

DIGITALES ARCHIV

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
ZBW – Leibniz Information Centre for Economics

Schneider Reichert, Walter; Moraes, Gustavo Inácio de

Article

Transformações no setor de varejo norte americano e avaliação do mercado financeiro

Provided in Cooperation with:

Universidade Católica de Brasília (UCB), Brasília

Reference: Schneider Reichert, Walter/Moraes, Gustavo Inácio de (2022). Transformações no setor de varejo norte americano e avaliação do mercado financeiro. In: Revista brasileira de economia de empresas 22 (1), S. 55 - 74.

<https://portalrevistas.ucb.br/index.php/rbee/article/download/13188/11316>.

doi:10.31501/rbee.v22i1.13188.

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/13136>

Kontakt/Contact

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics

Düsternbrooker Weg 120

24105 Kiel (Germany)

E-Mail: [rights\[at\]zbw.eu](mailto:rights[at]zbw.eu)

<https://www.zbw.eu/econis-archiv/>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

<https://zbw.eu/econis-archiv/termsfuse>

Terms of use:

This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence.

Transformações no setor de varejo norte americano e avaliação do mercado financeiro

Resumo: O setor de varejo nos Estados Unidos passa por um processo de transformação importante, principalmente na última década, em decorrência da popularização da internet e do e-commerce. Este artigo se propõe a estudar as perspectivas implícitas para cada empresa estudada a partir da precificação de suas ações, através do Modelo de Gordon. Conclui-se, então, que as perspectivas de crescimento para a líder do e-commerce (Amazon), são muito superiores às perspectivas para as demais empresas, sejam elas do segmento físico ou online. A criação de importantes vantagens competitivas pela Amazon vêm permitindo que esta cresça de forma mais acelerada do que suas concorrentes, incluindo o Ebay, que mesmo atuando majoritariamente no canal online, não está conseguindo atingir o mesmo sucesso que a Amazon.

Palavras-chave: E-commerce; Varejo; Vantagens Competitivas; Amazon; Modelo de Gordon.

Abstract: *The retail sector in the United States is undergoing an important transformation process, mainly in the last decade, due to the popularization of the internet and e-commerce. This paper aims to study extract the implicit perspectives for each company studied from the pricing of its shares through the Gordon Model methodology. The results appoint, then, that the growth prospects for the e-commerce leader (Amazon) are much higher than the prospects for other companies, whether in the physical or online segment. The creation of important competitive advantages by Amazon has allowed it to grow faster than its competitors, including Ebay, is not achieving the same success as Amazon.*

Keywords: *E-commerce; Retail; Competitive Advantages; Amazon; Gordon Model.*

Classificação JEL: G32; L16; L81.

Walter Schneider Reichert¹

Gustavo Inácio de Moraes²

¹ Economista e analista de ações na Nebraska Capital.
E-mail: walter.schneider.reichert@gmail.com

² Economista e professor do PPGE – Programa de Pós-Graduação em Economia da PUCRS.
E-mail: gustavo.moraes@pucrs.br

1.Introdução

Desde 2010, a expressão “apocalipse do varejo” vem se tornando cada vez mais popular nos Estados Unidos, ao passo que o número de lojas de varejo fechadas sobe aceleradamente, é o que constata Peterson (2019), do jornal americano Business Insider. Segundo este, a última década foi devastadora para as tradicionais lojas de varejo americanas, que viram o número de fechamento de lojas aumentar constantemente, até atingir seu atual pico em 2019, onde espera-se que o ano tenha terminado com 9.300 lojas fechadas. Grandes empresas do setor vêm enfrentando dificuldades financeiras nos últimos anos. Somente no ano de 2019, 19 empresas relevantes do setor entraram com pedido de ajuda financeira legal nos EUA. Entre elas estão nomes conhecidos dos consumidores americanos, como Diesel, Forever 21 e Gymboree (CAIN; BIRON, 2019).

Apesar dos números chamarem atenção, alguns autores têm visões distintas do assunto, como é o caso de Holman e Buzek (2017). Os autores trazem que a questão começou quando grandes lojas de departamento e vestuário nos EUA começaram a anunciar o fechamento de várias lojas. Neste momento, alguém teria cunhado a expressão “Apocalipse do Varejo”, e a mídia logo elegeu este termo para tratar deste assunto, ganhando popularidade rapidamente entre a população americana. Ainda de acordo com os autores, pouco tempo depois a instituição Fung Global Retail & Technology publicou seu relatório mostrando que pela primeira vez em anos o número de fechamentos de lojas superou o número de aberturas, e este foi o estopim para concretizar a narrativa de que um apocalipse no setor estava de fato ocorrendo.

