos provenientes da própria cadeia verticalizada da companhia, evidencia a sua estratégia de expansão e verticalização ao longo de sua história.

4.2 ESTRUTURA SOCIETÁRIA

A companhia M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos constitui o seletto grupo de empresas de Novo Mercado da B3, sendo o de maior nível de governança dentre os segmentos. As empresas classificadas neste nível devem respeitar uma série de obrigações e requisitos que vão além das impostas pela legislação brasileira, com o intuito de proporcionar e garantir as melhores práticas de gestão e transparência.

Sendo assim, a composição acionária da empresa é constituída por 339.000.000 ações ordinárias (ON), que permitem aos acionistas direito a voto e

participação diante de decisões da companhia. As ações estão divididas entre a sua maioria (cerca de 67,2% das ações) para o Fundo de Investimento da Família Dias Branco (DIBRA), para livre negociação no mercado de bolsa de valores brasileira – “Free Float” (cerca de 19,7%), entre o Conselho de Administração e Diretoria Estatutária (cerca de 12,3%) e por fim em sua minoria alocadas em Tesouraria da própria companhia (cerca de 0,8%). A Figura 4 ilustra a composição acionária descrita.

Figura 4: Composição Acionária – M. Dias Branco S.A.

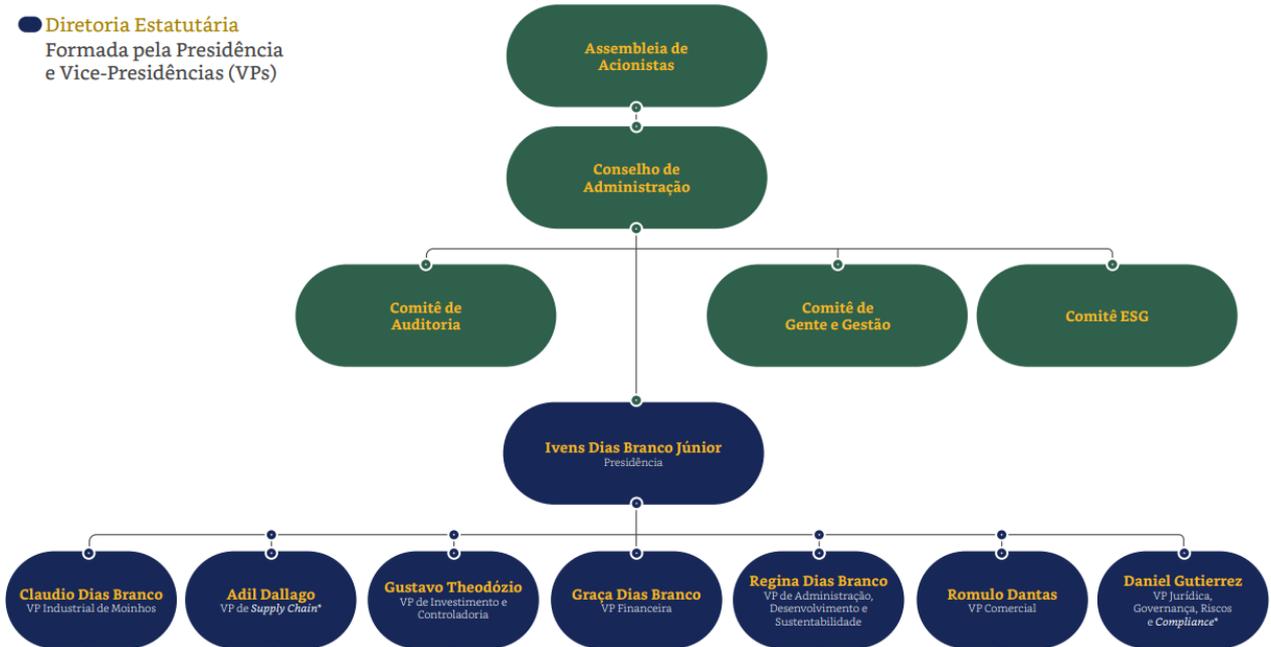


Fonte: Relatório Anual Integrado (2022) – M. Dias Branco S.A.

4.3 DIRETORIA ESTATUTÁRIA

Os diretores da companhia possuem como funções principais a representatividade legal da empresa, gerenciamento diário das operações e implementações das políticas e estratégias deliberadas tanto da assembleia geral dos acionistas, quanto do Conselho de Administração da companhia. Sendo eleitos pelos Conselho de Administração para mandatos de três anos, passíveis de reeleição ou destituição a qualquer momento. Sendo eles, apresentados pela Figura 5.

Figura 5: Diretoria Estatutária – M. Dias Branco S.A.



Fonte: Relatório Anual Integrado – M. Dias Branco S.A (2022).

Assim, dentre o histórico dos principais membros da Diretoria Estatutária da companhia, está o atual Diretor Presidente Francisco Ivens de Sá Dias Branco Júnior que iniciou suas atividades pela empresa em 1976 onde passou por inúmeras áreas, sendo diretor industrial e vice-presidente industrial até chegar ao atual cargo de Presidência em maio de 2021.

Para o cargo Vice-Presidente Industrial – Moinhos da Companhia está o Francisco Cláudio Saraiva Leão Dias Branco, graduado em Engenharia Mecânica pela Universidade Federal de Fortaleza e vasta especialização em moagem de trigo, acionista da companhia desde 1998 e assumindo o cargo de diretor antes da vice-presidência.

Assumindo o cargo de VP de Supply Chain, Adil Dallago Filho é graduado e mestre em administração de empresa pela UFC (Universidade Federal do Ceará) e UFRGS (Universidade Federal do Rio Grande do Sul), respectivamente, e conta com 27 anos de experiência na área em empresas como Souza Cruz, Danone, Solar Coca-Cola.

No cargo de Vice-Presidente Comercial, Rômulo Ruberti Calmon Dantas, é administrador de empresas com pós-graduação em Marketing na ESPM e MBA em

Administração de Empresas na FGV tendo como experiências em sua carreira, o cargo de VP Comercial nas empresas Pepsico Alimentos e Ontex Brasil.

4.4 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Os membros do Conselho de Administração possuem como responsabilidade conduzir a orientação geral dos negócios da companhia, auxiliando na construção da estratégia de longo prazo. Além disso, como dito no tópico anterior, são eles que elegem os membros da Diretoria e realizam o acompanhamento e fiscalização de suas respectivas gestões. Toda decisão proveniente do Conselho é definida através de votação favorável da maioria presente durante as reuniões, com o voto de qualidade do Presidente do Conselho de Administração.

A composição dos membros deve ter no mínimo cinco e no máximo nove conselheiros eleitos com seus respectivos suplentes e destes, no mínimo 2 ou 20% devem ser independentes, ou seja, não possuírem outros vínculos com a companhia. O Quadro 1 mostra a atual composição do Conselho de Administração e seus respectivos membros.

Quadro 1: Membros Conselho de Administração – M. Dias Branco S.A.

Nome	Cargo no Conselho	Experiência Profissional
Maria Consuelo Saraiva Leão Dias Branco	Presidente do Conselho	
Francisco Cláudio Saraiva Leão Dias Branco	Vice-Presidente do Conselho	
Maria das Graças Dias Branco da Escóssia	Conselheiro Efetivo	
Luiza Andréa Farias Nogueira	Conselheiro Efetivo	
Guilherme Affonso Ferreira	Conselheiro Independente	
Ricardo Luiz de Souza Ramos	Conselheiro Independente	
Daniel Funis	Conselheiro Independente	

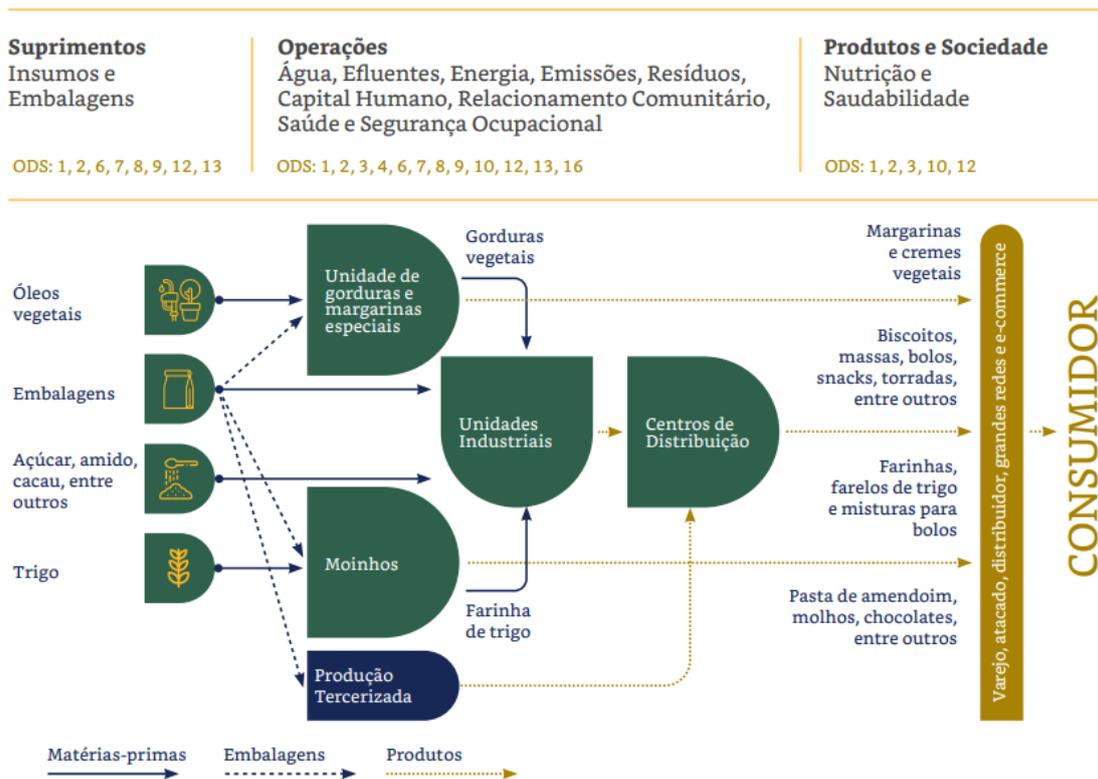
Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

4.5 SEGMENTO DE ATUAÇÃO

A M. Dias Branco S.A. possui como principal atividade econômica a produção e comercialização de produtos do setor alimentício, em específico, produtos relacionados aos mercados alvo da companhia, sendo eles o mercado de trigo com produtos como farinhas e farelos, o mercado de biscoito com diversas marcas e portfólio, o mercado de massas, o mercado de óleos vegetais (margarinas e gorduras) e os demais mercados com menor expressão nos resultados da empresa (snacks, bolos, torradas, linha saudável e temperos).

Desta forma, a companhia atua diretamente nos grandes e principais segmentos da cadeia de valor do setor alimentício, a produção e distribuição. Englobando em sua operação atividades desde o início da cadeia, como a produção e preparação dos suprimentos utilizados nos produtos finais, quanto atividades de distribuição aos clientes, evidenciando o alto nível de integração e verticalização de todo o processo produtivo da companhia. A Figura 6 ilustra de forma intuitiva toda a cadeia de atuação da companhia.

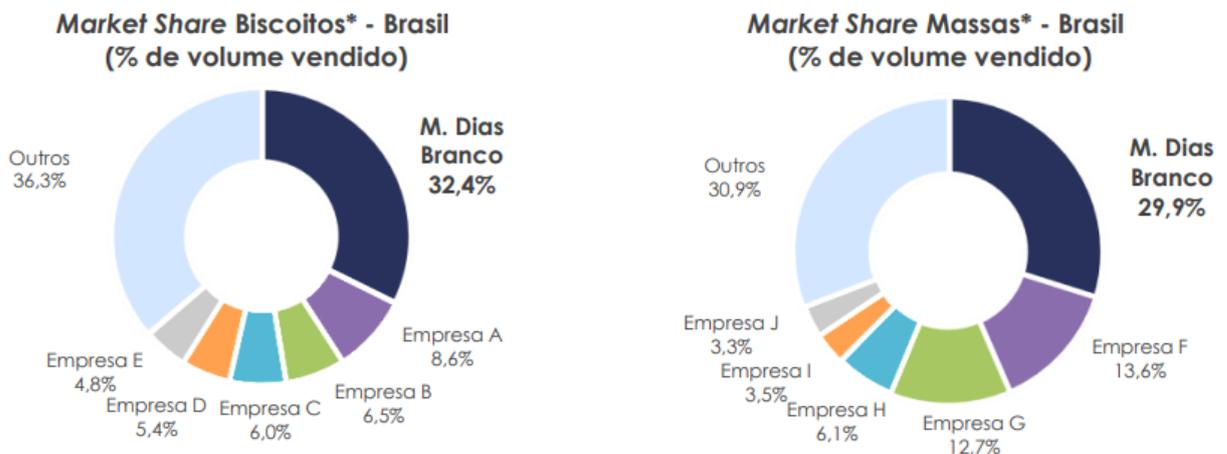
Figura 6: Cadeia de Valor – M. Dias Branco S.A.



Fonte:

Com os dados mais recentes obtidos através do Relatório dos Resultados do 2T23 (2023) divulgados pela companhia, dentre os principais mercados de atuação da companhia, se mantém líder absoluto no mercado de massas e biscoitos com uma variação percentual expressiva frente ao segundo concorrente. A Figura 7 apresenta o percentual de Market Share de cada empresa nestes mercados.

Figura 7: Market Share por empresa do mercado de massas e biscoitos



Fonte: Relatório dos Resultados do 2T23 – M. Dias Branco S.A (2023a).

4.5.1 Segmento de Farinhas e Farelo

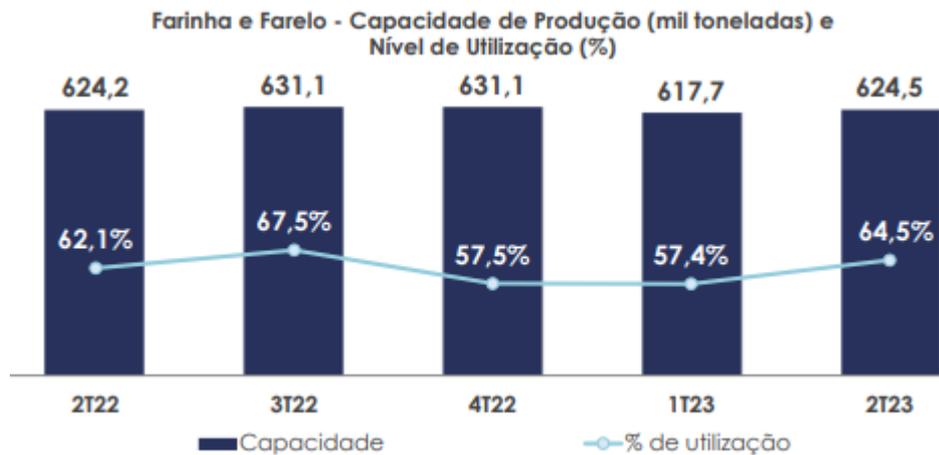
Segmento da companhia responsável pela produção e processamento dos insumos provenientes do trigo utilizado na composição dos demais produtos e comercializados, sendo as farinhas e farelos que nos últimos três anos representaram cerca de 18% da receita líquida da empresa, principalmente com os produtos da marca Finna que é a líder em volume vendido no Brasil.

O setor foi introduzido no portfólio da M. Dias Branco em 1992, com a inauguração do primeiro moinho de trigo em Fortaleza e desde então houve uma extensa expansão deste setor dentro da estratégia da empresa, que focou na verticalização deste insumo, que resultou em cerca de 100% da farinha de trigo utilizada pela companhia proveniente de produção própria.

Entretanto, a capacidade produtiva instalada da companhia supera de forma expressiva a sua necessidade e níveis de utilização atual, que nos últimos resultados divulgados ficou em torno de 65% de utilização, evidenciando uma oportunidade ainda

maior de crescimento e suprimento neste mercado. A Figura 8 mostra essa relação de utilização x capacidade de produção.

Figura 8: Capacidade de Produção x Nível de Utilização – Farinhas e Farelo



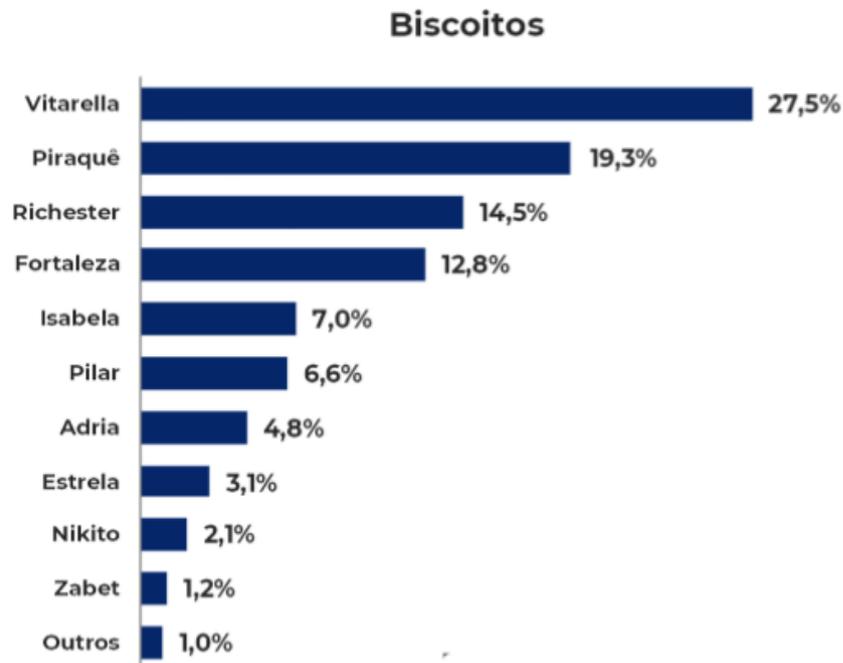
Fonte: Relatório dos Resultados do 2T23 – M. Dias Branco S.A (2023a).

4.5.2 Segmento de Biscoitos

Sendo o segmento de maior representatividade nas receitas da companhia com mais de 50% de toda a receita líquida nos últimos anos, o setor de biscoitos da M. Dias Branco detém a liderança absoluta de Market Share no país, como pode ser verificado no início do tópico, apresentando mais de 23 p.p frente ao segundo maior player do mercado.

Com uma vasta gama de marcas em seu portfólio, a empresa produz biscoitos dos mais variados tipos, sendo classificados em 13 tipos, os de água e sal/cream cracker, amanteigados, barrinhas, cobertos, doces, maria, maisena, mousse, recheados, rosquinhas, salgados, tortinhas e wafers. A Figura 9 apresenta a representatividade de cada marca no faturamento bruto da companhia no ano de 2022.

Figura 9: Representatividade por Marca na Receita Bruta de 2022



Fonte: Formulário de Referência 2023 – M. Dias Branco S.A (2023b).

Cada categoria de biscoito possui suas particularidades, diferenciando-se tanto nos ingredientes quanto no processo produtivo. Desta forma, a companhia conta com 9 fábricas próprias de biscoitos espalhadas por diversos estados do Brasil, além de se beneficiar com a verticalização dos principais insumos utilizados na produção.

4.5.3 Segmento de Massas

Representando o segundo maior segmento em relação ao percentual da receita líquida da companhia com um peso de aproximadamente 22% nos últimos anos, o setor de massas é composto por produtos do tipo massa comum, grano duro, sêmola, sêmola com ovos, lasanha, massa para micro-ondas e macarrão instantâneo. Sendo suas principais marcas a Vitarella, Adria, Bonsabor, Estrela, Fortaleza e Isabela.

De forma semelhante ao segmento de biscoitos, as massas da M. Dias Branco são líderes em Market Share, com cerca de 30% do mercado brasileiro, sendo líder absoluto no Nordeste do país com cerca de 57% do mercado da região. Entretanto, o processo de produção de massas em si é mais flexível e padronizado, se diferenciando muitas vezes apenas pelos ingredientes utilizados, o que torna um

mercado com baixa barreira de entrada e com um produto de baixo valor agregado, exigindo mais atenção e foco estratégico da companhia para se manter como líder no mercado.

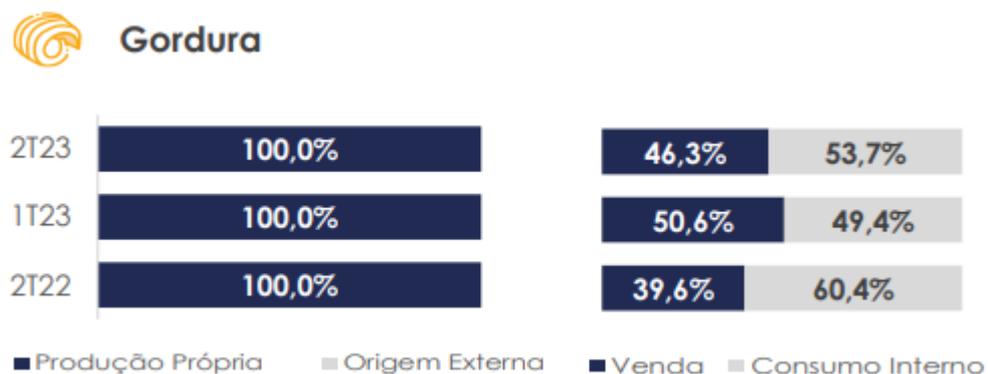
Assim, o primeiro movimento de internacionalização na história da empresa realizado em 2022, foi a aquisição das operações inorgânicas das Las Acaias no Uruguai, empresa com sólido histórico de resultados e com alta sinergia com a visão estratégica, atuante no ramo de massas alimentícias.

4.5.4 Segmento de Margarinas e Gorduras

O segmento de margarinas e gorduras foi implementado com a sua primeira unidade de produção no estado do Ceará em 2002 com a ideia inicial de expandir a verticalização dos insumos utilizados como matéria prima na produção dos biscoitos, mais em específico a gordura vegetal, além de iniciar a comercialização dos produtos desta categoria (margarina e gorduras vegetais).