O problema com isto tudo, na visão de Holman e Buzek, é que haveria erros nos dados desta pesquisa, visto que são contraditórios aos dados gerais do varejo apresentados pelo Census Bureau (principal agência de estatística dos EUA). Analisando em detalhes o estudo e conversando com os pesquisadores da Fung Global Retail & Technology, os autores descobriram que o estudo tinha sido realizado através de pesquisas realizadas com grandes lojas departamento e redes de varejo, dando menos foco para pequenos e médios varejistas. Assim, apesar de ser uma ótima pesquisa, os autores concluíram que ela é incompleta para servir de proxy para o varejo como um todo. Na verdade, o setor estaria crescendo, e o que os dados de fechamento de lojas, bem como as dificuldades que algumas empresas do setor estariam passando, seriam sinais de que o setor está se transformando, e não necessariamente acabando.

Um dos fatores que estariam contribuindo para esta transformação seria o varejo online (e-commerce), onde os grandes nomes deste segmento, como a Amazon, são vistos como os “vilões” do apocalipse do varejo. Segundo Garner (2018), o comércio online vem crescendo rapidamente e impactando diretamente o varejo de lojas físicas. Hanninen, Mitronen e Kwan (2019) confirmam essas transformações como facilitadoras ao cliente e sua experiência de compra. Einav, Popov e Sundaresan (2014), mas também Piotrowski e Cuthbertson (2014), destacam o papel e acesso das novas tecnologias, mais rápidas e menores, em facilitadores para o comércio on-line. Como reflexo disto, em 2015 a Amazon superou o Walmart em valor de mercado e se tornou a maior e mais amada varejista do mundo, sendo avaliada pelo mercado em valores superiores a US\$ 250 bilhões. A qualidade e a velocidade da Amazon têm desafiado o varejo tradicional. Os consumidores se acostumaram com os preços mais baixos, a alta diversidade de produtos e a entrega em curto espaço de tempo, características que este novo modelo de negócio proporcionou a eles.

Juntamente com o crescimento do comércio online, observa-se que houve um crescimento acelerado dos shoppings nos EUA, aumentando a oferta de espaço destinado ao varejo físico. Segundo Boerschinger, Pansch e Lupini (2018), o número de shoppings cresceu duas vezes mais rápido do que o crescimento populacional do país

entre 1970 e 2015. Isto deixou os EUA com 40% mais espaço em shoppings per capita do que o Canadá e 5 vezes mais do que o Reino Unido.

Adicionalmente, os autores trazem que estão ocorrendo mudanças nas preferências dos consumidores, onde estes deixaram de gastar tanto com bens materiais e passaram a preferir gastos com experiências, como viagens e jantares. Esta mudança seria fruto do desejo social de sair e compartilhar as experiências com outras pessoas, ao invés de apenas comprar itens. De 2005 a 2015, as vendas de serviços de restaurante e bares tem crescido duas vezes mais rápido do que as vendas do varejo. Nesse particular, Helm, Kim e Van Riper (2020) pontuam a preocupação de muitos consumidores com o desaparecimento de lojas físicas e pontos de venda, embora aceitem o contexto de dificuldades pelas quais muitos segmentos do varejo têm apresentado.

Neste âmbito, muitas dúvidas são levantadas em relação ao futuro do varejo e dos diferentes modelos de negócio incluídos nele, seja no comércio físico ou online. Este trabalho busca analisar as mudanças que vêm ocorrendo no setor, bem como avaliar o posicionamento mercadológico das empresas de varejo físico e online na economia americana e como a precificação das suas ações sugere o crescimento de cada empresa.

Nosso objetivo geral é avaliar o posicionamento mercadológico das empresas de varejo físico e online na economia americana e como a precificação das suas ações sugere o crescimento de cada empresa, através da análise da precificação das ações pelo Modelo de Gordon.