Atualmente 100% das gorduras vegetais utilizadas como insumo são de produção própria, e com cada vez mais relevância, as vendas de gorduras e margarinas representam quase metade de toda produção trimestral da companhia e possuem um peso de 7% da receita líquida anual. A Figura 10 mostra através dos gráficos à esquerda o percentual de utilização da produção própria de gorduras como matéria prima nos últimos trimestres e no lado direito, apresenta o percentual consumido nos processos internos contra o percentual destinado para vendas.

Figura 10: Percentual Produção Própria e Vendas – Gorduras Vegetais



Fonte: Relatório dos Resultados do 2T23 – M. Dias Branco S.A.

5 ANÁLISE SETORIAL

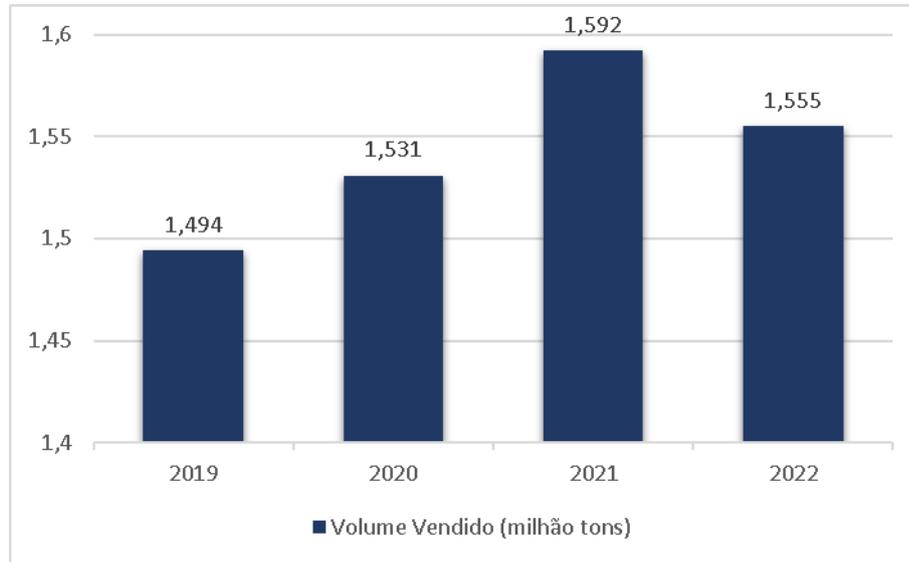
A M. Dias Branco S.A é uma companhia brasileira atuante no mercado do setor alimentício com um histórico de mais de 60 anos de operação, sendo as suas principais linhas de negócios a industrialização e comercialização de massas, biscoitos, farinhas e farelo de trigo, margarinas e gorduras vegetais (M. DIAS BRANCO S.A, 2023b). De forma que sua classificação setorial está vinculada ao Consumo Não Cíclico, com o subsetor de Alimentos Processados e segmentação de Alimentos Diversos. (B3 ,2023).

Segundo dados da Associação Brasileira da Indústria de Alimentos – ABIA (2022), a indústria brasileira de alimentos e bebidas é a maior indústria do país, representando cerca de 10,8% do PIB, com uma receita de R\$771bi em 2022. Além disso, o setor conta com aproximadamente 38 mil empresas, que juntas são responsáveis por mais de 1,8 milhões de empregos formais e diretos que equivalem à 24,3% de todos os empregos de todas as indústrias de transformação.

Portanto, neste tópico do trabalho será apresentado uma análise geral sobre o setor em específico, informando aspectos como os direcionadores de valor, descrição dos clientes e concorrentes atuante no mercado.

5.1 DIRECIONADORES DE VALOR

Com as duas principais linhas de receita da M. Dias Branco sendo as massas e os biscoitos, os padrões e tendências de consumo da alimentação das famílias brasileiras são de extrema importância para os resultados da companhia. Segundo dados da ABIMAPI - Associação Brasileira das Indústrias de Biscoitos, Massas Alimentícias e Pães & Bolos Industrializados (2023), 99,7% das famílias brasileiras consomem algum tipo de biscoito e cerca de 80% da população adulta consome biscoitos semanalmente. Sendo os grandes destaques da categoria, os biscoitos cobertos, salgados e wafers que apresentaram os maiores crescimentos nas vendas no ano de 2022, com previsão de um aumento de 3% a 5% no volume de vendas totais de biscoitos para este ano de 2023. A Figura 11 apresenta o volume de biscoitos vendidos ao longo dos últimos anos em milhão toneladas.

Figura 11: Volume de biscoitos vendidos no Brasil em milhão tonelada.

Fonte: Adaptado de ABIMAPI (2022 e 2023).

Além disso, dados do mercado apontam que o consumo médio per capita da população brasileira é de aproximados 7,21kg por habitante anualmente, concentrando os maiores mercados da companhia nas regiões Nordeste e Sudeste que juntos representaram mais de 80% do volume vendido no ano de 2022. (M. DIAS BRANCO S.A, 2023b). A Figura 12 ilustra o volume vendido em mil toneladas por região do Brasil.

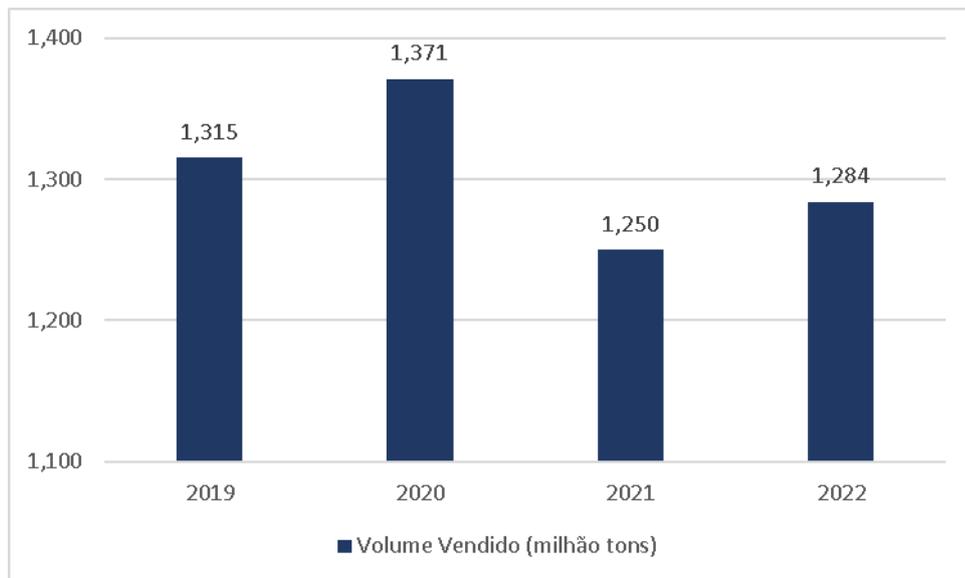
Figura 12: Mercado Biscoitos - Volume vendido por região do país.

	Volume de vendas (mil ton)			
	2021	%	2022	%
Biscoitos	519,5	100	520,5	100
Nordeste	277,5	53,3	270,3	51,9
Sudeste	147,9	28,5	155,1	29,8
Sul	35,6	6,9	36	6,9
Norte	26,4	5,1	29,6	5,7
Centro-Oeste	22,4	4,3	19,9	3,8
Exportação	9,7	1,9	9,6	1,9

Fonte: Formulário de referência – M. Dias Branco S.A (2023b).

Segundo ABIMAPI (2023), no mercado de massas a concentração do mercado consumidor é semelhante ao de biscoitos, sendo as regiões Nordeste e Sudeste as com maiores representatividades, apresentando um aumento de 1% no volume vendido no ano de 2022 com aproximadamente 1,3 milhão toneladas vendidas, mesmo com o impacto negativo do aumento de preço das commodities, em especial o trigo, que acarretou em um aumento do custo de produção e conseqüentemente o preço final ao consumidor. A Figura 13 ilustra o volume vendido das massas em milhão toneladas no país ao longo dos últimos anos.

Figura 13: Volume de massas alimentícias vendidos no Brasil (milhão ton).

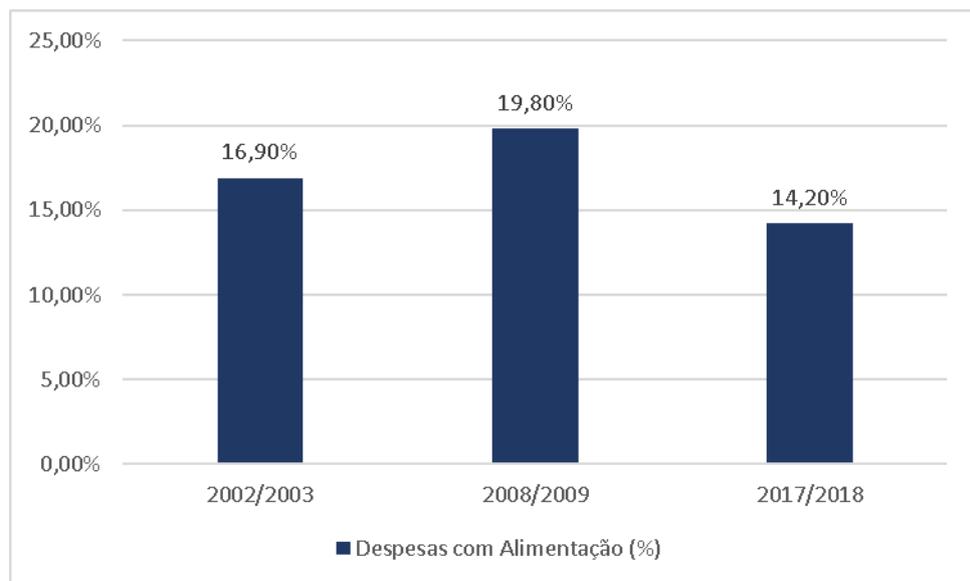


Fonte: Adaptado de ABIMAPI (2022 e 2023).

Para David Fiss, diretor da Kantar, o grande destaque que vem contribuindo com o crescimento do setor além das massas secas tradicionais, são as massas instantâneas devido a sua praticidade e valor acessível, que apresentaram um crescimento no volume de vendas de 23% no ano de 2022. Aliado à isso, segundo Fiss, a utilização das massas na preparação de pratos volumosos para várias refeições é outro diferencial atrelado a cultura de consumo do brasileiro, auxiliando a minimizar os impactos do grande desafio do setor que são os aumentos dos preços ocasionado pela inflação do setor alimentício nos últimos anos. (ABIMAPI, 2023).

Outro aspecto que impacta diretamente nos números do setor são as condições orçamentária das famílias brasileiras, que influenciam diretamente a quantidade gasta para a alimentação. Segundo dados da última Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2017/2018 realizada pelo IBGE, as despesas per capita média das famílias brasileiras com alimentação foram de R\$219,44, valor equivalente a aproximadamente 14,2% do total das despesas de consumo. Desta forma, é possível utilizar os dados das pesquisas para obter tendências e fazer estimativas sobre o consumo nos mercados da companhia, além de projeções do mercado consumidor. A Figura 14 mostra a evolução do percentual das despesas totais de consumo mensais per capita das famílias brasileiras destinados para alimentação, de acordo com os dados históricos das pesquisas.

Figura 14: Despesas Alimentação – (%) Despesas Totais



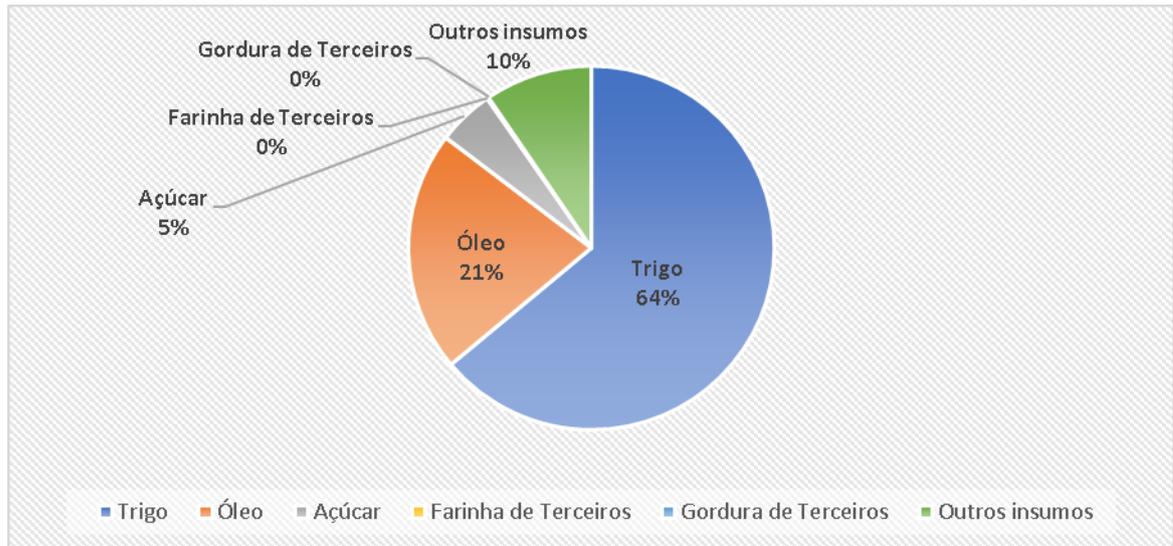
Fonte: Elaborado pelo Autor (2023).

Por fim, um direcionador de valor extremamente importante são os preços pagos nos insumos básicos para os produtos da companhia. Sendo o trigo, a farinha de trigo, o óleo vegetal, gorduras e açúcar as principais matérias-primas, de tal forma que o preço no mercado internacional destas commodities afetam diretamente no CPV (Custo do Produto Vendido), que no ano de 2022 representaram cerca de 71% dos custos totais de fabricação. Impactando diretamente em todos os indicadores de rentabilidade e margens do modelo de negócio, sendo necessário ter um controle e

proteção às variações de preços, principalmente devido à precificação dolarizada. (M. DIAS BRANCO S.A, 2023b).

A Figura 15 ilustra a composição dos R\$ 5,58 bi gastos em matéria prima no ano de 2022 pela companhia.

Figura 15: Composição dos gastos em matéria prima - M. Dias Branco S.A.



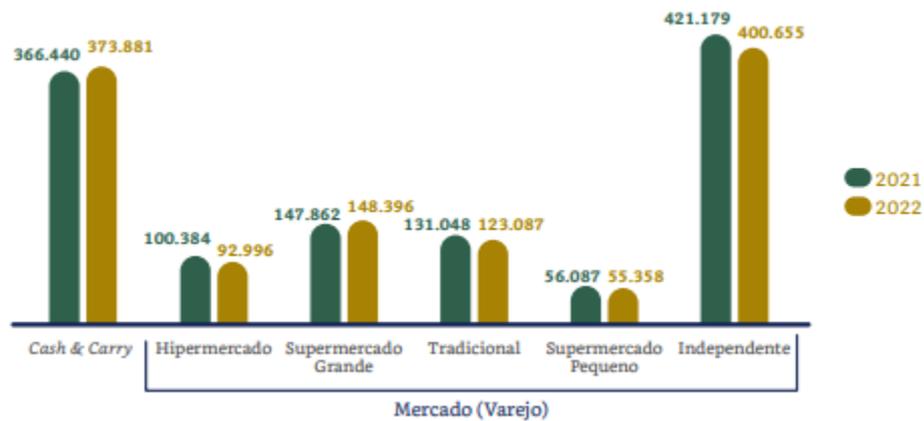
Fonte: Elaborado pelo Autor (2023).

5.2 CLIENTES

A atuação dos produtos comercializados pela M. Dias Branco é destinada para o comércio alimentício, sendo um setor bastante pulverizado com um número grande de clientes dos mais diversos tamanhos, classificados em categorias como Varejo, Atacado, Redes Nacionais e Regionais, Indústria e Distribuidores.

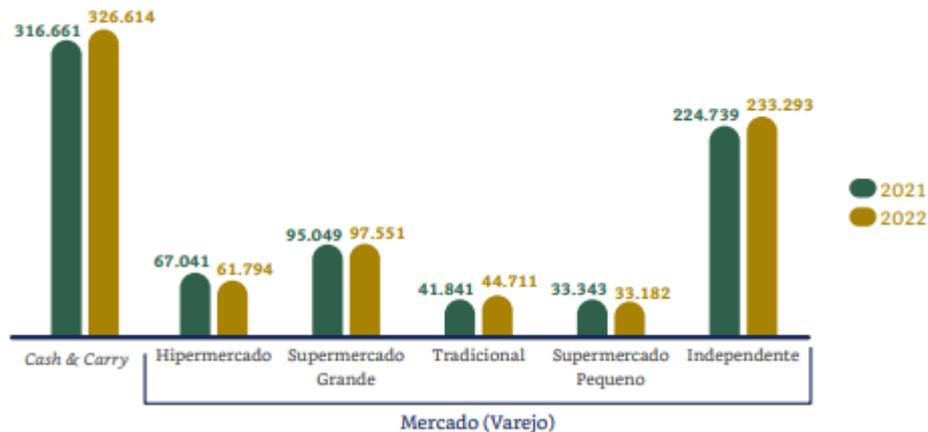
No ano de 2022, a composição do mix de clientes do mercado de biscoitos e massas apresentaram semelhanças, com os canais de “Cash & Carry” (Atacados) e Consumidores Independentes detentores da maior fatia de consumo em volume de toneladas. De forma que o maior canal de consumo do mercado de biscoitos foram os Independentes com cerca de 33,5% de todo o volume em mil toneladas de biscoitos vendidos, já no segmento de massas, o maior canal de consumo foram os Atacados, representando cerca de 41% de todo o volume em mil toneladas de massas vendidas no ano. A Figura 15 e Figura 16 apresentam a divisão em volume em toneladas vendidas por canal do mercado de biscoitos e massas, respectivamente.

Figura 16: Composição Mix de Clientes – Mercado de Biscoitos (2021 e 2022)



Fonte: Relatório Anual Integrado – M. Dias Branco S.A (2022).

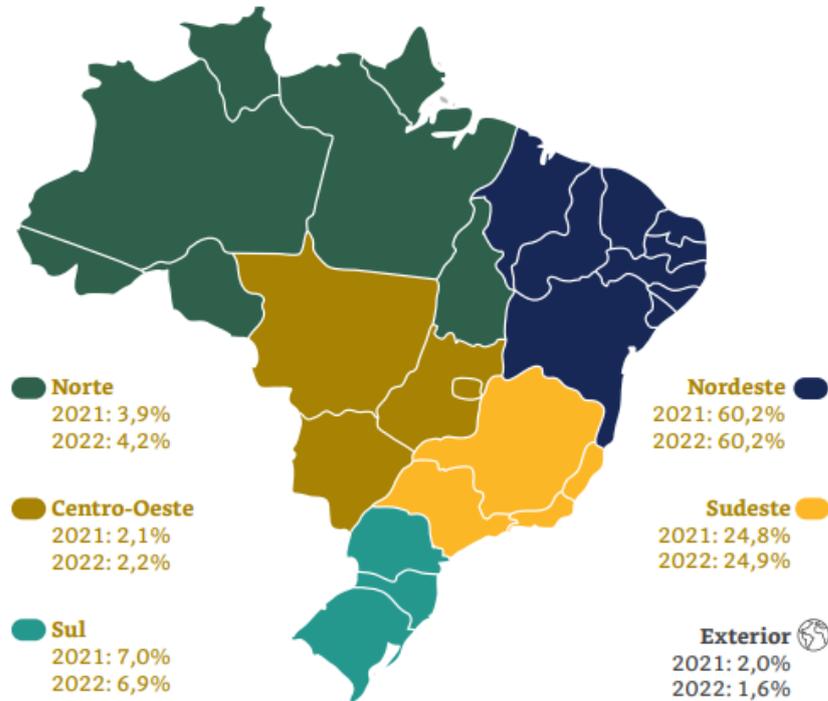
Figura 17: Composição Mix de Clientes – Mercado de Massas (2021 e 2022)



Fonte: Relatório Anual Integrado – M. Dias Branco S.A (2022).

Além da diversificação de tipos de clientes, outra segmentação bastante relevante no mercado são as regiões detentoras do maior número de consumidores. Para a ABIMAPI (2023), tanto para o mercado de biscoitos quanto de massas, a região Sudeste é a que apresenta maior consumo seguida pelo Nordeste, ambas as regiões mais populosas do país. No caso da M. Dias Branco, a estratégia é buscar de forma gradual cada vez mais participação em todo o território brasileiro, e que apesar de já possuir presença de vendas nas cinco macrorregiões brasileiras, mais de 85% do faturamento anual bruto de 2022 foram concentrados no Nordeste e Sudeste. A Figura 18 ilustra o percentual de cada região nos anos de 2021 e 2022.

Figura 18: Receita Bruta Anual por região (2021 e 2022)



Fonte: Relatório Anual Integrado – M. Dias Branco S.A (2022).

5.3 FORNECEDORES

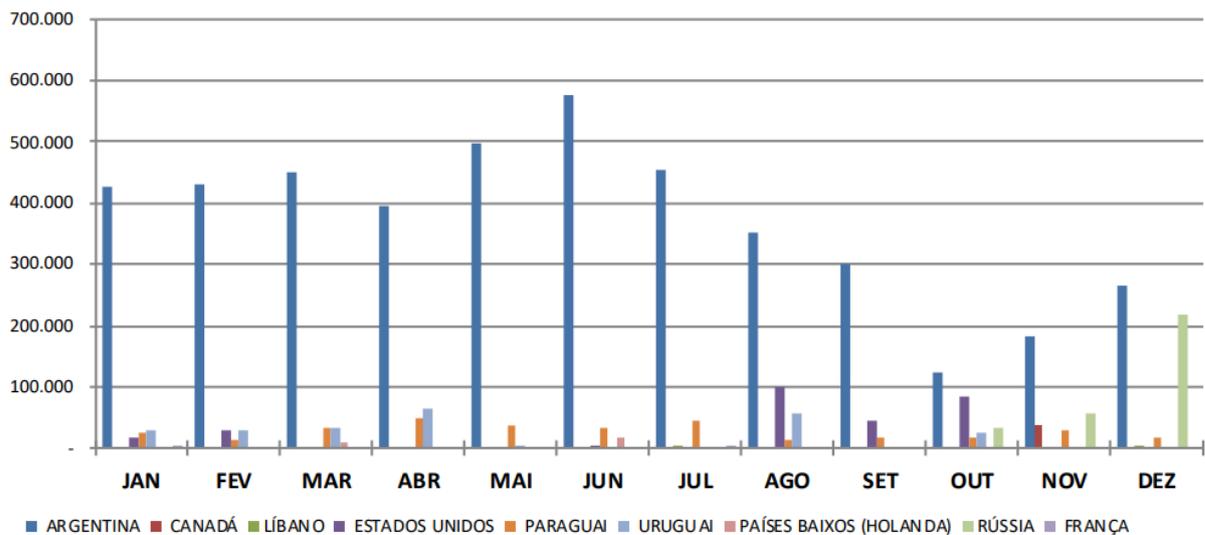
Segundo dados obtidos pela Planilha de Fundamentos da M. Dias Branco (2023c), os principais insumos utilizados na fabricação dos seus produtos são em sua grande maioria commodities. Sendo o trigo e o óleo os insumos de maior representatividade, com um peso equivalente a mais de 85% dos gastos entre todas as matérias-primas em 2022.

Apesar da empresa possuir um alto nível de verticalização para outros insumos utilizados na fabricação de seus produtos, como a farinha de trigo e gordura vegetal. Ainda cerca de 85,3% do trigo e 61,5% do óleo consumido internamente foram adquiridos no mercado externo, através de importações. (M. DIAS BRANCO S.A, 2023b).

Com o mercado de trigo brasileiro sendo insuficiente para atender a demanda interna, empresas que utilizam a commodity como insumo de seus produtos são

obrigadas a recorrerem ao mercado externo. Segundo dados da ABITRIGO - Associação Brasileira da Indústria de Trigo (2022) o maior fornecedor de trigo do ano de 2022 para o país foi a Argentina, responsável por mais de 78% de todo o volume importado. A Figura 19 apresenta o país origem e o volume em toneladas de trigo importado em cada mês do ano de 2022.

Figura 19: Volume e origem do trigo importado (2022).



Fonte: ABITRIGO (2022)

Dentre o mercado de óleos, os principais tipos mais utilizados pela companhia são os provenientes da soja e da palma. Diferentemente do mercado de trigo, a produção local supera a demanda e o consumo interno, de forma que a quantidade importada é consideravelmente menor comparada com a fração destinada para as exportações. Segundo dados da ABIOVE – Associação Brasileira das Indústrias de Óleos Vegetais (2022), de toda a produção de óleo de soja no ano de 2022, cerca de 73% foi consumida no mercado interno, 26% destinado para exportações e apenas o equivalente a 0,2% da produção foi obtida através de importação. A Figura 20 retrata os valores em milhares de tonelada de óleo de soja destinadas para cada segmento.

Figura 20: Volume de óleo de soja (mi ton) para cada segmento (2022).

3. Óleo	
3.1. Estoque Inicial	490
3.2. Produção	9.945
3.3. Importação	24
3.4. Exportação	2.609
3.5. Consumo interno	7.342
3.6. Estoque Final	508

Fonte: ABIOVE (2022)

Portanto, com as matérias-primas representando cerca de 71% do CPV (custo dos produtos vendidos) da companhia, o risco atrelado às oscilações de preços destas commodities de acordo com os preços internacionais é um ponto de atenção. Sendo diretamente impactados pelas condições de oferta e demanda do mercado global, influenciadas por fatores como condições climáticas e conflitos militares nos países produtores e exportadores. Além das oscilações cambiais do Real frente ao Dólar, visto que é a moeda internacionalmente utilizada nas transações. (M. DIAS BRANCO S.A, 2023b).

5.4 CONCORRENTES

Como o portfólio de atuação da M. Dias Branco no mercado alimentício brasileiro é bastante diversificado em categorias de alta competitividade, a empresa enfrenta de forma direta um número elevado de concorrentes. Sendo companhias tradicionais, nacionais, internacionais e até pequenos fabricantes locais de nichos específicos de produto (M. DIAS BRANCO S.A, 2023b). Os principais concorrentes de cada categoria são apresentados abaixo:

- a) Biscoitos: Marilan, Nestlé, Mondelez, Bauducco e Bagley;
- b) Massas: Selmi, J. Macedo, Santa Amália, Vilma, Barilla e Tondo;
- c) Farinha de trigo: Bunge, J. Macedo, Moinhos Cruzeiro do Sul, Moinho Cearense e Grupo Motrisa;
- d) Margarinas e gorduras vegetais: Bunge, BRF, JBS e Unilever;
- e) Bolos: Bauducco e Bimbo;

- f) Snacks: Pepsico e São Braz;
- g) Mistura para bolo: Dona Benta, Fleishmann, Renata, Sarandir e Vitamilho;
- h) Torradas: Bauducco, Wickbold, Marilan e Visconti.
- i) Saudáveis: Mãe Terra, Nestlé e Vitao.

Sendo a companhia líder de Market Share nos dois principais segmentos de receitas de seu modelo de negócio, o mercado de biscoitos e massas, com mais de 30% de participação no ano de 2022 segundo dados da Nielsen (Varejo + Cash & Carry: 2022). As Figuras 21 e 22 apresentam a divisão de Market Share em volume vendido das principais companhias de biscoitos e massas no ano de 2022 no Brasil e nas regiões Sudeste e Nordeste, respectivamente.

Figura 21: Mercado de Biscoitos - Market Share de volume vendido (2022).

	Brasil	Nordeste	Sudeste
M. Dias Branco	32,0%	52,6%	22,8%
Marilan	8,8%	7,1%	11,0%
Bauducco	6,6%	2,9%	8,7%
Nestle	6,5%	3,6%	8,1%
Mondelez	5,5%	2,5%	7,0%
Bagley do Brasil	5,1%	0,5%	9,9%
Outros	35,5%	30,8%	32,5%

Fonte: M. DIAS BRANCO S.A (2023b)

Figura 22: Mercado de Massas - Market Share de volume vendido (2022).

	Brasil	Nordeste	Sudeste
M. Dias Branco	31,0%	57,5%	22,5%
J. Macedo	12,9%	17,8%	15,1%
Selmi	11,7%	3,9%	14,5%
Camil	7,2%	0,8%	15,0%
Vilma	3,5%	1,7%	6,5%
Tondo	3,5%	0,0%	2,9%
Outros	30,2%	18,3%	23,5%

Fonte: M. DIAS BRANCO S.A (2023b)

6 ANÁLISE DE COMPETITIVIDADE

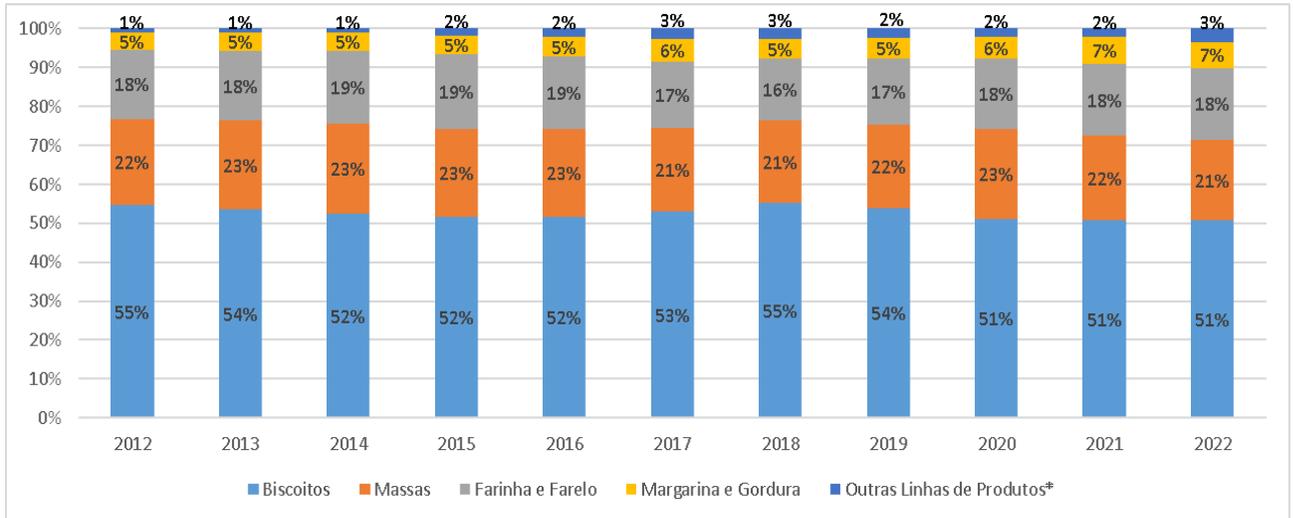
Durante o processo de análise de avaliação econômica de uma companhia, compreender as suas estratégias e posição competitiva diante do mercado que está inserida é fundamental para determinar seu valor intrínseco e mensurar o potencial de crescimento.

Neste contexto, o presente tópico abordará a descrição do modelo de negócios da M. Dias Branco, assim como aspectos competitivos que fazem da empresa a líder nacional em seu segmento.

6.1 MODELO DE NEGÓCIO

O modelo de negócios da companhia parte em sua totalidade da produção e comercialização de produtos alimentícios aliado ao modelo de distribuição composto por variados canais de vendas dos mais diversos tamanhos. Constituindo as cinco principais linhas de receita da companhia, o segmento de biscoitos foi responsável pela maior participação na receita operacional líquida da companhia no segundo trimestre de 2023 com 52,1% de participação, na sequência representando o segundo maior peso está o segmento de massas com cerca de 21,4%. Em seguida o segmento de farinhas e farelo com 17,7%, por fim o segmento de margarina e gorduras com 5,8% seguidos pelos demais produtos com 3%. (M. DIAS BRANCO S.A, 2023a).

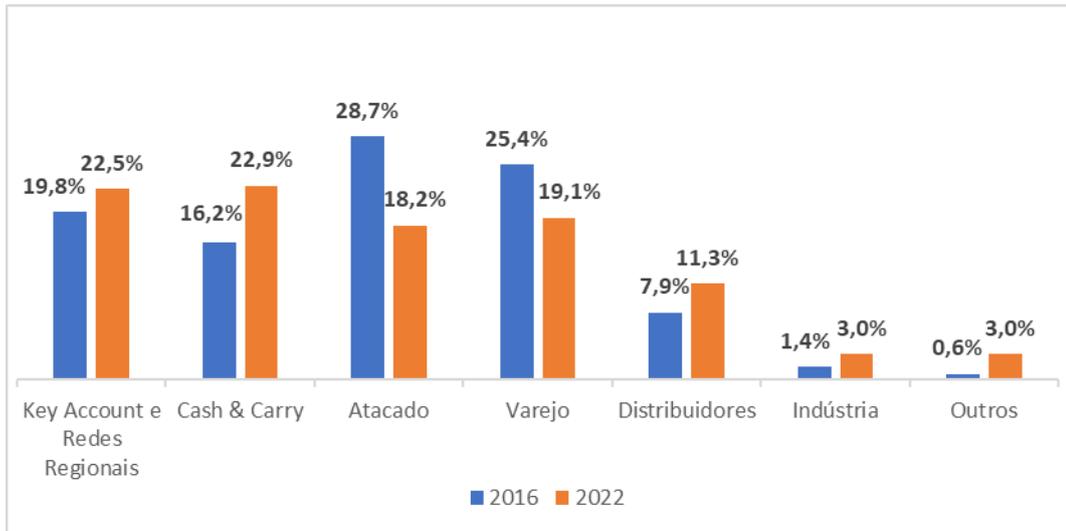
Uma característica relevante que reflete a estratégia e aplicação do modelo de negócios da companhia ao longo dos anos é a concentração de suas receitas e vendas nos produtos em que a empresa possui maior especialização e experiência de atuação, que são os segmentos de biscoitos e massas (M. DIAS BRANCO S.A, 2023c). A Figura 23 mostra a composição da receita líquida operacional da companhia ao longo dos últimos 10 anos.

Figura 23: Composição da Receita Operacional Líquida .

* Bolos, snacks, mistura para bolo, refrescos, torradas, produtos saudáveis, molhos e temperos

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Para suprir a demanda e escoar todos os produtos fabricados, a empresa conta com mais de 25 centros de distribuição situados em 16 estados do Brasil e mais recentemente com a alocação de 1 centro no Uruguai, contribuindo e viabilizando as operações e ações estratégicas da companhia em todo o território nacional e atendendo os diversos tipos de consumidores. Neste contexto, ao analisar o mix de canais de vendas em que a companhia atende, é possível verificar uma tendência das compras nos varejos e atacados cedendo relevante espaço para distribuidores, redes regionais e os denominados *Cash & Carry* - Atacados-Varejistas. A Figura 24 apresenta as maiores variações de representatividade dos canais de vendas em relação a receita líquida entre os anos de 2016-2022.

Figura 24: Peso dos Canais de Venda na Receita Líquida 2016-2022.

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Além disso, de acordo com as informações do Formulário de Referência (2023b), o foco estratégico da companhia está embasado em quatro principais aspectos:

- a) Expansão do negócio atual: aumentar a presença da companhia através do aumento da base de cliente, canais de vendas, investimento em marketing e lançando novos produtos nas regiões em que a sua participação é baixa, as denominadas "regiões de ataque" (Sul, Sudeste e Centro-Oeste), além de fortalecer e preservar a sua presença nas regiões em que já possui grande relevância, denominadas "regiões de defesa" (Norte e Nordeste);
- b) Novas categorias: diversificação do portfólio da companhia através de inovações internas de projetos de P&D ou através de aquisições, buscando produtos de maior valor agregado, diminuindo a dependência do trigo e outras commodities;
- c) Incremento das exportações: aumentar de forma gradativa a participação em mercados fora do Brasil, por meio de lançamento de produtos e embalagens destinados a atender as demandas da população estrangeira;

d) Melhoria da eficiência operacional e de custos: otimização dos processos internos com o foco de melhoria das margens operacionais, através de otimizações de infraestrutura, flexibilização da cadeia produtiva, expansão de tecnologia nos parques industriais, dentre outras ações;

6.2 VANTAGENS COMPETITIVAS

A M. Dias Branco é a líder nacional nos mercados de massas e biscoitos, desde o ano de 2003, passando de 13,5% de market share para 32% no segmento de biscoitos e de 17,8% para 31% no segmento de massas durante o período até 2022. De forma que a atribuição por este sucesso e relevante crescimento em participação de mercado se deve a força de seu portfólio de marcas e aderência desenvolvida pelos consumidores. A alta qualidade e variada abrangência dos produtos comercializados pela companhia e ao diferenciado modelo de distribuição que possibilita o atendimento dos diversos tipos de clientes e à logística da cadeia produtiva em território nacional. (M. DIAS BRANCO S.A, 2023b).

Outro aspecto que diferencia a companhia é o elevado nível de integração dos seus processos produtivos e a sua verticalização na produção dos principais insumos de seus produtos, cerca de 99,6% de toda a farinha de trigo e 100% da gordura vegetal consumida internamente no ano de 2022 foram fabricadas pela própria companhia. Além disso, a M. Dias Branco conta com a alocação de parte de seus moinhos dentro da mesma planta do seu complexo industrial o que acarreta na redução dos custos de transporte, uma maior precisão no planejamento de produção e administração dos custos, o que resulta em preços dos produtos cada vez mais competitivos. (M. DIAS BRANCO S.A, 2023b).

Para atender toda a sua estrutura produtiva e distribuição para os diversos canais de venda, a companhia conta com 18 unidades industriais e 25 centros de distribuição equipadas com as mais modernas tecnologias do ramo de produtos alimentícios, estrategicamente localizados próximos aos grandes centros consumidores. Desta forma, viabilizando a flexibilidade de produção para atender aos mercados específicos, além de contribuir com a redução dos custos de transporte, aumentando a agilidade nas entregas e fornecendo um abastecimento regular dos mercados consumidores. (M. DIAS BRANCO S.A, 2022). A Figura 25 identifica a localização das unidades industriais e centros de distribuição da companhia.

Figura 25: Localização das Unidades Industriais e Centro de Distribuição.



Fonte: Relatório Anual Integrado – M. Dias Branco S.A (2022).

Além destes aspectos, a companhia conta com uma parcela relevante de benefícios fiscais, que no ano de 2022 totalizaram cerca de R\$689 milhões adicionados na geração de caixa da empresa. Dentre os motivos pelos quais a companhia é apta a usufruir dos benefícios, está a localização das suas unidades industriais no Nordeste, aprovadas pela SUDENE (Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste) como projetos de investimento que se classificam no âmbito das políticas públicas para o fomento ao desenvolvimento da região. (M. DIAS BRANCO S.A, 2023b).

6.3 ANÁLISE DAS FORÇAS DE PORTER

No presente tópico será realizada a análise de aspectos gerais da M. Dias Branco S.A, no âmbito das cinco Forças de Porter posicionando o modelo de negócio e estratégias da companhia frente ao mercado. A construção da análise será dividida em seções, com cada uma delas abordando uma das cinco forças propostas pelo método.

6.3.1 Poder de barganha dos clientes

Sendo o mercado consumidor da companhia um setor bastante pulverizado e diversificado, com consumidores em todas as regiões do Brasil e de diversos tamanhos, torna-se relativamente fraco o poder de influência direta de cada um dos seus clientes. De forma que segundo dados do Formulário de Referência (2023b), a concentração da receita bruta da companhia no ano de 2022 ficou bastante pulverizada, com apenas 8% da receita concentrada no maior cliente, sendo 48% concentrada nos 100 maiores clientes da companhia e 52% do total da receita ficou diversificada nos inúmeros consumidores e canais de venda atendidos pela M. Dias Branco.

A companhia ainda conta com a sua liderança absoluta e tradição em seus principais setores de atuação ao longo dos mais de 70 anos desde a sua criação, o que evidencia a aderência e recorrência dos consumidores às marcas confeccionadas pela empresa, dificultando ainda mais a possibilidade de qualquer interferência direta e relevante de algum cliente específico para os negócios da empresa.

6.3.2 Ameaça de novos entrantes

O setor de atuação da companhia, principalmente referente as linhas de biscoitos e massas são mercados com baixa barreira de entrada, que competem desde fabricantes locais e artesanais quanto grandes indústrias do porte da companhia. Entretanto, como citado em tópicos anteriores, as características do modelo de negócio e das operações industriais da M. Dias Branco S.A tornam a empresa com um diferencial competitivo bastante relevante e difícil de ser replicado.

A companhia é a única do país com o nível de verticalização tão desenvolvido para os principais insumos utilizados na produção dos produtos, como a farinha de

trigo e gordura vegetais, o que traz um impacto direto e diferencial na precificação final dos produtos para os consumidores, tornando-os mais competitivos. Além disso, a companhia conta as localizações estratégicas de suas unidades industriais perto dos principais centros de consumo e uma estrutura própria de distribuição desenvolvida para atender os diversos canais de vendas de forma eficiente e com redução de custos.

Desta forma, a ameaça de novos entrantes no setor com as mesmas características e diferenciais da companhia é exponencialmente atenuada, de forma que a barreira de entrada e expertise de atuação se tornam bastante complexas e remotas de serem replicadas.

6.3.3 Ameaça de produtos substitutos

A ameaça de produtos substitutos é um aspecto improvável para a realidade da companhia, de forma que os produtos da companhia constituem a base da pirâmide citada por Maslow (1954), atendendo as primeiras necessidades fisiológicas de alimentação que todo o ser humano busca suprir. Segundo dados da ABIMAPI (2022) no ano de 2022 o macarrão esteve presente em 99,5% dos lares da população brasileira e os biscoitos também marcaram relevante presença no consumo da alimentação dos adultos.

Entretanto o que pode se tornar uma ameaça para a companhia são os padrões de consumo e de alimentação da população brasileira, principalmente aqueles focados em substituir alimentos como massas e biscoitos para focar em uma menor ingestão de carboidratos simples, que estão presentes diretamente nos produtos da companhia. Porém, para acompanhar esta tendência a M. Dias Branco S.A vem investindo na expansão de suas categorias e em 2021 incorporou as operações da Latinex em seu portfólio, sendo uma marca de healthy food (saúdabilidade) e snacks, também em 2022 com a aquisição da Nutrition & Sante do Brasil Ltda., dona da marca Jasmine que possui como foco a produção de alimentos saudáveis, com produtos orgânicos, zero açúcar, integrais, cereais, snacks e sem glúten.

6.3.4 Poder de barganha dos fornecedores

Os principais insumos utilizados no processo produtivo dos produtos da companhia são em sua grande maioria commodities, como o trigo, farinha de trigo, açúcar, óleo e gorduras vegetais. Sendo mercados com larga escala de produção nacional e internacional, contando com a presença de diversos players e fornecedores, o que acaba reduzindo o poder de influência dos mesmos sobre a companhia.

Além disso, apesar da M. Dias Branco S.A ter relações de longo prazo com alguns de seus fornecedores, a companhia não possui contrato de exclusividade com nenhum fornecedor, de forma que não é sujeita a dependência direta de qualquer um deles. (M. DIAS BRANCO S.A, 2023b).