Para cumprir o objetivo, o artigo foi dividido em outras quatro seções além desta introdução. Na segunda seção é apresentado um contexto do setor de varejo nos Estados Unidos, EUA. Na terceira seção é apresentado a metodologia que será empregada neste artigo, o Modelo de Gordon, para precificação de ativos. Na quarta seção, os resultados e a discussão são apresentados. Finalmente, uma seção de conclusões finaliza o artigo.

2. Setor de varejo norte americano

Nos Estados Unidos o varejo movimentava mais de US\$ 5 trilhões por ano, sendo que em 2019 este número chegou a US\$ 5,5 trilhões. Segundo os dados disponibilizados pelo Census Bureau, percebe-se que o maior segmento varejista é o automotivo, contribuindo em US\$ 1,2 trilhão e representando 22,7% de todo o varejo. Isto pode ser observado na tabela 1, que resume a representatividade de cada setor. Apesar da grande participação do segmento automotivo, percebe-se que não há grande nível de concentração, havendo contribuições importantes de diversos setores, entre eles o de alimentação, postos de combustíveis, construção e jardinagem, saúde e cuidados pessoais, entre outros (CENSUS BUREAU, 2019).

Apesar de ser o mais representativo, o setor automotivo não é aquele que mais cresce. Observa-se na Tabela 1 que, nos últimos 20 anos (1999 até 2019), o setor cresceu em média 2,4% ao ano, abaixo do crescimento médio do varejo como um todo, que foi de 3,4%. Neste mesmo período, o segmento que mais cresceu foi o de varejo fora de lojas, na ordem de 8,6% ao ano em média. Percebe-se que, quando analisados períodos mais recentes, o crescimento médio deste segmento é ainda maior, superando amplamente a média do varejo como um todo. Nos últimos 5 anos, por exemplo, o segmento cresceu em média 11,0%, representando 3,4 vezes mais que a média geral, que foi de 3,3%. (CENSUS BUREAU, 2019).

Como consequência disto, o segmento de vendas fora de lojas vem apresentando ganho de participação nas vendas totais do varejo. Em 1999 o segmento representava 5,4% do total, passando para 8,6% em 2009 e atingindo o patamar de 14,6% em 2019. Assim, sua participação mais que dobrou nos últimos 20 anos, sendo multiplicada por

2,69 vezes. Para compreender este fenômeno, é necessário compreender como este segmento é composto e quais movimentos foram observados em seus subgrupos (CENSUS BUREAU, 2019).

Tabela 1 – Crescimento Anual Médio dos Diferentes Segmentos do Varejo, em Diferentes Períodos.

| Crescimento Anual Médio | 1999-2019 | 2009-19 | 2014-19 | 2017-19 |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Período | 20 anos | 10 anos | 5 anos | 2 anos |
| Total Varejo | 3,4% | 4,2% | 3,3% | 3,9% |
| Automotivo | 2,4% | 6,3% | 3,9% | 2,7% |
| Móveis e Decoração | 1,7% | 3,4% | 3,4% | 2,1% |
| Eletroeletrônicos | 0,5% | -0,1% | -1,6% | -0,8% |
| Construção e Jardinagem | 2,9% | 3,9% | 3,9% | 2,6% |
| Alimentação | 2,9% | 3,0% | 2,7% | 2,7% |
| Saúde e Cuidados Pessoais | 4,7% | 3,6% | 3,7% | 3,8% |
| Postos de Combustíveis | 4,4% | 2,5% | -1,4% | 4,4% |
| Roupas e Acessórios | 2,6% | 2,7% | 1,3% | 1,2% |
| Esporte e Entretenimento | 1,1% | 0,3% | -0,9% | -2,6% |
| Mercadorias em Geral | 3,2% | 2,0% | 1,4% | 2,0% |
| Miscelânea | 1,3% | 2,8% | 3,0% | 3,9% |
| Varejo Fora de Lojas | 8,6% | 9,8% | 11,0% | 12,3% |
| E-commerce | 20,5% | 15,3% | 14,7% | 14,5% |

Fonte: Elaboração própria a partir de CENSUS BUREAU (2019).

Minh e Tram (2016) definem que o varejo fora de lojas é dividido entre as vendas diretas e as vendas à distância, sendo que esta última contempla todas as formas de comércio eletrônico. As vendas diretas são um canal em que vendedores interagem diretamente com os consumidores “cara a cara” em locais convenientes, como por exemplo na casa do cliente ou em seu trabalho. Nesta modalidade o vendedor demonstra o produto e defende seus benefícios perante o cliente. Assim, a grande quantidade de informação trazida pelo vendedor acaba sendo um ponto positivo da venda direta. Contudo, prover essa informação de alto nível acaba tendo um custo elevado, que normalmente é incorporado no preço do produto.