Entretanto, um aspecto que aumenta essa força de barganha e se torna um ponto de atenção para a companhia, principalmente relacionado aos fornecedores de trigo, que é o principal insumo adquirido de terceiros pela companhia. É a sua vulnerabilidade e exposição frente a variação dos preços destas commodities. Seja ocasionado pela variação do dólar ou aspectos específicos da dinâmica dos mercados, sendo um dos principais fatores que impactaram negativamente o resultado da companhia, corroborando com a diminuição gradativa das margens de rentabilidade nos últimos anos (M. DIAS BRANCO S.A, 2023b).

6.3.5 Rivalidade entre concorrentes

O mercado de atuação da M. Dias Branco S.A é bastante desenvolvido dentro do Brasil, de forma que a companhia tem como concorrentes diretos diversos tipos de empresas, desde pequenos fabricantes locais com bastante aderência em regiões específicas, até multinacionais que atendem o país todo.

Um aspecto agravante nesta ótica de competidores, é o modelo de negócios da companhia que busca atuar em diversos tipos de mercados com um portfólio variado de produtos alimentícios. Desta forma, a competitividade resulta em uma disputa direta com outras empresas alimentícias que não necessariamente atendem todos os mercados da M. Dias Branco, mas que são focadas em apenas um ou mais nichos de produtos.

Desta forma, apesar da companhia manter a liderança nacional em marketshare nas suas duas principais categorias de atuação (massas e biscoitos), é possível observar que a dinâmica do mercado altamente concorrido e desenvolvido

representa uma força considerável para a M. Dias Branco, de forma que o marketshare da companhia nos últimos dois anos (2020-2022) nestas áreas sofreu uma queda de aproximada de 2.p.p. (M. DIAS BRANCO S.A, 2023b).

6.4 MATRIZ SWOT

Para finalizar a análise de competitividade da M. DIAS BRANCO S.A., neste tópico serão apresentadas as principais forças (*strengths*), fraquezas (*weaknesses*), oportunidades (*opportunities*) e ameaças (*threats*) relacionadas aos cenários interno e externos da companhia, utilizando o método SWOT.

6.4.1 Forças

- a) Companhia líder absoluta nacional no mercado alimentício de massas e biscoitos;
- b) Expertise de mais de 70 anos de atuação de mercado, com equipe altamente qualificada nos setores de atuação;
- c) Alto grau de integração e otimização dos processos produtivos, contando com as últimas tecnologias do mercado em suas unidades industriais;
- d) Verticalização dos principais insumos utilizados na produção dos seus produtos, principalmente a farinha de trigo e gordura vegetal;
- e) Portfólio de marcas diversificadas e consolidadas em todo o território nacional;
- f) Presença geográfica em todos as regiões do Brasil, contando com 17 unidades industriais localizadas estrategicamente próximos dos principais mercados consumidores.
- g) Sistema próprio de distribuição pulverizada que atende os diversos tipos de clientes e canais de venda;

6.4.2 Fraquezas

- a) Custos relevantes atrelados à variação cambial frente ao real x dólar - no ano de 2022, 85,3% do trigo e 61,5% do óleo consumido foram importados;

- b) Atuação em um mercado altamente desenvolvido e de extrema concorrência, exigindo investimentos e inovações constantes para se manter competitiva;
- c) Utilização relevante de incentivos fiscais para investimento de construção, instalação e modernização das unidades industriais – desde a década de 80 e década de 90 que a empresa recebe incentivos estaduais e federais a título de contrapartida para realizar investimentos nas suas operações.

6.4.3 Oportunidades

- a) Expansão na atuação em mercados do exterior - em 2022 a companhia passou a ter sua primeira presença internacional, com 1 unidade industrial e centro de distribuição no Uruguai;
- b) Atuação em novas categorias de produtos, com oportunidades de aquisição de marcas ou inovações de produtos;
- c) Expansão para mercados consumidores de atual baixa representatividade (Sul, Sudeste e Centro-Oeste);

6.4.4 Ameaças

- a) Cenário econômico brasileiro – risco de recessão monetária, impactando diretamente no poder de compra da população e consequentemente reduzindo o volume de produtos vendidos pela empresa;
- b) Variação cambial – aumento do preço do dólar impacta diretamente no custo dos insumos importados pela M. Dias Branco;
- c) Mudança de hábitos na alimentação da população brasileira – evitando alimentos processados e de carboidratos simples;
- d) Suscetível a alteração de legislações do setor alimentício;
- e) Desenvolvimento e aumento de competitividade dos concorrentes diretos;

7 ANÁLISE FINANCEIRA

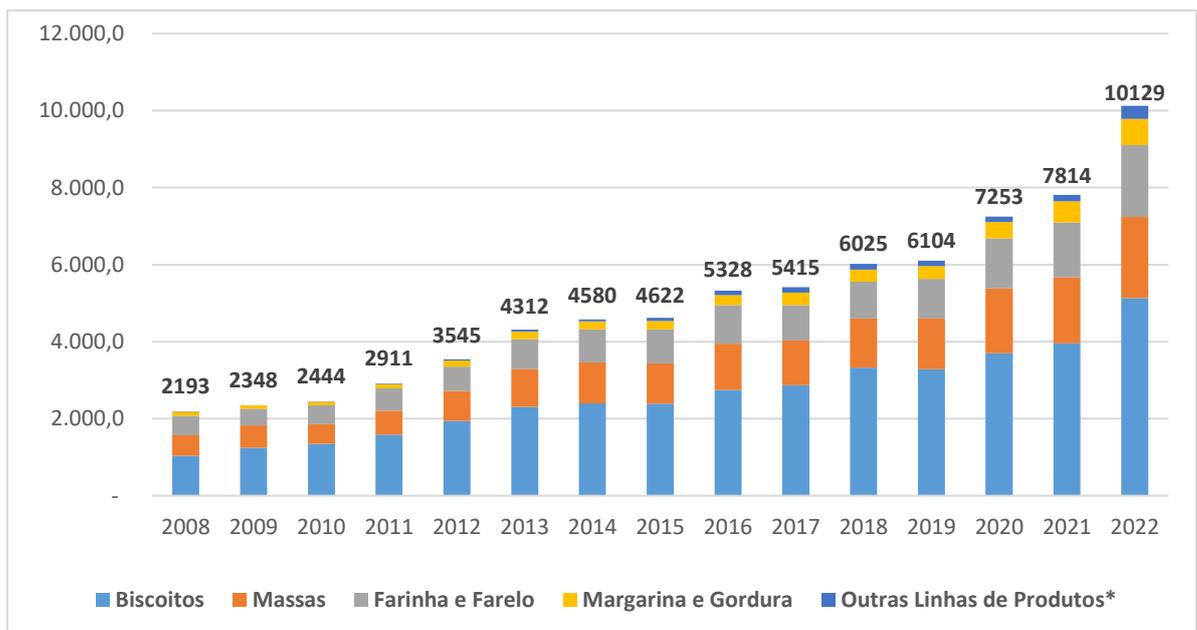
A avaliação dos aspectos financeiros de uma companhia detém uma relevante importância para complementar o entendimento dos negócios e de suas atividades operacionais, possibilitando mensurar a capacidade de geração de lucro e receita, estimar a eficiência na utilização dos recursos e até mesmo a saúde financeira da empresa como um todo.

Para a análise financeira da M. Dias Branco serão utilizados os dados disponibilizados pela própria companhia em seu site de Relação com Investidores, segmentando em quatro vertentes, as receitas, os custos e despesas, a rentabilidade e por fim o endividamento.

7.1 ANÁLISE DAS RECEITAS

Analisando as receitas e faturamento da companhia é possível observar que a M. Dias possui como core business quatro principais linhas de produtos que representam a grande parte da receita líquida ao longo dos anos, sendo os biscoitos, massas, farinhas e as gorduras vegetais. Com um CAGR de 11,55% desde 2008 até o ano de 2022, o comportamento da receita líquida da companhia é apresentado pelo gráfico da Figura 26.

Figura 26: Receita Anual Líquida (Milhões) – M. DIAS BRANCO S.A



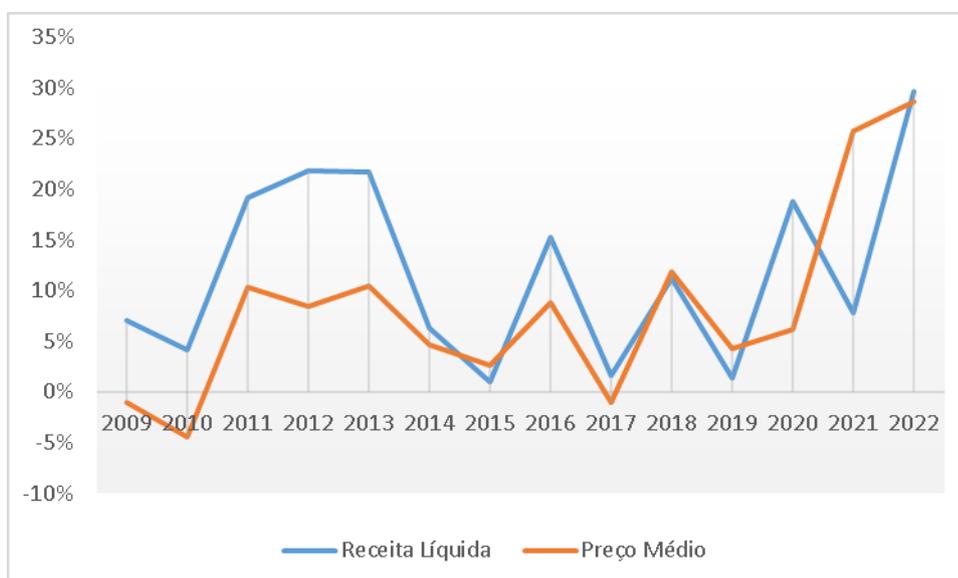
Fonte: Elaborado a partir da Planilha de Fundamentos – M. Dias Branco (2023c)

Além de apresentar um aumento expressivo em suas receitas com uma taxa anualizada de dois dígitos, a companhia conseguiu aumentar performance em todos os seus segmentos, apresentando um CAGR de mais de 9% em cada uma de suas categorias, destaque para as Outras Linhas de Produtos (Bolos, snacks, mistura para bolo, torradas, produtos saudáveis, molhos e temperos) que durante o período analisado obteve a maior taxa de crescimento (CAGR de 26,7%).

Outro aspecto que fica evidente ao analisar as receitas da M. Dias Branco é a sua eficiência operacional e robusto canal de vendas. De forma que a companhia conseguiu apresentar um crescimento percentual em suas receitas durante todos os anos. Sendo 2015 o ano em que obteve o menor crescimento percentual com 0,9% frente ao ano anterior, resultado alcançado mesmo em uma acentuada recessão econômica brasileira, quando o PIB Brasileiro ficou negativo em 3,8%, sendo o pior resultado da série histórica até então (G1 GLOBO, 2016).

Com dados mais recentes, o ano de 2022 apresentou o maior crescimento percentual anual de receita líquida (+29% vs 2021) totalizando o patamar de R\$10bi, resultado do crescimento no volume vendido (+0,9%) e principalmente do repasse e aumento do preço médio de seus produtos que apresentou um crescimento de 28,5%. Sendo explícita a importância da gestão estratégica de custos e precificação para o resultado da companhia. A Figura 27 apresenta a relação da variação anual da receita líquida frente a variação anual do preço médio dos produtos da M. Dias Branco.

Figura 27: Variação Anual da Receita Líquida e Preço Médio dos Produtos

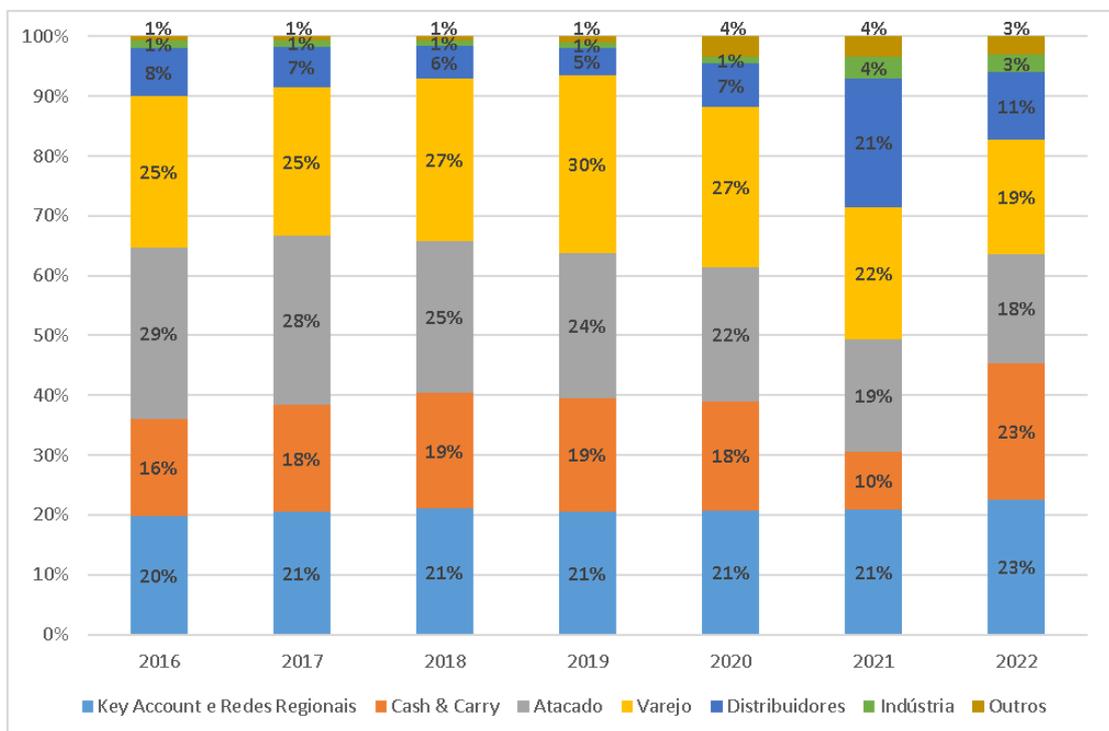


Fonte: Elaborado a partir da Planilha de Fundamentos – M. Dias Branco (2023c)

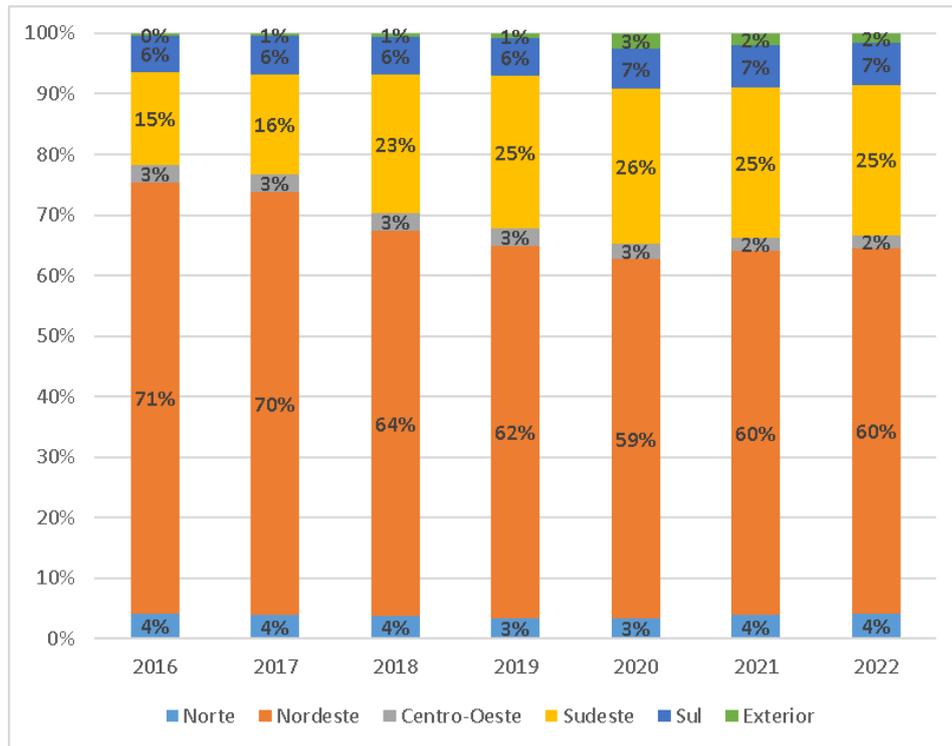
Sendo assim, é possível observar a correlação do aumento ou redução do preço médio dos produtos com o faturamento líquido da companhia, que ao longo dos anos performou em linha diretamente. Entretanto outros fatores também possuem impacto direto na receita da empresa, como o próprio volume de produtos vendido, que nos dois anos de maior dispersão do gráfico anterior (2012 e 2021) apresentou a suas maiores variações anuais com um aumento de +12% em 2012 e uma queda de -14% em 2021, ano do pico da pandemia do COVID-19.

Por fim, duas fortalezas da companhia que reflete diretamente no comportamento de suas receitas são a sua ampla capacidade de atendimento, contando com a diversificação geográfica em todo o território do país e a estrutura para atender os mais variados canais de vendas. As Figuras 28 e 29 apresentam respectivamente o percentual da receita bruta anual por tipo de consumidor e por região brasileira.

Figura 28: Composição percentual da Receita Bruta por canal de venda



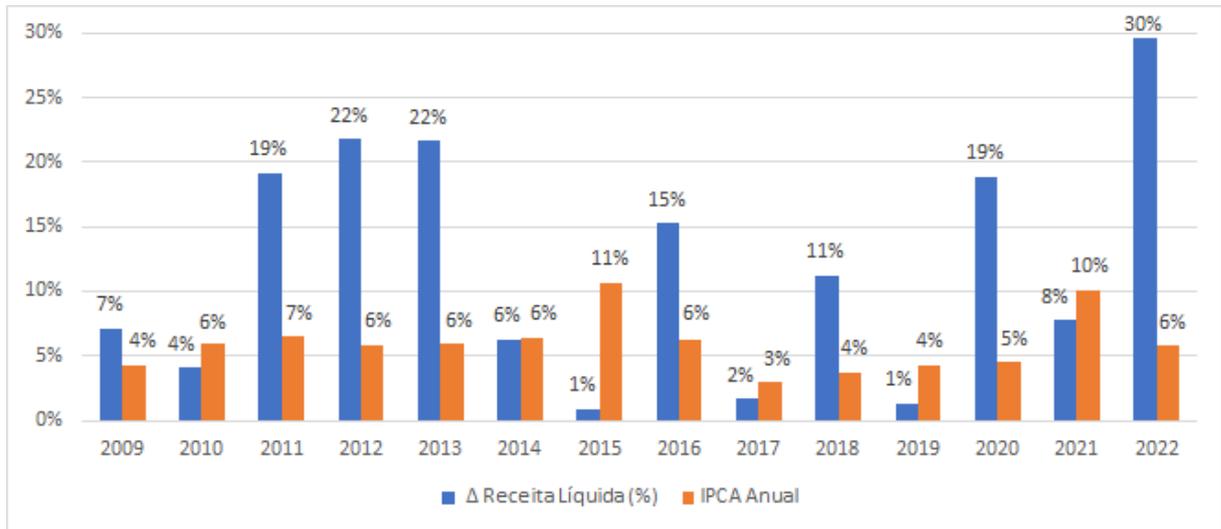
Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Figura 29: Composição percentual da Receita Bruta por região

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Com os dados obtidos, nota-se que dentre os canais de vendas há uma transição dos mais tradicionais como o varejo e atacados para os Cash & Carry e Distribuidores, refletindo a adaptação da companhia para as modalidades que estão ganhando cada vez mais popularidade pelos consumidores. Outro aspecto presente nos gráficos é a descentralização gradual da receita na Região Nordeste para novos mercados consumidores, alinhado com a estratégia apresentada pela companhia.

Quanto a análise do crescimento real das receitas da companhia frente a inflação do período, é possível verificar que durante o período histórico de 2009-2022 a M. Dias Branco apresentou uma sólida evolução ano após ano, de forma que o crescimento médio anual de suas receitas ficou no patamar de 12% enquanto a inflação média anual, representada pelo IPCA, apresentou um valor de 6%, comprovando a sua eficiência operacional e a adoção de estratégias bem sucedidas. A Figura 30 ilustra o percentual histórico de crescimento da receita líquida frente ao IPCA apresentando para cada ano.

Figura 30: Crescimento anual receita líquida x Inflação Anual (IPCA).

Fonte: IBGE (2023a); Elaborado pelo autor (2023).

7.2 ANÁLISE DOS CUSTOS E DESPESAS

Sobre a ótica dos custos e despesas da companhia, utilizando dos dados divulgados em seus resultados financeiros, é possível observar a evolução ao longo dos anos, segmentando entre custos das mercadorias e produtos vendidos e as despesas operacionais (venda, gerais e administrativas). A Figura 31 ilustra o montante anual (em R\$ milhões) gasto pela companhia em cada segmento.

Figura 31: Custos e Despesas (R\$ milhões)

Fonte: Elaborado a partir da Planilha de Fundamentos – M. Dias Branco (2023c)

Os custos e despesas apresentaram um CAGR aproximado de 14,2% ao ano durante os últimos 17 anos, além disso o CPV representou em média cerca de 73% das despesas anuais da empresa durante o período, destacando-se os anos de 2020-2022 em que este peso foram os maiores da série histórica com cerca de 78% frente as despesas totais, muito impactado pela alta expressiva do dólar que só em 2020 apresentou uma alta de 30% frente 2019, afetando diretamente os custos dos insumos e matéria prima, principalmente as commodities.

Ao analisar de forma mais detalhada a natureza dos custos dos produtos vendidos e despesas operacionais no relatório de Demonstrações Financeiras Anuais Completa (2022) da companhia, as matérias primas foram responsáveis por 71% de todo CPV no ano de 2022, com o trigo sendo o insumo de maior peso para a companhia, seguido pelo custo de Mão de Obra (9,2%) e Embalagens (8,3%). Nas despesas operacionais as Despesas com Venda obtiveram o maior peso com cerca de 76%, seguidos pelas despesas administrativas e gerais (13%) e depreciação e amortização (6%). As Figuras 32 e 33 apresentam o valor gasto em 2022 de cada item que compõe os custos de produtos e mercadorias vendidas (CPV) e despesas operacionais da M. Dias Branco.

Figura 32: Estratificação do Custo de Produtos Vendidos

Custos dos Produtos Vendidos (R\$ milhões)	2022
Matéria-Prima	5.582,1
Trigo	3.568,3
Óleo	1.196,8
Açúcar	278,2
Farinha de Terceiros	8,0
Gordura de Terceiros	0,2
Outros insumos	530,6
Embalagens	649,7
Mão de obra	723,7
Gastos Gerais de Fabricação	617,7
Depreciação e Amortização	183,6
Custo das Mercadorias Vendidas	59,8
Total	7.816,6

Fonte: Demonstrações Financeiras Anuais Completa (2022) - M. Dias Branco

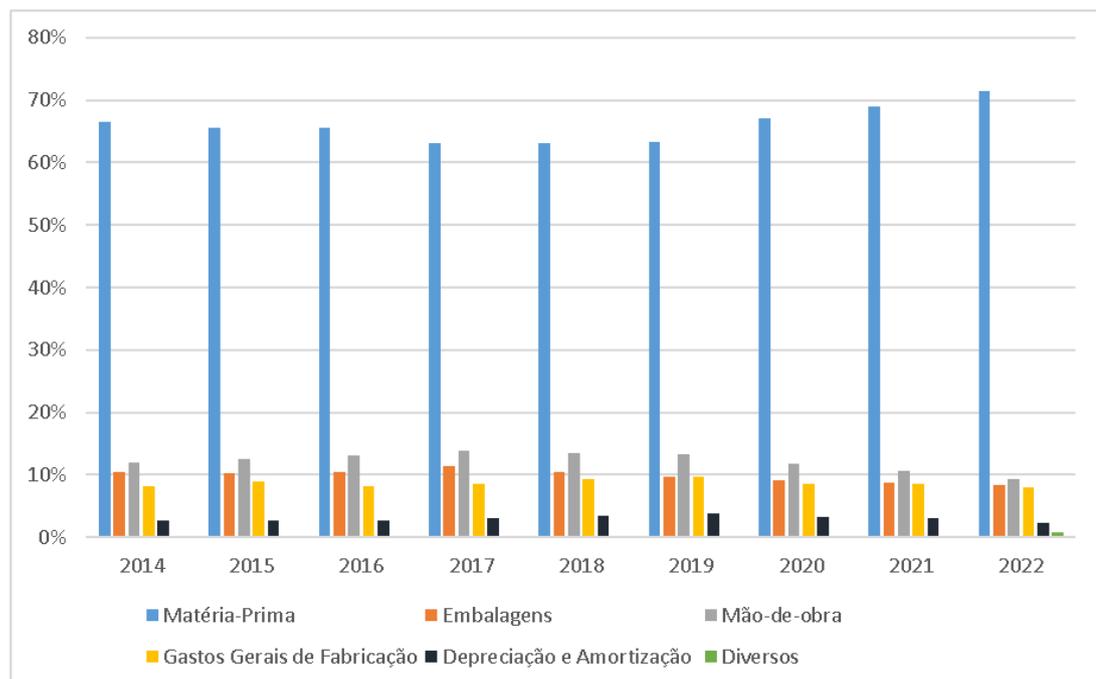
Figura 33: Estratificação das Despesas Operacionais

Despesas Operacionais (R\$ milhões)	2022
Vendas*	1.749,9
Administrativas e gerais	287,7
Doações	19,8
Tributárias	32,8
Depreciação e amortização	133,6
Outras desp./ (rec.) operac.	80,4
TOTAL	2.304,2

*Salários e benefícios, fretes e outras despesas com marketing, força de vendas e logística.

Fonte: Demonstrações Financeiras Anuais Completa (2022) - M. Dias Branco

Observando a estrutura dos custos e despesas nos últimos nove anos, é possível verificar que a distribuição entre os elementos do CPV e das despesas operacionais se mantém em linha proporcionalmente, remetendo a estratégia do controle rígido e cada vez mais moderno dos custos envolvidos nos processos da companhia (M. DIAS BRANCO, 2023b). A Figura 34 mostra o peso percentual de cada elemento dos custos de produtos vendidos ao longo dos anos.

Figura 34: Composição percentual do CPV (2014-2022)

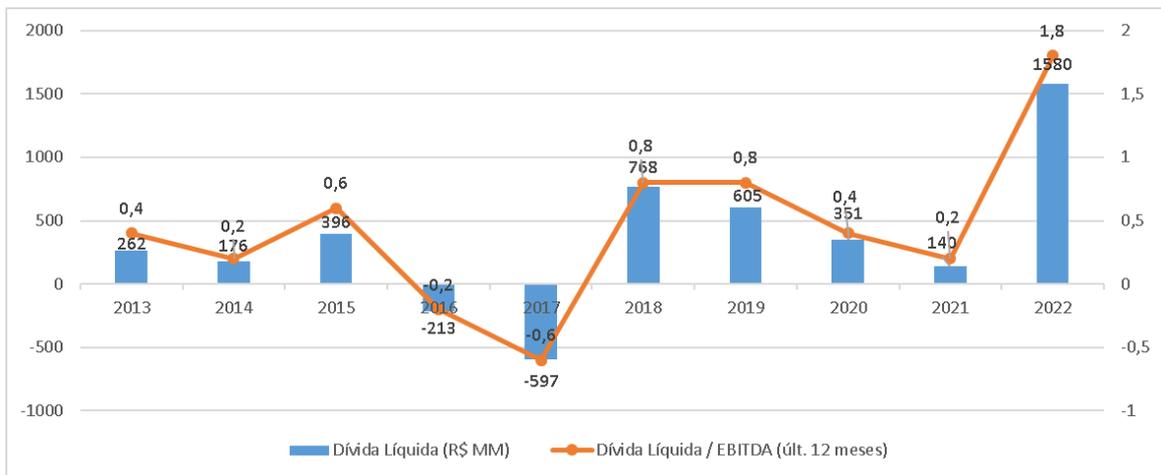
Fonte: Elaborado a partir da Planilha de Fundamentos – M. Dias Branco (2023c)

Entretanto, apesar da manutenção dos percentuais relativos de cada elemento nos custos e despesas, um ponto de atenção mencionado pela companhia é o aumento do valor nominal dos custos e despesas nos últimos anos, que só em 2022 apresentou um aumento de 29% frente ao ano anterior. Sendo influenciados por eventos externos do cenário macroeconômico nacional e internacional, como o impacto inflacionário atrelado aos preços dos elementos utilizados na cadeia de valor da companhia, como os combustíveis e também o aumento dos preços médio das commodities necessárias na fabricação dos produtos da M. Dias Branco.

7.3 ANÁLISE DO ENDIVIDAMENTO

O endividamento da M. Dias Branco é um fator importante e bastante utilizado pela companhia para viabilizar sua estratégia de crescimento e consolidação no mercado nacional, principalmente através de investimentos em sua estrutura operacional e aquisição de novas marcas. De forma que em 2022 o endividamento total da companhia cresceu cerca de 26% frente ao ano anterior, devido principalmente as aquisições das marcas Jasmine e Las Acacias durante o ano (M. DIAS BRANCO, 2023b).

No entanto, ao analisarmos o índice de endividamento Dívida Líquida/EBITDA historicamente, é possível verificar o compromisso da companhia em manter uma estrutura financeira saudável, que esteja alinhada a seu rigoroso controle de custos e buscando a excelência operacional. De forma que dos últimos 10 anos, apenas em 2022 a relação ficou acima de 1x, ou seja, em todos os outros anos toda a dívida líquida poderia ser paga apenas com a geração anual de caixa proveniente de suas atividades. A Figura 35 apresenta a relação da Dívida Líquida e o índice Dívida Líquida/EBITDA nos últimos anos.

Figura 35: Dívida Líquida (R\$ milhões) e Dívida Líquida/EBITDA

Fonte: Elaborado a partir da Planilha de Fundamentos – M. Dias Branco (2023c)

Sobre a composição da dívida da companhia, cerca de 76% do montante total no fechamento de 2022 com vencimento para o longo prazo, sendo 38% com vencimento apenas para 2026-2031, o que garante ainda mais solvência para a empresa no curto e médio prazo. Quanto aos indexadores cerca de 20% são atrelados ao CDI, 40% ao IPCA, 1% ao TJLP (Taxa de juros de longo prazo) e o restante atrelados a outras taxas pré-fixadas ou valores cambiais. Além disso, o percentual da dívida relacionada à outras moedas são equivalentes à cerca de 34%, sendo ela distribuída entre o Dólar Americano (USD) e Peso Uruguaio (UYU). A Figura 36 mostra a composição da dívida da M. Dias Branco no exercício social encerrado em 2022.

Figura 36: Composição Endividamento (R\$ milhões)

	Indexador	2022	
		Juros (a.a.)	R\$
Moeda nacional			
BNDES-FINAME	TJLP	2,17%	6,2
BNDES-PSI	R\$	3,28%	13,3
BNDES-FINEM	IPCA	8,57%	20,8
BNDES-PROGEREN	IPCA	-	-
Financiamentos de Tributos Estaduais (PROVIN)	TJLP	-	20,5
Financiamentos de Tributos Estaduais (Fundopem)	IPCA/IBGE	-	6,2
Capital de Giro	100% CDI	0,76%	104,6
Capital de Giro	187% CDI	-	-
Capital de Giro	IPCA	6,93%	123,6
Capital de Giro	Real	-	-
Instrumento de Cessão de Quotas da Pilar	100% CDI	-	4,7
Instrumento de Cessão de Ações da Estrela	100% CDI	-	11,9
Instrumento de Cessão de Quotas do Moinho Santa Lúcia	100% CDI	-	0,7
Instrumento de Cessão de Quotas da Piraquê	100% CDI	-	170,1
Instrumento de Cessão de Quotas da Latinex	100% CDI	-	98,9
Instrumento de Cessão de Quotas da Jasmine	100% CDI	-	23,6
Instrumento de Cessão de Quotas da Las Acácias	100% CDI	-	25,9
Debêntures	IPCA	3,80% e 4,14%	<u>848,3</u>
			<u>1.470,4</u>
Moeda estrangeira			
Financiamentos de importação e exportação de insumos	USD	2,37%	736,2
Capital de Giro	UYU	12,07%	<u>19,9</u>
			<u>756,1</u>
			<u>2.226,5</u>

Fonte: Formulário de Referência – M. DIAS BRANCO (2023b)

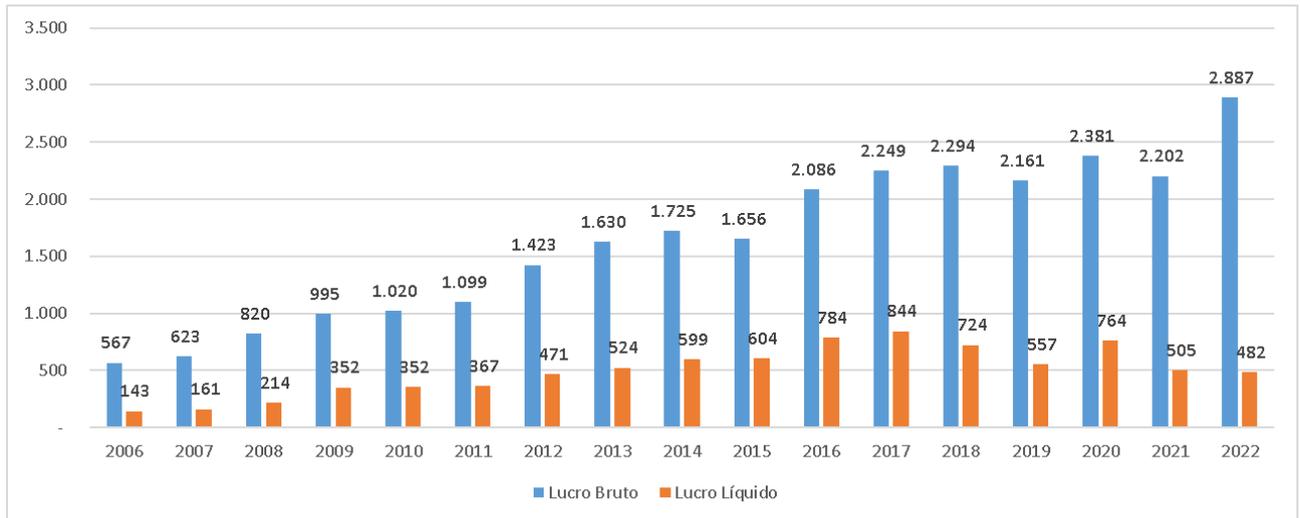
Portanto, apesar dos altos valores nominais de endividamento, a companhia possui uma gestão rigorosa e estratégica de seus passivos, o que viabiliza os investimentos em otimização produtiva e expansão através de aquisições estratégicas de marcas para incremento de portfólio. Além de contar com uma saúde financeira consolidada com baixo nível de endividamento frente a seus resultados operacionais e diversificando o risco sistêmico de suas dívidas tanto em indexador quanto em unidade monetária.

7.4 ANÁLISE DE LUCRATIVIDADE E RENTABILIDADE

Quanto à lucratividade da companhia, é possível verificar que a M. Dias Branco consegue manter crescimento em seu Lucro Bruto anualmente, apresentando um CAGR de 10% desde 2006, em linha com o aumento de receita visto anteriormente. Entretanto, o grande desafio da companhia, mais especificamente desde o ano de

2017, está sendo conseguir converter seu resultado primário em resultado líquido, de forma que ao analisarmos o Lucro Líquido da companhia é possível verificar a instabilidade e as variações negativas nos últimos anos. A Figura 37 mostra a evolução do Lucro Bruto frente ao Lucro Líquido anuais desde 2006.

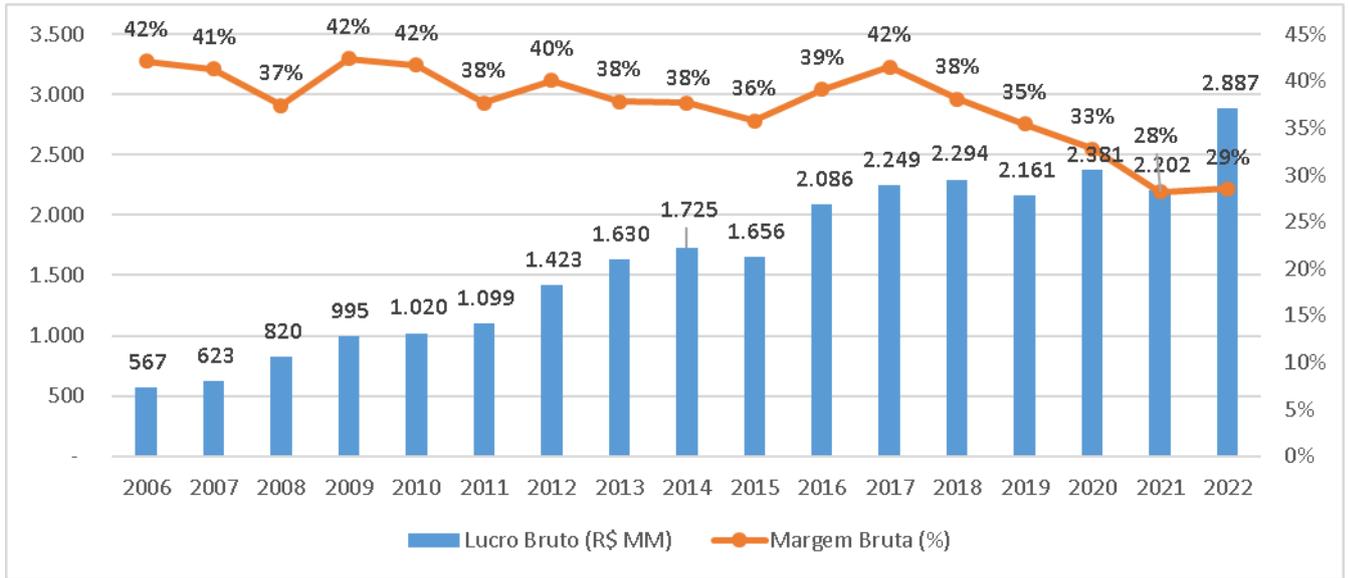
Figura 37: Lucro Bruto e Lucro Líquido (R\$ milhões)



Fonte: Elaborado a partir da Planilha de Fundamentos – M. Dias Branco (2023c)

Dentre os principais fatores que refletem essa situação está a divergência entre o aumento dos custos dos produtos e mercadorias vendidas frente o aumento da receita líquida da companhia, de forma que o CPV apresentou um CAGR de 15% nos últimos 6 anos enquanto a receita líquida obteve um CAGR de apenas 11%. Eventos ao longo deste período como o conflito militar entre Rússia e Ucrânia, ambos dois dos maiores produtores de trigo do mundo e os impactos de restrição e posteriormente de recessão econômica ocasionados pela pandemia obtiveram grande relevância nestes resultados. A Figura 38 ilustra essa relação do Lucro Bruto frente a Margem Bruta (%) anualmente.

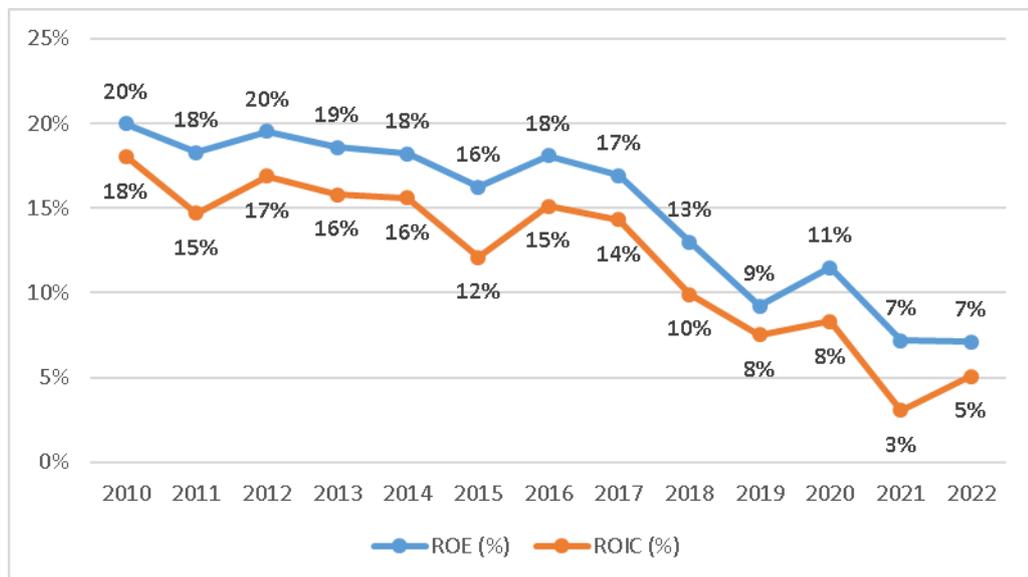
Figura 38: Lucro Bruto (R\$ milhões) e Margem Bruta (%).



Fonte: Elaborado a partir da Planilha de Fundamentos – M. Dias Branco (2023c)

Ao analisar a rentabilidade da companhia por meio dos indicadores de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o retorno sobre o capital investido (ROIC) é possível identificar que de forma semelhante, a M. Dias Branco vem sofrendo com a redução de suas margens. Sendo possível observar o desafio da companhia em rentabilizar o capital investido, seja o capital de terceiros através das dívidas emitidas para expansão e aquisição de novas marcas ou até mesmo o próprio capital investido em suas operações e estruturas. Resultando em uma queda ano após ano dos indicadores ROIC e ROE, que podem ser observadas através da Figura 39.

Figura 39: Indicadores ROIC e ROE (%).



Fonte: Elaborado a partir da Planilha de Fundamentos – M. Dias Branco (2023c)

Portanto, apesar da companhia ser líder nacional absoluta em seu segmento com toda a sua estrutura operacional bem consolidada no país, é evidente que o cenário é cada vez mais desafiador para a companhia. E o atual patamar de liderança requer novas estratégias e busca por constante evolução.

8 VALUATION DA M. DIAS BRANCO S.A.

A próxima etapa do trabalho consiste na avaliação e determinação do atual valor econômico da M. Dias Branco S.A por meio do método de fluxo de caixa descontado. Desta forma, para o desenvolvimento do trabalho serão adotados uma série de premissas e cenários macroeconômicos utilizados para fundamentar as projeções futuras de fluxo de caixa da companhia para os próximos 10 anos e também para determinar o crescimento na perpetuidade e posteriormente definir o valor presente da M. Dias Branco S.A.

8.1 PREMISSAS DOS INDICADORES MACROECONÔMICOS

Para determinar o valor econômico da M. Dias Branco S.A, indicadores macroeconômicos foram utilizados para embasar as projeções desenvolvidas no trabalho. Sendo obtidos através de projeções publicadas nos relatórios oficiais de entidades especializadas, com estimativas de dados variando entre o ano de 2024 até 2026, assim para os demais anos considerou-se os mesmos valores da última projeção disponível para o determinado índice, visto o aumento do grau de incerteza conforme mais longas as projeções.

Dentre os indicadores estão o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), o Produto Interno Bruto do país (PIB Brasil), a taxa básica de juros (SELIC), a taxa de câmbio dólar/real (R\$/US\$) e o Índice de Consumo das Famílias brasileiras (ICF) obtidos através das projeções publicadas no Relatório de Mercado Focus do Banco Central do Brasil (2023) e Carta de Conjuntura (IPEA, 2023). A Tabela

4 apresenta de forma compilada todos as projeções dos índices macroeconômicos utilizados na elaboração do valuation.