No caso das vendas à distância, Minh e Tram (2016) afirmam que este segmento pode ser dividido em 3 subgrupos, sendo eles: i. vendas pela internet; ii. compras pela TV de casa; e iii. máquinas de venda automática. Dentro deste grupo, o autor defende que são as vendas pela internet que mais vêm crescendo, sendo o principal fator de expansão das vendas fora de lojas. Observa-se que as vendas online multiplicaram sua participação por 7,9 vezes, passando de 9,5% em 1999 para 75,8% das vendas fora de lojas em 2019 (CENSUS BUREAU, 2019).

Minh e Tram (2016) defendem que este aumento da representatividade das vendas online pode ser atribuído a alguns fatores, entre eles a mudança de comportamento dos consumidores. Neste aspecto, os autores trazem que, com o “boom” da internet, os consumidores que já crescerem na era da internet são cada vez mais representativos. O comportamento destas pessoas é diferente do comportamento de consumidores mais velhos. Os mais velhos possuem menor probabilidade de demonstrar interesse em compras online, visto que possuem menos familiaridade com computadores, ao mesmo tempo em que gostam mais da socialização associada com a experiência das compras nas lojas físicas.

Outro fator que contribui com o aumento do e-commerce é o aperfeiçoamento e difusão das tecnologias. Neste âmbito, Minh e Tram (2016) trazem que o número de pessoas que usam internet subiu de 8 por 100 habitantes em 2001 para 43,4 por 100

habitantes em 2015, representando um aumento de 5,5 vezes em apenas 14 anos. Outro movimento nesta linha é o aumento dos planos de celular, que cresceu de 15 por 100 habitantes em 2001 para 96,8 por 100 habitantes em 2015. Isto representa que no final deste período quase todos os habitantes americanos possuíam um plano de celular. Este movimento possui importância uma vez que muitas das vendas pela internet são realizadas por dispositivos mobile.

Outros autores concordam com Minh e Tram (2016) quanto à visão de crescimento das vendas fora de lojas, especialmente no caso do e-commerce. Chen (2005) diz que o meio online tem se tornado um dos canais de vendas que cresce mais rapidamente e que está ultrapassando o varejo tradicional. O autor defende que a tecnologia informacional e o e-commerce estão mudando drasticamente o paradigma do varejo. Kent e Omar (2003) estudam o mercado de varejo europeu e chegam a conclusões semelhantes, verificando que o varejo fora de lojas está expandindo rapidamente na Europa, de forma semelhante ao verificado nos Estados Unidos.

De acordo com a pesquisa anual da National Retail Federation (NRF, 2019), o varejo está se expandindo e se transformando, de forma a se tornar mais abrangente, passando a incluir cada vez mais diferentes formas de comercializar, bem como diferentes produtos. Apesar disso, o varejo tradicional, no formato de lojas físicas, ainda é o modelo dominante, representando 90% do total de vendas. Segundo a pesquisa, ainda existiria uma diferença significativa de porte entre o primeiro colocado (Walmart) e o segundo (Amazon). Esta diferença seria de US\$ 266,7 bilhões e demonstra que a Amazon ainda precisaria triplicar suas vendas para chegar perto do volume do Walmart. Esta diferença de porte é bem menor entre os outros varejistas listados no ranking. Apesar da ainda elevada diferença de porte entre a Amazon e o Walmart, a pesquisa afirma que a Amazon é a força mais disruptiva e influente do setor de varejo. A empresa vende mercadorias de todos os tipos através do comércio online e de algumas lojas físicas. Além disso, a Amazon comercializa bens e serviços não tangíveis, incluindo livros e publicações eletrônicas, músicas e vídeos digitais, e entretenimento de streaming, muitos dos quais são proprietários (NRF, 2019).