Tabela 4: Indicadores Macroeconômicos

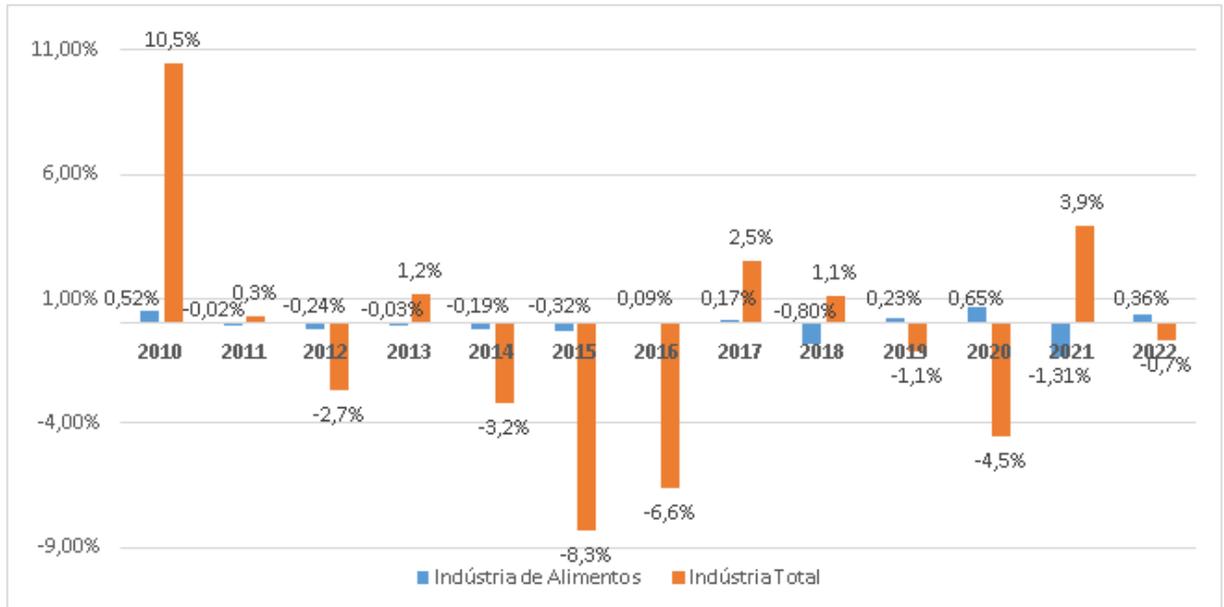
Anos	2023	2024	2025	2026	2027 -2032
IPCA (%)	4,8	3,9	3,5	3,5	3,5
PIB (%)	2,9	1,5	1,9	2,0	2,0
ICF(%)	2,9	2,0	2,0	2,0	2,0
SELIC (% a.a)	11,75	9,0	8,5	8,5	8,5
Taxa Câmbio (R\$/US\$)	5,0	5,1	5,1	5,2	5,2

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

8.2 PREMISSAS INDÚSTRIA ALIMENTÍCIA BRASILEIRA

Responsável por 10,8% do PIB Nacional e por mais de 250 milhões de toneladas anuais de alimentos produzidos anualmente, a indústria de alimentos é uma das maiores do país, fechando o ano de 2022 com o faturamento de R\$1,075 trilhão, representando um crescimento de 16,7% contra ano anterior (ABIA, 2023).

Além disso, ao analisar a composição da Taxa Anual de Crescimento da Indústria Brasileira nos últimos 12 anos, é possível verificar que o peso médio da participação da Indústria Alimentícia é de aproximadamente 12,2% com uma correlação histórica de 0,2 quando comparados aos dados da indústria geral. Ou seja, apesar da Indústria Alimentícia possuir números nominais bastante expressivos, os seus resultados são mais estáveis e com menos dispersões anuais. A Figura 40 apresenta a participação da Indústria Alimentícia na Taxa de Crescimento Anual da Indústria no Brasil.

Figura 40: Composição Indústria Brasil (Indústria Alimentícia)

Fonte: Elaborado a partir da Pesquisa Industrial Mensal (PIM-PF) – IBGE (2023)

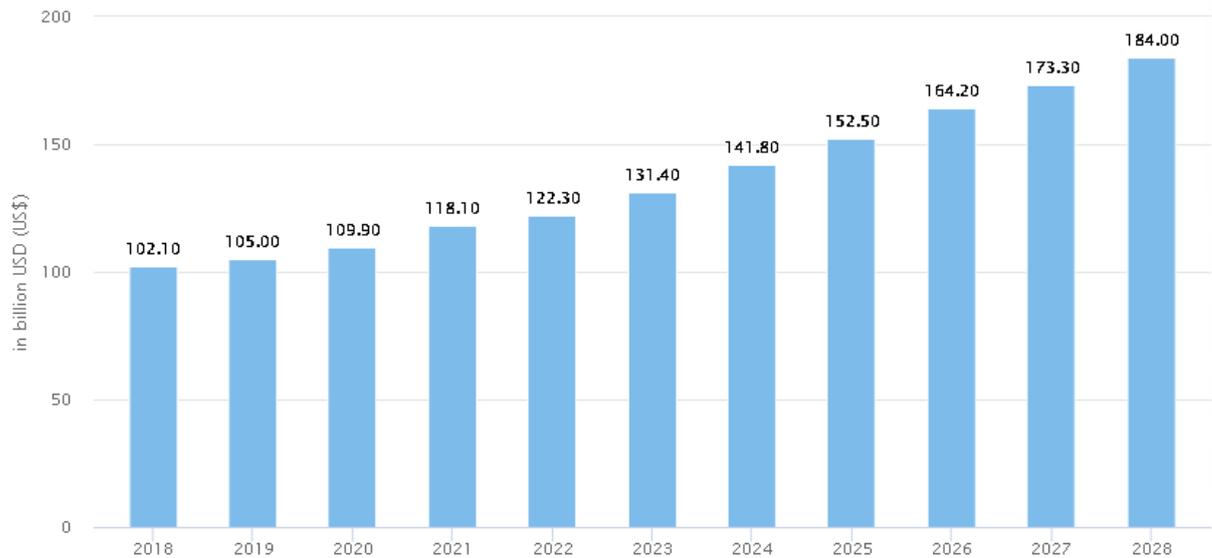
Sendo assim, através de projeções obtidas para o cenário das indústrias brasileiras é possível elencar de forma proporcional qual será o comportamento da indústria alimentícia, de forma que as projeções dos times de análise dos grandes bancos brasileiros apontam crescimento para a indústria geral de 0,6 até 1,3 pontos percentuais para os próximos anos (BTG; BRADESCO, 2023).

8.3 PROJEÇÃO DAS RECEITAS

Para a projeção das receitas da M. Dias Branco realizou-se a análise dividindo entre as cinco categorias de produtos comercializados pela companhia, os biscoitos, massas, farinha e farelo, margarina (gordura) e outras linhas de produtos (bolos, snacks, produtos saudáveis e demais produtos). Desta forma para as receitas das duas principais categorias que são *core bussiness* do negócio, os biscoitos e massas, adotou-se projeções em linha com o mercado mundial de seus respectivos segmentos ponderado com os resultados históricos da companhia, utilizando como premissas dados obtidos de estudos de mercado realizado por agências especializadas como Mordor Intelligence (2023) e Statista (2023). Assim para o segmento de massas foi definido um CAGR em linha com o histórico da companhia para os primeiros três anos de projeção até ano de 2025 (10,31%), e para os demais anos, considerou-se um crescimento médio de 8,64% até 2032, obtido através da ponderação média do CAGR

histórico das receitas (2008-2022) do segmento de massas nos resultados da M. Dias Branco com a taxa de crescimento esperada para o mercado mundial de 6,97%. A Figura 41 mostra a receita mundial esperada para os próximos anos para o setor.

Figura 41: Projeção de Receita Anual – Massas mundial (US\$ bilhão)



Fonte: Statista (2023).

De forma semelhante, para o segmento de biscoitos adotou-se o CAGR histórico de 12,12% até o ano de 2025 e para os demais anos considerou-se uma taxa de crescimento anual de 8,54% até 2032, obtida através da ponderação do crescimento histórico das receitas das categorias de biscoitos da companhia com os 4,97% esperados para o mercado mundial. (MORDOR INTELLIGENCE, 2023). Portanto, com os valores definidos, é possível observar a adoção de premissas conservadoras, com expectativas apenas da manutenção do crescimento atual dos segmentos até o ano de 2025, e para os demais anos uma evolução mais próxima ao mercado global. O CAGR histórico (2008-2022) de receitas da M. Dias Branco para os dois segmentos foi de 10,31% e de 12,12%, respectivamente.

Para as categorias de farinha/farelo e margarinas(gorduras) adotou-se como premissa a evolução em linha com o cenário esperado para a indústria brasileira, aplicados à taxa histórica de crescimento dos dois segmentos (CAGR 2008-2022), em razão de representarem uma porcentagem menor na receita total da companhia e assim obter um crescimento em linha com os últimos resultados apresentados pela

empresa e expectativas da indústria nacional. A Tabela 5 indica os percentuais de crescimentos para cada um destes segmentos.

Tabela 5: Projeção de Crescimento Anual (p.p) – Farinha e Margarina

Anos	2023P	2024P	2025P	2026P	2027-2032P
Indústria (p.p)	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
Farinhas/Farelo - M. Dias Branco (p.p)	8,09	8,10	8,10	8,10	8,10
Margarina (gordura) - M. Dias Branco (p.p)	14,63	14,66	14,66	14,66	14,66

Fonte: Elaborado pelo autor (2023)

Por fim, para o segmento de Outras Linhas de Receitas considerou-se principalmente a relevância que a companhia está destinando esforços para o mercado de produtos saudáveis, dado as recentes aquisições da Latinex e Nutrition & Sante do Brasil Ltda. (M DIAS BRANCO, 2023b). Além disso, os próprios hábitos de consumo do brasileiro apontam essa tendência, de forma que 72% da população aumentaram os cuidados com a alimentação e o setor de alimentos saudáveis apresentou um crescimento médio de 12,3% ao ano nos últimos anos, além de ser esperado um crescimento adicional de 25% em todo o setor até 2025. (VALOR, 2023). Desta forma considerou-se uma taxa média de crescimento anual de 19,50% para a projeção, obtida através da ponderação dos dados recentes do setor de produtos saudáveis e o CAGR histórico de receita deste segmento no resultado da companhia.

Compilando todas as premissas apresentadas, a Tabela 6 apresenta os valores nominais de receita por segmento, projetadas até o ano de 2032 em R\$ milhões.

Tabela 6: Projeção das Receitas – M. Dias Branco S.A

Receita (R\$ milhões)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Biscoitos	5137,80	5760,50	6458,67	7241,47	7859,89	8531,12	9259,68	10050,46	10908,76	11840,37	12851,54
Massas	2104,10	2321,03	2560,33	2824,30	3068,32	3333,42	3621,43	3934,32	4274,25	4643,54	5044,75
Farinha e Farelo	1861,50	2012,10	2175,08	2351,26	2541,71	2747,59	2970,14	3210,72	3470,79	3751,92	4055,83
Margarina e Gordura	681,20	780,86	895,33	1026,59	1177,09	1349,65	1547,51	1774,37	2034,49	2332,75	2674,73
Outras Linhas de Produtos*	344,60	411,80	492,10	588,06	702,73	839,76	1003,51	1199,20	1433,04	1712,48	2046,42
TOTAL	10129,20	11286,29	12581,51	14031,67	15349,73	16801,54	18402,27	20169,07	22121,34	24281,08	26673,27

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

8.4 PROJEÇÃO DOS CUSTOS E DESPESAS

A análise de projeção dos custos e despesas foi dividida entre as Despesas Operacionais e Custos de Produtos e Mercadorias Vendidas. Para as despesas operacionais levou-se em conta a estratégia da companhia em ter uma política de controle rígido dos custos aliado à busca contínua de eficiência operacional através de novas tecnologias, de forma que a proporção anual das Despesas Operacionais em relação a Receita Líquida caiu de um patamar de 30% em 2008 para 22% em 2022. Sendo assim, apesar da M. Dias Branco ter como objetivo reduzir ainda mais essa relação, para manter o aspecto conservador nas premissas utilizadas foi considerada a relação das despesas operacionais do último ano para as projeções elaboradas no trabalho.

Para o custo de produtos e mercadorias vendidas, historicamente o valor atrelado às matérias primas são a grande relevância deste passivo, representando cerca de 71% do valor total gasto pela companhia no ano de 2022. Desta forma, as premissas adotadas foram voltadas para os insumos utilizados na fabricação dos produtos, principalmente para o trigo que sozinho representou mais de 63% do valor total gasto em matéria-prima em 2022, para os demais itens que compõe o CPV foram mantidas o CAGR histórico até o ano de 2019 nas projeções, a fim de excluir os impactos excepcionais ocasionados nos anos de pandemia.

No contexto global as expectativas para o preço do trigo negociado através de contratos futuros na Bolsa de Chicago são de um cenário de queda para o ano de 2023, porém com crescimento para os próximos anos. Influenciado pela dinâmica global entre os maiores produtores e consumidores de trigo no mundo, com expectativas de menores safras em 2023/2024, ocasionado pelas condições climáticas nos principais produtores e também pela extensão dos conflitos militares entre Rússia e Ucrânia, dois dos maiores produtores e exportadores de trigo mundial (USDA; CME GROUP; 2023). A Tabela 7 apresenta o percentual de crescimento estimado para o preço do trigo até o ano de 2025, que foi estendida para os próximos anos de modelagem.

Tabela 7: Variação Preço do Trigo – (SRW Wheat Futures)

Anos	2023	2024	2025	2026	2027 - 2032
SRW Wheat Futures (p.p)	-24,4	15,1	2,2	2,2	2,2

Fonte: Elaborado a partir da projeção CME Group (2023)

Assim, a Tabela 8 apresenta de forma compilada os valores nominais para os Custos de Mercadoria e Produtos Vendidos e Despesas Operacionais projetadas até o ano de 2032 em R\$ milhões.

Tabela 8: Projeção dos Custos e Despesas – M. Dias Branco S.A

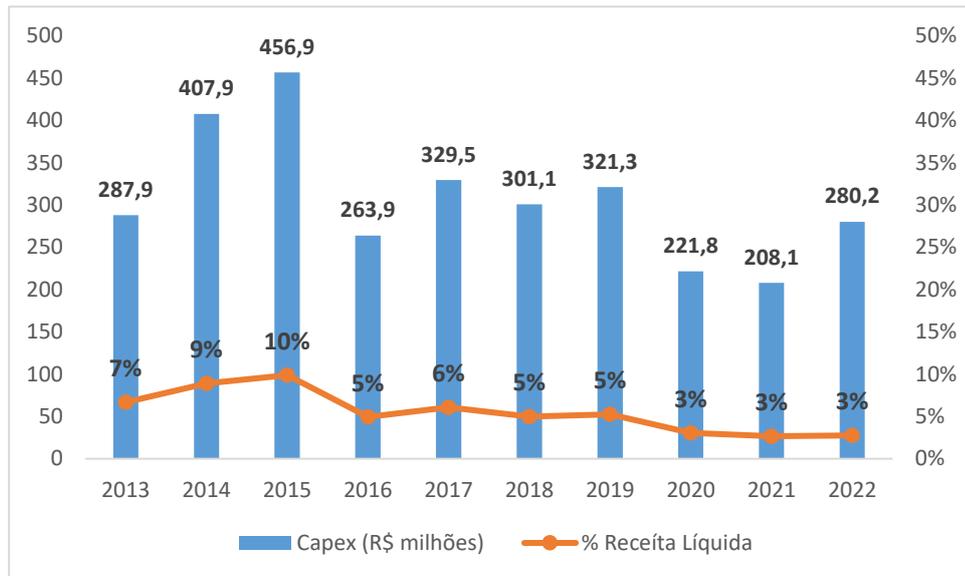
	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
CPV (R\$ milhões)	7816,6	7450,9	8430,3	9145,5	9946,1	10842,3	11845,8	12969,9	14229,7	15642,3	17227,0
Matéria-Prima	5582,1	4965,0	5658,4	6049,5	6483,8	6966,7	7504,4	8104,1	8773,6	9522,2	10360,1
Embalagens	649,7	716,4	789,9	870,9	960,3	1058,8	1167,5	1287,3	1419,4	1565,1	1725,6
Mão-de-obra	723,7	820,9	931,1	1056,1	1197,9	1358,7	1541,1	1748,0	1982,7	2248,9	2550,8
Gastos Gerais de Fabricação	617,7	696,9	786,2	886,9	1000,6	1128,9	1273,5	1436,7	1620,9	1828,6	2063,0
Depreciação e Amortização	183,6	203,8	226,2	251,0	278,6	309,2	343,2	380,9	422,7	469,2	520,8
Diversos	59,8	48,0	38,6	31,0	24,9	20,0	16,1	12,9	10,4	8,3	6,7
Despesas Operacionais (R\$ milhões)	2304,2	2483,0	2767,9	3087,0	3376,9	3696,3	4048,5	4437,2	4866,7	5341,8	5868,1

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

8.5 PROJEÇÃO DE CAPEX E DEPRECIÇÃO

Para as despesas de capital, do inglês *Capital Expenditure* (CAPEX), ao analisar a estratégia da companhia, é possível verificar que o investimento contínuo em melhorias e otimizações estruturais sempre esteve presente no histórico da M. Dias Branco. A Figura 42 mostra o valor nominal anual em R\$ milhões investidos em Capex e a sua proporção em relação a Receita Líquida anual.

Figura 42: CAPEX (R\$ milhões) e Percentual da Receita Líquida



Fonte: Elaborado a partir da Planilha de Fundamentos – M. Dias Branco (2023c)

No ano de 2015, por exemplo, a companhia despendeu seu maior valor nominal da série histórica, com cerca de R\$456 milhões para a finalização da construção de dois moinhos de trigos (Rolândia-PR e Eusábio-CE), e construção do moinho de Bento Gonçalves – RS, sendo estruturas que colaboram com o atual nível operacional e de verticalização da companhia. (M DIAS BRANCO, 2023b). Além disso, é possível verificar que a estratégia de planejamento rígido de custos, também se aplica nos investimentos, de forma que apesar dos altos valores investidos em CAPEX em nenhum ano da série histórica o montante ultrapassou mais de 10% da receita líquida do próprio ano.

Desta forma, adotando a premissa que a gestão financeira irá continuar sendo um pilar sólido na estratégia da companhia, projetou-se um CAPEX anual equivalente a proporção média histórica dos anos de 2013-2022 de 5,53% entre o CAPEX Anual e a Receita Líquida do mesmo ano.

Por fim, para a Depreciação como citado no tópico anterior considerou-se o CAGR histórico apresentado pela companhia entre os anos de 2008-2019. A Tabela 9 apresenta os valores do CAPEX e Depreciação em R\$ milhões utilizados na modelagem ao longo do trabalho.

Tabela 9: CAPEX e Depreciação (R\$ milhões) - M. Dias Branco S.A

(R\$ milhões)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
CAPEX	280,2	620,7	692,0	771,7	844,2	924,1	1012,1	1109,3	1216,7	1335,5	1467,0
Depreciação	183,6	203,8	226,2	251,0	278,6	309,2	343,2	380,9	422,7	469,2	520,8

Fonte: Elaborado pelo autor (2023)

8.6 PREMISSAS NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO

As premissas que envolvem a evolução de necessidade de capital de giro são utilizadas para determinar a liquidez mínima necessária para que a companhia consiga operar suas atividades no dia a dia. Para determinar a necessidade histórica da M. Dias Branco, utilizou-se dos ativos disponíveis a curto prazo obtidos a partir operações da companhia, representados através dos valores de Contas a Receber e dos Estoques, presentes no Ativo Circulante do Balanço Patrimonial subtraídos pelo valor das obrigações à curto prazo equivalente aos fornecedores e salários a pagar, representadas no Passivo Circulante. A Tabela 10 ilustra a necessidade anual de capital de giro (NCGL) em R\$ milhões e o seu percentual frente a Receita Líquida anual da companhia.

Tabela 10: Necessidade Capital de Giro – Receita Líquida (%)

(R\$ milhões)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Necessidade Capital de Giro	452,7	461,6	567,7	776,9	866,7	965,5	1137,4	1170,9	1310,4	1656,2	1607,6	1814,5	1851,8	2567,8
% Receita Líquida	19%	19%	20%	22%	20%	21%	25%	22%	24%	27%	26%	25%	24%	25%

Fonte: Elaborado a partir da Planilha de Fundamentos – M. Dias Branco (2023c)

Analisando os dados históricos da companhia, é possível verificar que o Capital de Giro mínimo necessário para o funcionamento de suas operações possui uma relação bastante estável com a Receita Líquida anual, resultando em média no valor de 23%. Entretanto, nota-se um crescimento nominal do montante de capital de giro necessário anualmente, atrelado principalmente aos valores referente as despesas com fornecedores, anualmente impactados pela inflação e variação cambial nos preços das commodities. Portanto, adotando a premissa em que a companhia irá manter a sua dinâmica entre os seus ativos e passivos, além da estruturação

financeira, considerou-se que a proporção média anterior frente as receitas será mantida ao longo dos anos. A Tabela 11 mostra o valor da variação de Capital de Giro Anual necessária projetada anualmente até 2032.