Em contrapartida, a pesquisa da NRF afirma que o Walmart está empreendendo uma série de iniciativas para garantir que continue no topo do *ranking*. Estas iniciativas incluem a modernização de 500 lojas em 2019, com iluminação mais brilhante, corredores mais amplos e check-out automático. A empresa também está testando robôs para a limpeza de lojas, instalação de displays interativos e uso de inteligência artificial para ajudar a monitorar os níveis de estoque nas prateleiras das lojas (NRF, 2019).

Outra pesquisa, realizada pela Kantar, uma das líderes mundiais em análise de dados e consultoria, agrega algumas informações importantes sobre o posicionamento das maiores varejistas. A tabela 4 reflete as principais informações desta pesquisa, que estima as vendas destas grandes varejistas para o futuro de curto e médio prazo (KANTAR, 2019).

Quando observamos o CAGR (*Compound Annual Growth Rate*), que representa o crescimento anual médio de um determinado período, observamos que, de 2015 a 2020, o Walmart cresceu algo próximo de 3% ao ano. Neste mesmo período, a Amazon aumentou suas vendas a uma taxa anual média de 22%, sendo muito superior ao observado nas suas concorrentes. Este crescimento acima da média se deve ao seu modelo de negócio, que nasceu e se desenvolveu através do e-commerce, conforme já explicado anteriormente por Garner (2018).

Importante observar que, segundo o estudo da Kantar, o crescimento da Amazon deve continuar a se sobressair em relação aos seus concorrentes nos próximos 5 anos. Enquanto espera-se que o líder Walmart cresça algo próximo a 2% ao ano até 2025, a expectativa é que a Amazon cresça a taxas anuais de 14% no mesmo período. Considerando estes números, podemos esperar que em 2025 o Walmart ainda terá um volume de vendas superior ao da Amazon, em US\$ 120,8 bilhões. Esta diferença

representa uma redução importante em relação a diferença atual, de US\$ 291,5 bilhões. Quando analisamos a diferença em termos percentuais, percebemos que a redução da desigualdade é ainda maior. Em 2025, a Amazon ainda precisaria aumentar suas vendas em 25,6% para alcançar o Walmart, enquanto que, em 2020, o aumento de vendas da Amazon precisaria ser de 119,1% para atingir o mesmo feito (KANTAR, 2019).

Visto as perspectivas de crescimento que a Kantar estima para cada uma das empresas varejistas, não é difícil compreender a suposição de que a Amazon apresentará um crescimento muito elevado. O e-commerce está se tornando cada vez mais competitivo frente ao varejo físico tradicional. Consequentemente, as vendas nos canais online cresceram, e devem continuar crescendo, de forma bem mais acelerada do que as vendas em lojas físicas, de tijolos e argamassa.

Adicionalmente, quando observamos a participação de cada varejista no total das vendas online, fica ainda mais evidente o porquê da visão otimista da Kantar quanto ao desempenho da Amazon. Segundo uma pesquisa publicada no site Marketing Charts e realizada pela eMarketer, empresa de pesquisa focada em dados e tendências de comércio e marketing digital, a Amazon possui grande dominância no e-commerce (MARKETING CHART, 2019).

Podemos também notar que a Amazon possui 47% de *market-share* no e-commerce dos Estados Unidos em 2019, representando quase a metade de todas as vendas online. A participação da líder supera em muito a participação da segunda maior varejista online, a eBay, outra empresa que possui os meios digitais como principal canal de vendas. Percebe-se que, apesar de possuir a maior parte de suas vendas através de lojas físicas, o Walmart se apresenta como o terceiro colocado em *market-share* no e-commerce, possuindo 4,6% do total das vendas (MARKETING CHART, 2019).

3. Metodologia: o modelo de Gordon

Para encontrar as perspectivas do mercado financeiro para as empresas de varejo que atuam no segmento online e no segmento físico, será utilizado o Modelo de Gordon, também conhecido como Modelo de Crescimento de Gordon, ou Método de Gordon e Shapiro. Este modelo foi elaborado em 1956 e leva o nome de seus autores, Myron J. Gordon e Eli Shapiro. Descrições e informações adicionais sobre o modelo, inclusive suas vantagens e desvantagens em relação a outros métodos, podem ser encontradas na referência de Pinto (2020).