Tabela 11: Projeção Necessidade Capital de Giro (R\$milhões) - M. Dias Branco S.A

(R\$ milhões)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Necessidade Capital de Giro	2567,80	2595,85	2893,75	3227,28	3530,44	3864,35	4232,52	4638,89	5087,91	5584,65	6134,85
% Receita Líquida	25%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
<i>ΔCapital de Giro</i>	716,00	28,05	297,90	333,54	303,15	333,92	368,17	406,36	449,02	496,74	550,20

Fonte: Elaborado pelo autor (2023)

8.7 PREMISSAS PARA O IR E CSLL

O Imposto de Renda e Contribuição Social pagos pela companhia são historicamente beneficiados por diversos incentivos fiscais, presentes desde a década de 80, principalmente nas regiões em que as Unidades Industriais da companhia estão alocadas. Dentre os incentivos que estão em vigor atualmente, cita-se:

- a) Incentivos Fiscais Federais que deliberam subvenções para investimentos, equivalentes a 75% do Imposto de Renda sobre os lucros operacionais, presentes em 12 Unidades Industriais da companhia, com prazo de duração variando entre 2023-2027;
- b) DESENVOLVE - Bahia: desconto no pagamento de parte do ICMS (81%) devido sobre a aquisição do trigo em grão para o moinho de trigo, válido até 2025;
- c) PROVIN – Ceará: diferimento do pagamento de parte do ICMS (74,25%) devido sobre a aquisição do trigo em grão para os moinhos de trigo e sobre o ICMS, quitados com recursos do FDI – Fundo de Desenvolvimento Industrial das unidades industriais, válido até 2024 e 2025;
- d) PROEDI – Rio Grande do Norte: crédito presumido sobre o saldo devedor de ICMS mensal (75% - 79%). Válido até 2032;
- e) FAIN – Paraíba: desconto de parte do ICMS sobre as aquisições do trigo em grão para o moinho de trigo (81%). Válido até 2032;

- f) PRODEPE – Pernambuco: desconto sobre o valor do ICMS incidente sobre o trigo em grão consumido pela indústria (75%-85%), além de redução percentual do frete incidente sobre as vendas para fora da região Nordeste. Válido até 2032;
- g) Tratamento Tributário Especial - Rio de Janeiro. Redução carga tributária (75%-85%). Válido até 2032;
- h) Regime especial de tributação – Paraíba. Redução carga tributária (38%-62%). Válido até 2032;
- i) Tratamento Tributário Especial – Bento Gonçalves. Abatimento do ICMS através de recursos do FUNDOPEM - Fundo Operação Empresa do Estado do Rio Grande do Sul. (32%-39%). Válido até 2027;

Desta forma, ao analisar o percentual histórico (2008-2022) do LAIR anual da M. Dias Branco destinado ao pagamento de IR/CSLL é obtida uma taxa nominal média de 2%, sendo um valor abaixo do mercado, quando comparados aos 34% pagos pelas companhias do regime tributário do Lucro Real. Além disso, a duração média dos atuais incentivos fiscais obtidos pela companhia é de aproximadamente 4,09 anos, de forma que 50% dos incentivos atuais são válidos até o ano de 2025 e os demais possuem validade para os anos de 2027-2038.

Portanto, para as premissas de IR/CSLL adotadas na modelagem do trabalho, foram consideradas valores percentuais pagos sobre o LAIR, respectivamente proporcionais as vigências dos atuais incentivos fiscais considerando o período de análise até o ano de 2032. Resultando na manutenção do percentual histórico de 2% até 2025, ano em que os primeiros incentivos expiram, aumentando em 4% para 2026-2027 e passando para 8% entre 2028-2032.

8.8 PREMISSAS DA PERPETUIDADE

A análise da perpetuidade engloba o período com maior grau de incerteza atrelado em suas premissas, sendo maior a imprevisibilidade dos fatores que influenciarão o valor econômico da M. Dias Branco. Portanto, com o objetivo de manter o aspecto conversador da pesquisa, adotaram-se premissas coerentes e em linha com os dados e indicadores apresentados ao longo trabalho.

Diante de um mercado competitivo e em constante evolução, além de sofrer grande influência do cenário macroeconômico global, principalmente por conta das commodities utilizadas como insumo na fabricação dos produtos, fica evidente que qualquer cenário projetado para a companhia está vulnerável à mudanças e alterações.

Com isso, após o crescimento esperado até o ano de 2032 obtido nas projeções formuladas nos tópicos anteriores, para a perpetuidade adotou-se a premissa conservadora, considerando apenas uma evolução nominal nos resultados futuros da M. Dias Branco, descartando qualquer valor incremental acima da inflação que possa ocorrer neste período. De forma que a taxa adotada de crescimento estará em linha com o IPCA anual projetado para a perpetuidade, resultando em 3,5%.

Assim, desconsiderando qualquer tipo de crescimento real na perpetuidade, admite-se que a M. Dias Branco não irá arcar com investimentos focados em expansão operacional e incremento de receitas, mas sim apenas para manutenção de seus resultados. Ou seja, todo o CAPEX projetado será igualado aos valores de Depreciação na perpetuidade, permitindo a companhia manter o mesmo nível produtivo em suas operações.

A necessidade de capital de giro também seguirá em linha com a manutenção dos níveis até então obtidos, apenas acompanhando o índice inflacionário de 3,5% assim como as demais premissas de crescimento, visto que não ocorrerão grandes mudanças na estrutura financeira da empresa.

Por fim, para o Imposto de Renda e Contribuição Social, assume uma premissa de permanência dos incentivos fiscais, visto que os mesmos são concedidos à M. Dias Branco desde a década de 80. Entretanto, diferentemente do percentual médio praticado historicamente de 2% frente a receita líquida, adotou-se uma perspectiva menos agressiva de benefícios e concessões, adotando-se a alíquota projetada para o último ano, sendo a mais elevada de 8%.

8.9 CUSTO DE CAPITAL

Na próxima etapa da modelagem, é definido o custo de capital adotado na avaliação econômica da M. Dias Branco, através do cálculo do WACC. Para isso, serão descritas as premissas utilizadas na definição do custo de capital próprio (K_e) e

também do custo de capital de terceiros (K_d) e seus respectivos pesos na estrutura econômica da companhia.

8.9.1 Custo de Capital Próprio (K_e)

Conforme o item 2.3.2.2 apresentado no início do trabalho, o procedimento utilizado para o cálculo do custo de capital próprio é o modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), que possui como objetivo definir a taxa mínima de retorno esperada do capital investido na companhia pelos acionistas. Assim, o modelo requer a definição de certas variáveis utilizadas na sua modelagem e cálculos, sendo a taxa livre de risco (R_f), o coeficiente de volatilidade Beta (β) e o Prêmio de Risco esperado para o investimento no mercado acionário local.

Iniciando pela taxa livre de risco (R_f), utilizou-se como premissa a taxa de juros paga pelos títulos do governo americano (US Treasury Bonds), como citado no referencial teórico são uma das classes de ativos considerada próximas de risco nulo, dada a hegemonia da economia norte-americana. Sendo adotada o título americano de cinco anos (GT5:GOV) que no presente momento possui uma taxa de remuneração de 4,88% ao ano. (BLOOMBERG, 2023).

Para o Coeficiente de Volatilidade Beta (β) dada a sua função em replicar o risco não diversificável de um determinado setor para análise financeira e também devido as características únicas de difícil replicação do modelo de negócios da M. Dias Branco, optou-se por adotar um valor de coeficiente que representasse de forma mais abrangente o setor em que a companhia está inserido. Desta forma, o β médio desalavancado calculado para o setor da indústria de alimentos e utilizado no estudo foi de 0,75 (DAMODARAN ,2023b).

Por fim, para o Prêmio de Risco ($R_m - R_f$) que engloba o retorno médio do mercado acionário brasileiro, como citado na fundamentação teórica, considerou-se a utilização de taxas pré-fixadas definidas para representar o prêmio de risco do mercado brasileiro. Visto que o histórico hiperinflacionário do Brasil acarretou em elevadas taxas de juros básicos por longos períodos de tempo, muitas vezes maiores que taxa média de retorno do mercado de renda variável, resultando em um “prêmio de risco” negativo. Sendo assim, adotou-se a taxa de prêmio de risco de mercado

considerada coerente para análise de valor econômico de empresas brasileiras de 9,6% (DAMODARAN, 2023a).

Após todas as variáveis definidas e aplicação da fórmula (21), obteve-se como Custo de Capital Próprio (U\$) uma taxa de 12,1%. Em seguida para converter o valor encontrado para uma taxa equivalente em Real (R\$) utilizando a fórmula (22), considerou-se para a inflação brasileira, o IPCA calculado para a perpetuidade de 3,5% apresentado no tópico 8.1 e para o índice inflacionário do Estados Unidos, utilizou-se das previsões para o longo prazo do índice PCE (Personal Consumption Expenditures Price Index) realizadas pelo J.P Morgan (2023), resultando em 2%. Portanto após realizar a conversão para Reais (R\$), a taxa equivalente obtida para o Custo de Capital foi de 13,7%. A Tabela 12 apresenta os valores das variáveis consideradas no cálculo do CAPM, assim como o Custo de Capital Próprio obtido.

Tabela 12: Custo de Capital Próprio (K_e)

Variável	Valor (%)
R_f	4,88%
β	0,75
$(R_m - R_f)$	9,6%
$K_e (US)$	12,1%
$K_e (R\$)$	13,7%

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

8.9.2 Custo de Capital de Terceiros

Sendo o custo de capital de terceiros a parcela referente aos juros pagos pela companhia aos seus credores, é necessário analisar a composição e estruturação do endividamento para determinar o este custo de capital. Conforme o Tópico 7.3 de análise do endividamento, a companhia encerrou o ano de 2023 com um endividamento total de R\$2.226,5 milhões indexados principalmente pelo CDI e IPCA.

Desta forma, considerando a estruturação da dívida da companhia em 2022, composta por empréstimos e financiamentos com grandes instituições bancárias e internacionais tanto do setor privado quanto do setor público, determinou-se a taxa equivalente ao custo da dívida da companhia utilizada para a modelagem. Através da ponderação das taxas pré-fixadas dos contratos de dívidas com maiores saldos vigentes no ano de 2022 e seus respectivos valores nominais, acrescidos da Taxa

Básica de Juros (Selic) projetada para a perpetuidade. A Figura 43 apresenta de forma compilada os contratos de dívidas, seus montantes (R\$ milhões), juros contratados e a instituição credora, além de indicar o Custo da Dívida resultante.

Figura 43: Relação dívidas com maiores saldos e Custo da Dívida

Contrato	Instituição Financeira	Valor (R\$ milhões)	Taxa de Juros (%a.a)
4131 – Capital de giro	The Bank of Nova Scotia	510	1,7%
18082022	Banco Santander SA	103,4	4,5%
4131 – Capital de giro	The Bank of Nova Scotia	103,5	3,7%
2022/0288/001	Banco Bradesco SA	100	7,6%
60333852-01	Banco Santander Brasil SA	20	6,9%
60333832-01	Banco Santander Brasil SA	20	6,9%
60333853-01	Banco Santander Brasil SA	20	6,9%
60333854-01	Banco Santander Brasil SA	20	6,9%
60333855-01	Banco Santander Brasil SA	20	6,9%
60333922-01	Banco Santander Brasil SA	20	6,9%
14.2.1298.1 A	BNDES	54,5	8,4%
Taxa Pré-Fixada Resultante			3,8%
SELIC (Perpetuidade)			8,5%
Custo da Dívida			12,3%

Fonte: Elaborado a partir da Formulário de Referência (M. DIAS BRANCO, 2023b)

Em seguida, considerando a alíquota padrão de 34% de IR/CSLL, utilizou-se da fórmula (24) para encontrar o Custo de Capital de Terceiros (K_d) obtendo uma taxa equivalente a 8,1%.

8.9.3 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

Com a definição das taxas dos custos de capitais obtidos anteriormente e com o auxílio das informações atualizadas sobre o Valor de Mercado e Dívida Líquida da companhia, realiza-se o cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) através da fórmula (23). A Tabela 13 indica o cálculo de cada componente da fórmula e o valor final do WACC.

Tabela 13: Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

Componente	Valor (%)
K_e	13,7%
K_d	8,1%
$D/(V+D)$	9,4%
$V/(V+D)$	90,6%
WACC	13,2%

Fonte: Status Invest (2023); Elaborado pelo autor (2023).

8.10 VALOR DA FIRMA E DO EQUITY

Utilizando-se de todas as premissas apresentadas nos tópicos anteriores, projetou-se o fluxo de caixa da M. Dias Branco até o ano de 2032, com a aplicação da fórmula de Fluxo de Caixa da Firma (17). Em seguida, calculou-se o valor equivalente aos fluxos de caixa da companhia para a perpetuidade, a partir da fórmula (25) proposta por Serra e Wickert (2019). Considerando que a partir do último fluxo de caixa projetado (2032P Ajust) a companhia sustentará o seu crescimento de forma nominal, apenas acompanhando o índice inflacionário (IPCA) projetado para a perpetuidade, ou seja, com uma taxa de crescimento constante (g) equivalente à 3,5%, juntamente as demais premissas elencadas no Tópico 8.8 para a perpetuidade. Por fim, define-se como taxa de desconto o custo ponderado médio de capital – WACC (i). Desta forma, os resultados finais obtidos para os fluxos são apresentados na Tabela 14.

$$F_{perp} = \frac{FC_n \times (1+g)}{(i-g)} \quad (25)$$

Tabela 14: Fluxo de Caixa da Firma e Perpetuidade Projetados

Anos	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2032P Ajust.	FC Perp
Resultado Operacional	582,90	1352,42	1383,31	1799,19	2026,68	2262,89	2507,94	2761,94	3024,92	3296,94	3578,10	3578,10	
(-) IR/CSLL	-130	225,7	251,6	280,6	614,0	672,1	1472,2	1613,5	1769,7	1942,5	2133,9	2133,9	
= NOPAT	712,90	1126,70	1131,68	1518,56	1412,69	1590,82	1035,76	1148,41	1255,21	1354,45	1444,24	1444,24	
(+) DA	183,6	203,8	226,2	251,0	278,6	309,2	343,2	380,9	422,7	469,2	520,8	1467,0	
(-) CAPEX	280,2	620,7	692,0	771,7	844,2	924,1	1012,1	1109,3	1216,7	1335,5	1467,0	1467,0	
(+/-) NCG	716,0	28,0	297,9	333,5	303,2	333,9	368,2	406,4	449,0	496,7	550,2	569,5	
FCF (R\$milhões)	1332	738	964	1331	1150	1310	735	826	910	985	1048	2014	34736

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Em seguida, com todos os Fluxos de Caixas projetados, obtém-se os seus respectivos valores trazidos a valor presente, através da aplicação da fórmula (17). Onde são estimados os valores de todos os fluxos, inclusive os fluxos da perpetuidade, descontando uma taxa equivalente ao custo médio ponderado de capital (WACC) calculado anteriormente. A Tabela 15 ilustra os valores obtidos.

Tabela 15: Fluxos de Caixa Projetados – Valor Presente

(R\$ milhões)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	Perp
FCF (valor presente)	651,7	752,1	1331,4	700,5	704,7	349,3	346,9	337,6	322,7	303,4	10053,6

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Com todas as informações obtidas e compiladas, calcula-se o Valor da Firma a partir da soma de todos os fluxos de caixas trazidos a valor presente, e o Valor de Mercado (Equity) descontando o valor mais recente da dívida líquida divulgado na Apresentação de resultados do 2T23 (M. DIAS BRANCO, 2023a).

Por fim, é obtido o valor unitário das ações ordinárias da M. Dias Branco, dividindo o Valor de Mercado encontrado, pelo número de ações totais da companhia. A Tabela 16 apresenta de forma resumidas os valores obtidos.

Tabela 16: Valor da Firma e do Equity

	Valores
Valor da Firma (R\$ milhões)	R\$ 15.853,85
Dívida Total Líquida (R\$ milhões)	R\$ 1.253,00
Valor do Equity (R\$ milhões)	R\$ 14.600,85
Ações em Circulação	339.000.000
Valor por Ação (R\$)	R\$ 43,07

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Portanto, ao comparar o valor de R\$43,07 das ações calculado pelo método do Fluxo de Caixa Descontado considerando as premissas mencionadas ao longo da modelagem, frente a cotação atual de R\$32,76 no fechamento do dia 26 de outubro de 2023, percebe-se um potencial de crescimento de mais de 31% nos valores da ação da companhia.

Em seguida, a fim de se analisar o impacto que as premissas adotadas para a perpetuidade, período de maior incerteza e imprevisibilidade, possuem no valor obtido através do valuation, realizou-se uma análise de sensibilidade. Assumindo cenários em que a companhia consiga manter seu aspecto competitivo e rentável com um crescimento real acima da inflação ou cenários de diminuição da eficiência operacional com um crescimento real negativo, representados pela taxa de

crescimento (g), utilizando para cada cenário uma variação de 0,25p.p a partir da inflação projetada para o modelo (3,5%). Assim, é possível verificar que para um delta mínimo de 0,75% para mais ou para menos frente a taxa adotada, resultou em um preço por ação entre R\$39,58 até R\$47,55, equivalente a uma variação de 20,1%. A Tabela 17 apresenta todos os valores obtidos para cada valor de crescimento adotado.

Tabela 17: Análise de Sensibilidade – Crescimento Perpetuidade (g)

Crescimento perpetuidade (g)	Valor Ação
2,75%	R\$ 39,58
3,00%	R\$ 40,66
3,25%	R\$ 41,82
3,50%	R\$ 43,07
3,75%	R\$ 44,43
4,00%	R\$ 45,92
4,25%	R\$ 47,55

Fonte: Elaborado pelo autor (2023)

8.11 AVALIAÇÃO RELATIVA

Com o objetivo de complementar a análise do valor econômico da companhia encontrado através Fluxo de Caixa Descontado, realiza-se uma segunda análise por meio da Avaliação Relativa de Múltiplos. Sendo o grande diferencial da metodologia a sua simplicidade dos cálculos e baixo nível de complexidade teórica necessário para encontrar o valor financeiro das companhias, realizado através da comparação de indicadores financeiros de empresas que atuam em segmentos semelhantes e de correlação direta.

Para a análise foram utilizados três indicadores financeiros (múltiplos), sendo dois deles múltiplos que relacionam diretamente o valor de mercado (preço) das companhias frente as métricas de Lucro e Valor Contábil Patrimonial, sendo os indicadores Preço sobre Lucro (P/L) e de Preço sobre Valor Patrimonial (P/VP), e o terceiro indicador que relacionada o Valor da Firma frente o ao LAJIDA (Lucro Antes Impostos, Impostos, Depreciação e Amortização) sendo o *Enterprise Value* sobre o *EBITDA* (EV/EBITDA).

O critério utilizado para escolher as companhias em comparação na análise, foi o segmento de atuação, optando pelos maiores concorrentes diretos do mercado

de massas e biscoitos. E apesar das companhias selecionadas não possuírem exatamente o mesmo modelo de negócio da M. Dias Branco, são os players que atuam nas duas maiores categorias foco da empresa.

Assim, com o auxílio de sites especializados em análises financeiras de companhias brasileiras e estrangeiras (GURUFOCUS; STATUS INVEST, 2023) foram obtidos os indicadores financeiros das companhias no dia atual da análise (28 de outubro de 2023), à fim de se obter os dados mais atualizados possíveis. Em seguida, definiu-se os múltiplos adotados na análise do valor financeiro da M. Dias Branco a partir da média dos múltiplos das companhias presentes na comparação, descartando os valores discrepantes (hachurados na Tabela 18), dada a possível distorção nos resultados, devido as diferenças no modelo de negócios das companhias. A Tabela 18 ilustra a comparação e os múltiplos utilizados.

Tabela 18: Múltiplos – Análise Relativa

Empresas	P/L	P/VP	EV/EBITDA
Nestle SA	26,92	7,2	18,82
Nissin Foods Holdings	24,35	2,73	12,42
Ebro Foods SA	15,2	1,12	8,65
Kellogg Co	21,2	2,31	12,28
M. Dias Branco S.A	22,28	1,59	12,44
Média Setor	22,0	1,9	11,4

Fonte: Guru Focus (2023); Status Invest (2023); Elaborado pelo autor (2023).

Por fim, com os múltiplos definidos para o setor da indústria de massas e biscoitos a serem utilizados na análise relativa, estabeleceu-se os valores das ações da M.Dias Branco. Através dos cálculos aplicados de forma reversa a partir dos múltiplos adotados, juntamente com as informações financeiras equivalentes ao ano fiscal de 2022 publicados pela companhia, levando em conta o número de ações (339 milhões) totais. Desta forma, por meio dos valores das ações obtidos de acordo com cada indicador, expostos na Tabela 19, é possível verificar que o preço que mais se aproxima do encontrado no método Fluxo de Caixa Descontado é aquele referente ao indicador de Valor Patrimonial da companhia, por meio do P/VP.

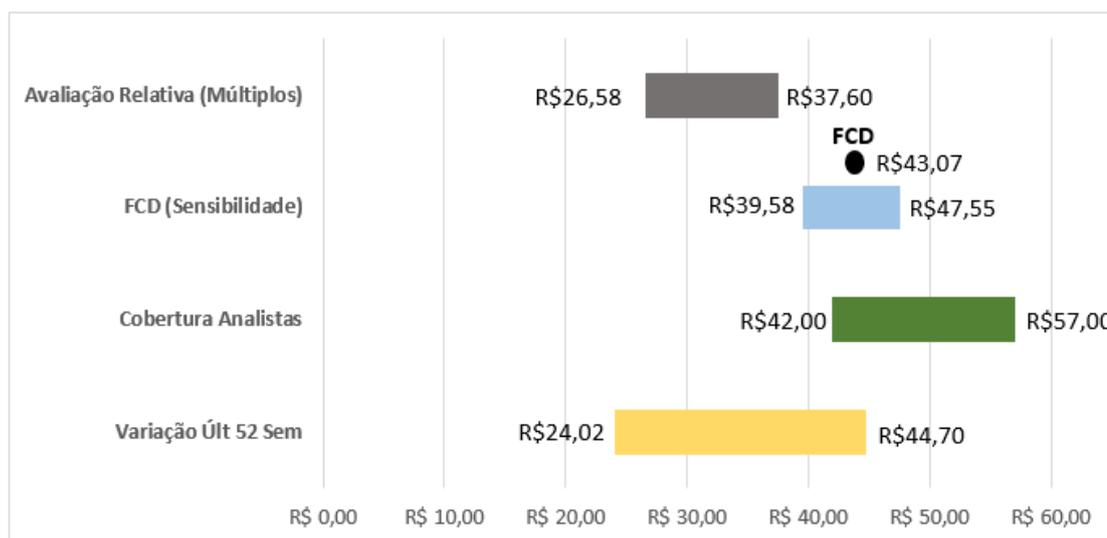
Tabela 19: Valor por Ação (MDIA3) - Avaliação Relativa.