O objetivo original do Modelo de Gordon é encontrar o valor justo para as ações negociadas em bolsa de valores. Este valor justo era encontrado trazendo à valor presente os dividendos que eram esperados que a empresa gerasse ao longo de sua existência, assumindo que estas seriam eternas. Assim, o modelo é representado pela Equação 1:

$$V = \frac{D}{K - g} \quad (1)$$

onde, V = Valor Justo da Ação; D = Dividendo Esperado por Ação; K = Custo do Capital Próprio; g = Taxa de Crescimento Perpétua do Dividendo.

Observando o modelo, percebe-se que este envolve poucas variáveis, simplificando a avaliação de ações. Apesar disto, algumas variáveis envolvidas não são fáceis de serem estimadas, ao mesmo tempo em que são bastante sensíveis, podendo causar grande variação no valor justo de uma ação a depender de sua estimativa. Este é o caso da taxa de crescimento esperada, que é bastante sensível no modelo e envolve grande complexidade para ser estimada, visto que se trata de estimativas acerca do futuro. Esta variável tem importância adicional no caso de avaliações de empresas de alto

crescimento, visto que a maior parte dos seus dividendos (e por consequência seu valor) serão gerados em um futuro de mais longo prazo.

Como o objetivo deste trabalho é justamente encontrar quais são as expectativas de crescimento do consenso de mercado, a variável "g" será isolada na equação e, utilizando-se das informações atualmente disponíveis, será possível chegar à taxa de crescimento implícita nos atuais preços das ações. Reorganizando a equação do Modelo de Gordon de forma a isolar a variável de crescimento, chegamos na Equação 2:

$$g = K - \left(\frac{D}{V} \right) \quad (2)$$

Desta forma, utilizando as informações atualmente disponíveis, podemos extrair as perspectivas de crescimento do mercado financeiro para cada empresa. Para isto, será considerado que o preço das ações de cada uma das empresas analisadas representa o consenso de mercado do valor justo da ação.

Quanto ao valor que será utilizado como sendo o custo de capital de cada empresa, será utilizado o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que será detalhado posteriormente. A terceira variável necessária para o modelo é o valor dos atuais dividendos por ação da companhia. Esta é a variável que mensura a atual lucratividade das companhias e a sua capacidade de gerar retorno para os acionistas. Apesar de representar bem estas características, os dividendos que uma companhia irá distribuir depende de diversos fatores, incluindo a sua atual política de dividendos. Os gestores de cada empresa podem optar por reter os lucros na companhia para reinvesti-los e potencializar seu crescimento futuro. Ao mesmo tempo, podem reter dividendos para reduzir a alavancagem financeira da companhia, reduzindo a participação do capital de terceiros. O oposto também é válido. Empresas que não visualizam oportunidades de investimentos atrativas dentro da companhia podem optar por distribuir mais dividendos. Empresas que queiram aumentar a participação de capital de terceiros em sua estrutura de capital podem ter atitudes semelhantes, aumentando os dividendos pagos aos seus acionistas. Visto que as empresas que serão analisadas podem ter políticas de dividendos bem diferentes, e que suas políticas podem mudar materialmente ao longo do tempo, optou-se por utilizar o atual lucro líquido das companhias, ao invés dos atuais dividendos. No caso das empresas analisadas, os lucros servirão como uma medida de rentabilidade mais estável e consistente com a visão de longo prazo. Desta forma, o modelo utilizado para a identificação das perspectivas de crescimento das empresas será uma adaptação do Modelo de Gordon, substituindo os dividendos (D) pelo lucro líquido (L), conforme demonstrado na Equação 3:

$$g = K - \left(\frac{L}{V} \right) \quad (3)$$

O modelo como descrito acima já seria capaz de entregar um valor como sendo a expectativa de crescimento anual média do lucro das companhias, porém seria uma média de crescimento do momento atual até a eternidade. Conforme já explorado anteriormente, se sabe que o varejo está passando por um período de transformação, com um crescimento mais acelerado do varejo online em detrimento do comércio físico tradicional. Visto que os períodos de transação não são eternos, optou-se por adaptar o modelo para que ele possa considerar dois momentos de crescimento. O primeiro momento é aquele onde as transformações que estão acontecendo no setor ainda influenciam o crescimento específico dos diferentes segmentos do varejo. O segundo momento é aquele onde as transformações dentro do varejo já ocorreram e pode-se esperar que os segmentos crescerão de forma equilibrada até a eternidade.

Fazendo esta adaptação no modelo, será possível assumir que no longuíssimo prazo as empresas do segmento online e físico terão crescimento semelhantes, visto que ambos os segmentos estão inseridos dentro do setor de varejo, e este, por sua vez, faz parte da economia nacional dos EUA. Esta adaptação também irá refletir melhor qual a real expectativa de crescimento anual médio para as empresas de cada segmento nos próximos anos, período em que as transformações do setor estão ocorrendo em maior intensidade. Visto que não há forma de saber exatamente por quanto tempo o setor ainda estará em transformação, adotou-se o período de 15 anos. Este período aparenta ser longo o suficiente para que as transformações que hoje estão acontecendo já se consolidem, porém não longo demais a ponto de tirar a sensibilidade de qual será a taxa de crescimento anual média dos próximos anos.

Desta forma, o modelo pode ser representado pela Equação 4:

$$v = \sum_{n=1}^{15} \frac{L_0 \cdot (1 + G_1)^n}{(1 + k)^n} + \sum_{n=16}^{\infty} \frac{L_{15} \cdot (1 + G_2)^n}{(1 + K)^n} \quad (4)$$

onde, v = Valor da ação; L_0 = Lucro atual da ação; G_1 = Crescimento anual médio do lucro até o 15º ano; L_{15} = Lucro da ação no 15º ano; G_2 = Crescimento anual médio do lucro na perpetuidade; K = Custo de Capital Próprio.

Assim, adaptando o modelo para dois períodos de crescimento, se faz necessário assumir um valor de crescimento para o segundo período, que deve refletir o que será um crescimento médio das empresas de varejo na perpetuidade. Visto que o varejo representa o comércio de diferentes mercadorias e produtos, não faz sentido assumir que este setor irá crescer a taxas muito distintas da taxa de crescimento da economia como um todo. Por isto, optou-se por utilizar uma taxa de crescimento que refletisse o crescimento de longo prazo do PIB dos Estados Unidos. Para isto, analisou-se o histórico de longo prazo do crescimento desta economia. O Gráfico 6 resume os dados encontrados (BANCO MUNDIAL, 2020). Observa-se que nos diferentes períodos analisados, o crescimento real dos EUA não fica abaixo de 2,09% e nem acima de 2,73%. Para os modelos, adotou-se o crescimento de 2,50% ao ano na perpetuidade, visando refletir um valor médio que pode ser esperado extrapolando os dados históricos (BANCO MUNDIAL, 2020).

Por fim, para utilizar os modelos da forma proposta é necessário estimar o atual custo de capital próprio das companhias. Segundo Póvoa (2012), o modelo CAPM é o melhor estimador do custo de capital próprio disponível, sendo possível calculá-lo com as informações atualmente disponíveis. Isto torna ele a melhor alternativa para se utilizar nos modelos propostos neste trabalho. Mais informações a respeito do modelo CAPM podem ser encontradas na referência de Póvoa (2012). Visto que empresas de diferentes segmentos possuem riscos distintos, utilizou-se dois valores diferentes de custo de capital para as empresas analisadas, sendo um para aquelas empresas do segmento de varejo físico e outro para as empresas que atuam no segmento online. Os betas, as estruturas de capital, a alíquota de imposto de renda efetiva e o prêmio de risco do mercado americano foram retirados do site da New York University (NYU, 2020), onde encontram-se disponíveis as estimativas do Professor Aswath Damodaran, referência neste tema, para estas variáveis. Para o ativo livre de risco utilizou-se o retorno dos títulos públicos federais dos EUA de longo prazo, representados pelo *Treasury Yield* com vencimento de 30 anos. A inflação americana de longo prazo foi estimada pela diferença do retorno do *Treasury Yield* e do *Treasury Inflation Protected Securities* (TIPS), que remunera o componente inflacionário mais juros real. Comparando os dois é possível extrair qual a inflação esperada implícita nestes títulos. Visto que estes são títulos

soberanos com uma liquidez de mercado muito grande, o componente inflacionário implícito nos títulos reflete uma boa expectativa do mercado para a inflação futura. As informações a respeito do *Treasury Yield* e do *Treasury Inflation Protected Securities* foram retiradas do site da Bloomberg (BLOOMBERG, 2020).