Ticker Ação	P/L	P/VP	EV/EBITDA
MDIA3	R\$ 31,25	R\$ 37,60	R\$ 26,58

Fonte: Elaborado pelo autor

Diante das variações encontradas nos resultados obtidos para cada método de análise entre si e também frente à cotação atual de mercado das ações da companhia, considerou-se pertinente obter as avaliações econômicas realizadas por outros profissionais e grandes instituições financeiras para o atual valor das ações da M. Dias Branco, obtendo projeções variando entre R\$42 até R\$57 por ação.

Além disso, obteve-se as variações da própria cotação das ações da companhia, em uma janela temporal das últimas 52 semanas, resultando como valor mínimo de R\$24,02 e máximo de R\$44,70. Assim, compilou-se todos os valores e a partir da Figura 44 é possível realizar a comparação direta entre eles.

Figura 44: Comparação Resultados - Valor por Ação (MDIA3)

Fonte: XP (2023); BTG (2023b); Santander (2023); Status Invest (2023); Elaborado pelo autor.

Portanto, é possível observar que dentre os valores citados, o preço por ação obtido com o Fluxo de Caixa Descontado está em linha com as expectativas dos analistas e instituições financeiras, além disso quando analisamos os valores de sensibilidade do FCD é possível verificar que também estão em linha com a variação do ativo nas últimas 52 semanas, corroborando com a integridade das premissas

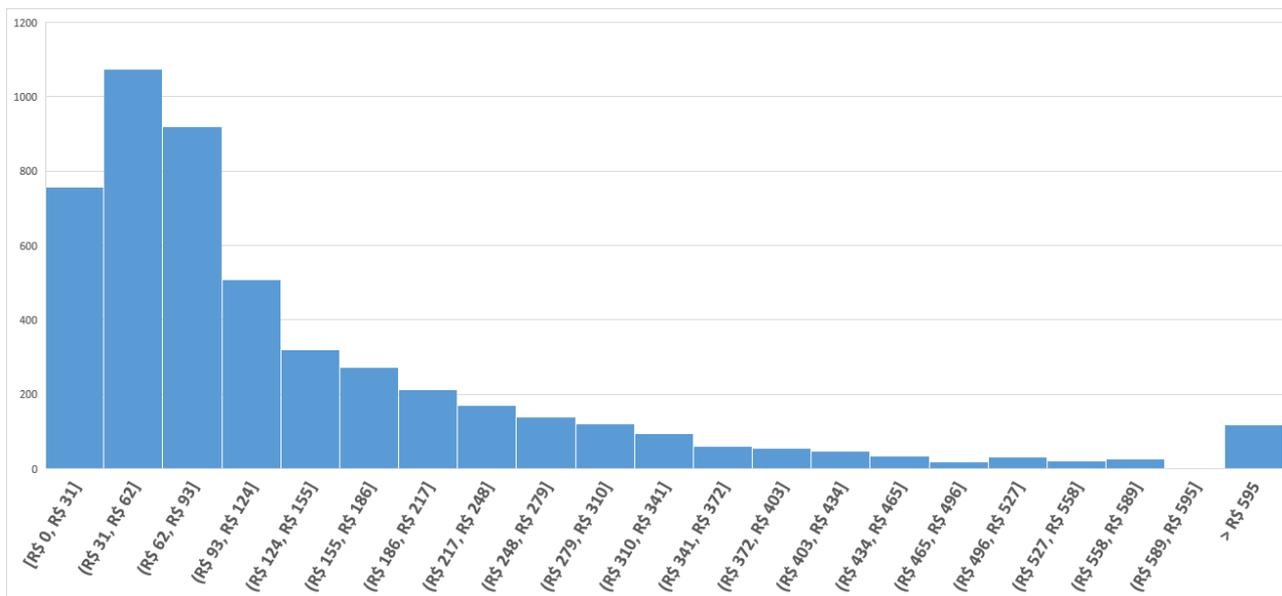
adotadas durante o estudo. Já o método de avaliação relativa (múltiplos) é o mais destoante dentre os demais, por outro lado o seu intervalo de precificação é o que maior englobou as variações recentes das cotações das ações da companhia.

8.12 SIMULAÇÃO DE MONTE CARLO

Para o final do estudo, em consideração das incertezas e probabilidades de mudança dos cenários projetados para as premissas adotadas no método de fluxo de caixa descontado, realizou-se a modelagem da Simulação de Monte Carlo, com o objetivo de complementar o estudo e identificar os cenários mais prováveis de ocorrência e seus impactos na precificação das ações da M. Dias Branco.

Para isso, foi definida uma variável principal de incerteza, que através da aplicação da simulação resultou em um modelo com os valores da ação da companhia (MDIA3) e suas frequências de ocorrência. Sendo a variável utilizada como referência a taxa de crescimento das receitas dos principais segmentos da companhia, sendo a categoria de massas e biscoitos.

Assim, para a modelagem dos cenários utilizou-se da distribuição cumulativa normal para definir as respectivas taxas de crescimento adotadas, definindo como valores para a média e desvio padrão das distribuições os próprios valores históricos da companhia (2008-2022). Ao total foram realizados com o auxílio de uma planilha e funções do Excel, mais de 5.000 interações de cenários, sendo possível observar os resultados obtidos na Figura 45.

Figura 45: Histograma - Simulação de Monte Carlo

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Portanto, ao analisarmos os valores obtidos através das 5000 interações é possível verificar que a faixa de preços que apresentou maior frequência e probabilidade de ocorrência é a faixa que engloba a cotação atual de R\$32,76 das ações da M. Dias Branco e também o valor (R\$43,07) obtido no FCD. Evidenciando que o cenário mais provável de ocorrência é aquele em que estão as expectativas do mercado e também o cenário resultante das premissas adotadas durante o estudo, com um crescimento em linha com os dados históricos para os segmentos de massas e biscoitos da companhia e em linha com as expectativas de crescimento para o mercado global. O segundo cenário com maior frequência é aquele que há uma perspectiva de crescimento acima do atual histórico da companhia para os dois segmentos, resultando em uma faixa de preços de R\$62-93. Por fim, o terceiro cenário com maior probabilidade de ocorrência, e o mais pessimista dentre os três, é aquele em que há uma menor perspectiva para o aumento de valor nas ações da companhia, considerando um mercado mais conservador, com desaceleração de crescimento para os dois segmentos.

9 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O processo de análise e determinação do valor econômico das companhias através dos diversos modelos e métodos existentes possuem uma importante relevância tanto para o âmbito financeiro quanto para a estratégia das empresas. Auxiliando na projeção de cenários financeiros e expectativas de resultados, contando com embasamento teórico necessário para diminuir a subjetividade e expectativas pautadas em aspectos não racionais ou influências externas. Contribuindo de forma direta com as tomadas de decisões estratégicas dos gestores e também na avaliação de possíveis investimentos, principalmente em processos fusões e aquisições de empresas.

Dentre os métodos amplamente abordados para este tipo de estudo, destaca-se o Fluxo de Caixa Descontado, utilizado para alcançar o objetivo geral proposto no trabalho em definir o atual valor econômico da empresa M. Dias Branco S.A.

Para isso, estratificou-se a pesquisa em objetivos específicos, sendo o primeiro deles a descrição geral da companhia, citando todo o histórico por trás da criação e evolução da M. Dias Branco, desde a sua fundação em meados de 1961 no estado do Ceará até o patamar de hoje, assumindo a liderança absoluta no segmento de massas e biscoitos no país. Além disso, foi abordada de forma detalhada aspectos como a estrutura societária, diretoria estatutária, conselho de administração e os seus quatro principais segmentos de atuação, compostos pelas categorias de massas, biscoitos, gorduras vegetais e farinhas e farelo.

Em seguida, realizou-se uma análise setorial sobre a indústria alimentícia, a qual a empresa está inserida. Sendo possível verificar a sua importância e relevância para a economia brasileira, além de identificar os principais direcionadores de valor, sendo as características de consumo das famílias brasileiras, as condições orçamentárias da população e a composição dos custos envolvidos nos insumos para a produção.

Por conseguinte, verificou-se a dinâmica de concorrência existentes para os principais segmentos de atuação, com a Marilan e Bauducco representando os maiores no mercado de biscoitos e a J.Macedo e Selmi para o mercado de massas. Em seguida, através da análise das cinco forças de Porter e da análise da matriz SWOT, identificou-se dentre as principais vantagens competitivas e estratégicas da M. Dias Branco o seu alto nível de verticalização de produção, e a sua alta capilaridade de atendimento e distribuição pulverizada, contando com diversos canais de vendas.

Entretanto, nota-se a dependência e vulnerabilidade frente às variações cambiais presente nos preços de seus insumos, além de riscos atrelados a possíveis recessões econômicas e mudanças de hábitos na alimentação da população.

Em relação ao objetivo de análise dos aspectos financeiros da M. Dias Branco, utilizou-se das informações publicadas nos documentos presentes no site de relacionamento com os investidores. Assim, verificou-se o comportamento histórico das receitas gerais da companhia para as principais categorias de produtos, assim como os aspectos atrelados aos custos e despesas a fim de identificar a sua composição e características. Por fim analisou-se os índices de endividamento e lucratividade da companhia com o auxílio de índices como a Dívida Líquida/EBITDA e indicadores de retorno como Margem Bruta e ROIC.

Abrangendo os últimos objetivos específicos esperados do trabalho, a partir de toda análise realizada nos tópicos anteriores, foram elaboradas premissas para projeção dos fluxos de caixas futuros da M. Dias Branco, viabilizando a aplicação do método do fluxo de caixa descontado. Diante disso, o objetivo do trabalho foi obtido, com o resultado do valor econômico para a companhia definido em R\$43,03 por ação. E de forma complementar, comparou-se o resultado obtido com o valor encontrado para outros métodos de avaliação, como a avaliação relativa de múltiplos entre empresas de mesma área de atuação e com a simulação de Monte Carlo visualizando os diversos cenários projetados possíveis e suas respectivas probabilidades de ocorrência.

Desta forma, o atingimento de todos os objetivos pré-definidos e esperados com o trabalho foram obtidos de forma satisfatória, resultando em um estudo acadêmico com a aplicação prática das teorias relacionadas a Engenharia Econômica, apresentando um cenário financeiro pertinente para os próximos anos da M. Dias Branco, passível de ser utilizado para eventuais tomadas de decisões e análises gerais da companhia.

Entretanto, destaca-se algumas limitações enfrentadas ao longo do trabalho, como a disponibilidade de informações e projeções futuras a respeito das intenções da companhia em explorar o mercado estrangeiro, de forma que grande parte das premissas foram projetadas a partir de dados históricos operacionais do mercado nacional, além disso a falta de companhias com modelos de negócios consideravelmente semelhante ao da M. Dias Branco, acrescentou um teor de dificuldade nas análises de competitividade direta e de posicionamento de mercado.

Portanto, para futuros trabalhos e pesquisas atreladas ao valor econômico da companhia, é recomendável um estudo de competitividade e concorrência mais detalhado, analisando possíveis concorrentes internacionais com aspectos estratégicos e modelos de negócios mais parecidos com o da M. Dias Branco. Além disso, recomenda-se incluir na formulação das novas premissas, as expectativas e possíveis *guidance* disponibilizados pela companhia sobre as suas operações em mercados estrangeiros, compondo um importante canal de venda a ser explorado. Para conclusão, sugere-se também uma análise mais detalhada sobre os incentivos fiscais concedidos para a companhia, verificando a sensibilidade e possível dependência que a atual alíquota praticada, abaixo da média do mercado, representa no valor econômico da M. Dias Branco.

REFERÊNCIAS

ABIA - Associação Brasileira da Indústria de Alimentos. **Balanco Anual 2022**.

Disponível em: < <https://www.abia.org.br/numeros-setor>>. Acesso em: 31 ago.2023.

ABIMAPI - Associação Brasileira das Indústrias de Biscoitos, Massas

Alimentícias e Pães & Bolos Industrializados. **Anuário 2022**. Disponível em:

<https://abimapi.com.br/cloud/Anuario_2022_Digital.pdf>. Acesso em: 01 set. 2023.

ABIMAPI - Associação Brasileira das Indústrias de Biscoitos, Massas

Alimentícias e Pães & Bolos Industrializados. **Anuário 2023**. Disponível em:

<<https://abimapi.com.br/cloud/Anuario-ABIMAPI-2023.pdf>>. Acesso em: 01 set. 2023.

ABITRIGO - Associação Brasileira da Indústria de Trigo. **Importações de**

Trigo 2022. Disponível em: <[https://www.abitrigo.com.br/categoria-](https://www.abitrigo.com.br/categoria-estatisticas/farinha-de-trigo/)

[estatisticas/farinha-de-trigo/](https://www.abitrigo.com.br/categoria-estatisticas/farinha-de-trigo/)>. Acesso em: 03 set. 2023.

ABIOVE - Associação Brasileira das Indústrias de Óleos Vegetais.

Estatísticas 2022. Disponível em: <[https://www.abitrigo.com.br/categoria-](https://www.abitrigo.com.br/categoria-estatisticas/farinha-de-trigo/)

[estatisticas/farinha-de-trigo/](https://www.abitrigo.com.br/categoria-estatisticas/farinha-de-trigo/)>. Acesso em: 03 set. 2023.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 7. ed. São

Paulo: Editora Atlas S.A., 2014.

ASSAF NETO, Alexandre. **VALUATION: Métrica de Valor & Avaliação de**

Empresas. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2017.

ASSAF NETO, Alexandre., LIMA, Fabiano G., ARAÚJO, Adriana. M. P.

Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil.

São Paulo. Revista de Administração, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Focus - Relatório de Mercado**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>>. Acesso em: 10 out 2023.

B3. **Classificação Setorial 2023**. Disponível em:

<https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/classificacao-setorial/> Acesso em: 28 ago. 2023.

BLOOMBERG. **Markets United States Rates & Bonds 2023**. Disponível em:

<<https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us/>> Acesso em: 20 out. 2023.

BRDESCO. **Projeções Bradesco Longo Prazo**. Disponível em:

<<https://www.economiaemdia.com.br/SiteEconomiaEmDia/Projecoes/Longo-Prazo>>. Acesso em: 15 out 2023.

BTG. **Projeções BTG Pactual**. Disponível em:

<<https://content.btgpactual.com/research/home/macro-e-estrategia>>. Acesso em: 15 out 2023a.

BTG. **Ações MDIA3**. Disponível em:

<<https://content.btgpactual.com/research/home/acoes/ativo/MDIA3>>. Acesso em: 23 out 2023b.

CHIAVENATO, Idalberto; SAPIRO, Arão. **Planejamento Estratégico: fundamentos e aplicações**. 1. ed. 13ª tiragem. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

CME GROUP. **Chicago SRW Wheat 2023**. Disponível em:

<<https://www.cmegroup.com/markets/agriculture/grains/wheat.quotes.html#venue=globex>>. Acesso em: 21 out 2023.

DAMODARAN, Aswath. **Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset**. John Wiley & Sons, 2012.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Country Default Spreads and Risk Premiums**

Disponível em:

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html>. Acesso em: 22 out 2023a.

DAMODARAN, Aswath. **Betas by Sector**. Disponível em:

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html>. Acesso em: 23 out 2023b.

DONATELLI, G. D. e KONRATH, A. C. **Simulação de Monte Carlo na avaliação de incertezas de medição**. Revista de Ciência & Tecnologia, v. 13, 2005.

G1 GLOBO. **Economia em 2015: o ano em que o Brasil andou para trás**.

Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2015/12/economia-em-2015-o-ano-em-que-o-brasil-andou-para-tras.html>>. Acesso em: 28 set 2023.

GERHARDT, T. E. **Métodos de Pesquisa**. 1. ed. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2009.

GIL, Antonio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2002.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios da Administração Financeira**. 10. ed. Pearson, 2004.

GURUFOCUS. **Gurufocus Screens**. Disponível em:
<<https://www.gurufocus.com/screener>>. Acesso em: 27 out 2023.

IBGE. **IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - Séries históricas**. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=series-historicas>>. Acesso em: 05 out 2023a.

IBGE. **Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2002/2003**. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. [S.l.]. 2003.

IBGE. **Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2008/2009**. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. [S.l.]. 2009.

IBGE. **Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2017/2018**. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. [S.l.]. 2018.

IBGE. **Pesquisa Industrial Mensal (PIM-PF) 2010-2022**. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. [S.l.]. 2023.

IPEA. **Carta de Conjuntura 2023**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada Disponível em:< <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/>>. Acesso em: 11 out 2023.

IUDÍCIBUS, S., MARTINS, E., GELBCKE, E R. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: (aplicável às demais sociedades)**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

J.P MORGAN. **Economic & Market Update**. Disponível em:
<<https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/insights/market-insights>>. Acesso em: 21 out 2023.

LUNDHOLM, Russel. SLOAN, Richard. **Equity Valuation & Analysis with Eval**. Ed. McGraw-Hill/Irwin: New York, 2004.

LUSTOSA, P. R. B. e PONTE, V. M. R. e DOMINAS, W.R. **Pesquisa operacional para decisão em contabilidade e administração**. São Paulo: Atlas, 2004.

MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis**. 8. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2019.

MARTINS, Eliseu; DINIZ, Josedilton A.; MIRANDA, Gilberto J. **Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica**. São Paulo: Atlas, 2012.

MARTELANC, Roy e PASIN, Rodrigo Maimone e PEREIRA, Fernando. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity**. São Paulo: Pearson, 2010

M. DIAS BRANCO S.A. **Demonstrações Financeiras Anuais Completas 2022**. Disponível em: <<https://ri.mdiasbranco.com.br/informacoes-financeiras/demonstracoes-financeiras/>>. Acesso em: 29 ago 2023.

M. DIAS BRANCO S.A. **Relações com investidores**. Disponível em: <<https://ri.mdiasbranco.com.br>>. Acesso em: 27 ago 2023.

M. DIAS BRANCO S.A. **Relatório Anual Integrado 2022**. Disponível em: <<https://ri.mdiasbranco.com.br/a-companhia/relatorio-anual/>>. Acesso em: 28 ago 2023.

M. DIAS BRANCO S.A. **Apresentação de resultados 2T23**. Disponível em: <<https://ri.mdiasbranco.com.br/informacoes-financeiras/apresentacoes-calls-e-relatorios/>>. Acesso em: 28 ago 2023a.

M. DIAS BRANCO S.A. **Formulário de referência - 2023**. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/fcf0301a-c792-45d6-a615-fc81722c9abe/fecaa47c-fd7f-9e8c-5698-8ea8ea5a053d?origin=1>>. Acesso em: 29 ago 2023b.

M. DIAS BRANCO S.A. **Planilha de Fundamentos**. Disponível em: <<https://ri.mdiasbranco.com.br/servicos-aos-investidores/planilha-de-fundamentos/>>. Acesso em: 02 set 2023c.

MASLOW, Abraham H. **Motivation and personality**. Nova York: Harper e Row, 1954.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial**. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MORDOR INTELLIGENCE. **Biscuits Market Size & Share Analysis 2023**. Disponível em: <<https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/biscuits-market>>. Acesso em: 19 out 2023.

NETO, C. A; *et al.* **Engenharia Econômica e Finanças**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

OLIVEIRA, Marcos. R. G. e NETO, Luiz. B. M. **Simulação de Monte Carlo e Valuation: Uma abordagem estocástica**. São Paulo: REGE, 2012.

PEREIRA, Maurício Fernandes. **Planejamento estratégico: teorias, modelos e processos**. São Paulo: Atlas, 2010.

PORTER, M. E. **The five competitive forces that shape strategy**. Harvard Business Review, v. 86, 2008.

PÓVOA, A. **Valuation: como precificar ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

RIBEIRO, Osni Moura. **Estrutura e Análise de Balanço Fácil**, 11. ed. São Paulo:Saraiva, 2015.

SÁ, C. A. **Fluxo de caixa: a visão da tesouraria e da controladoria**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

SANTANDER. **Ações MDIA3** Disponível em:
<<https://www.santandercorretora.com.br/corretora/home/nossos-servicos/relatorios-de-empresas/MDIA3>>. Acesso em: 23 out 2023.

SERRA, Ricardo; WICKERT, Michael. **Valuation – Guia Fundamental e Modelagem em Excel**. São Paulo: Atlas, 2019.

SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Contabilidade Geral**. 3 ed. Florianópolis: UFSC, 2015.

STATISTA. **Market Insights – Pasta Worldwide**. Disponível em:
<<https://www.statista.com/outlook/cmo/food/bread-cereal-products/pasta/worldwide>>. Acesso em: 19 out 2023.

STATUS INVEST. **MDIA3 - M.DIAS BRANCO**. Disponível em:
<<https://statusinvest.com.br/acoes/mdia3>>. Acesso em: 27 out 2023.

USDA, United States Department of Agriculture. **Wheat Outlook 2023**. Disponível em:< <https://www.ers.usda.gov/webdocs/outlooks/107622/whs-23j.pdf?v=9987.8>>. Acesso em: 21 out 2023.

VALOR, Econômico. **Mercado de alimentação saudável deve permanecer Aquecido**. Disponível em:< <https://valor.globo.com/noticia/2023/02/23/mercado-de-alimentacao-saudavel-deve-permanecer-aquecido.html>>. Acesso em: 20 out 2023.

YAHOO FINANCE. **M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de**

Alimentos. Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/quote/MDIA3.SA/>>. Acesso em: 20 out 2023.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos.** 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

XP, Expert. **M. Dias Branco (MDIA3): uma combinação poderosa 2023.** Disponível em: <<https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/mdia3-uma-combinacao-poderosa/>>. Acesso em: 27 out 2023.