Tabela 2 – Cálculo do Custo de Capital Próprio para os Diferentes Segmentos do Varejo.

| Varejo Tradicional | | |
|---------------------------------|--------------------------------------|--------------|
| Custo do Capital Próprio | | |
| A | Ativo Livre de Risco | 1,51% |
| B | Beta Desvalorizado | 0,92 |
| C | % Equity | 75,70% |
| D | %Debt | 24,30% |
| E | Alíquota Efetiva de Imposto de Renda | 32,10% |
| F = B(1+(1-E)(D/C)) | Beta Alavancado | 1,12% |
| G | Prêmio de Risco Mercado Americano | 5,23% |
| H = A+FG | Custo de Capital Nominal | 7,37% |
| I | Inflação Americana | 1,78% |
| J = (1+H)/(1+I)-1 | Custo de Capital Real | 5,49% |

| Varejo OnLine | | |
|---------------------------------|--------------------------------------|--------------|
| Custo do Capital Próprio | | |
| A | Ativo Livre de Risco | 1,51% |
| B | Beta Desvalorizado | 1,12 |
| C | % Equity | 88,60% |
| D | %Debt | 11,40% |
| E | Alíquota Efetiva de Imposto de Renda | 12,87% |
| F = B(1+(1-E)(D/C)) | Beta Alavancado | 1,25% |
| G | Prêmio de Risco Mercado Americano | 5,23% |
| H = A+FG | Custo de Capital Nominal | 8,02% |
| I | Inflação Americana | 1,78% |
| J = (1+H)/(1+I)-1 | Custo de Capital Real | 6,13% |

Fonte: Elaboração Própria (NYU, 2020; BLOOMBERG, 2020).

Com os dados acima é possível encontrar o custo de capital próprio nominal, e, descontando o componente inflacionário, chegar ao custo de capital próprio real. Desta forma, percebe-se que o custo de capital próprio real encontrado para as empresas do varejo tradicional foi de 5,49%, frente 6,13% para as empresas que atuam no segmento online. A diferença, ainda que não tão expressiva, se deve principalmente ao maior beta do segmento online, refletindo a presença de maiores riscos. Salienta-se que, no longo prazo, uma expectativa de dividendos convirja para a expectativa de lucros, ainda que nos curto e médio prazos as expectativas de distribuição de dividendos sejam distintas.

4. Resultados e discussão

Apresentado um panorama geral do Modelo de Gordon Adaptado que será utilizado, se faz necessário apresentar quais serão as empresas analisadas e suas principais características. Como o objetivo é comparar as perspectivas para as empresas do segmento online e físico, serão selecionadas empresas que possuem posição de destaque

em cada um destes segmentos. Conforme já explorado anteriormente, o segmento de varejo online é liderado pela Amazon e, sendo assim, ela será uma das empresas analisadas nesse segmento.

A principal fonte de receitas da Amazon é a venda de produtos em sua plataforma na internet, sendo que parte dos produtos são comprados e vendidos pela própria Amazon, enquanto outra parte é vendida por vendedores terceiros que apenas utilizam a plataforma da varejista para atingir os consumidores finais. Nestes casos a Amazon recebe uma comissão pelo uso de sua plataforma. Mais recentemente a Amazon também está buscando crescer e gerar outras unidades de negócios que venham agregar valor à companhia, como serviços de entretenimento (*streaming*), armazenamento de dados, propaganda e publicidade, entre outros. No ano de 2019 a companhia divulgou que 61% das suas receitas são geradas na América do Norte, 27% de forma internacional e 12% pela AWS (*Amazon Web Services*), que representa principalmente as receitas com armazenagem de dados e serviços na nuvem (AMAZON, 2020).

Suas vendas cresceram em média 27,2% ao ano, durante o período entre 2015 e 2019. O lucro líquido, por sua vez, multiplicou-se por mais de 19 vezes, refletindo o ganho de eficiência e de margem, conforme suas operações amadurecem (AMAZON, 2020).

A segunda maior empresa do segmento online, também selecionada para ser analisada, é o Ebay. Em seu site de relacionamento com investidores o Ebay se descreve como um dos líderes globais do varejo, onde sua estratégia é conectar milhões de compradores e vendedores através de sua plataforma de *marketplace online*. O Ebay também oferece serviços de publicidade e propaganda em seu *marketplace*. Além disto, possui aproximadamente 10% de suas receitas oriundas de transações de tickets e ingressos para eventos esportivos, shows, entre outros eventos, que são comercializados em sua plataforma "StubHub". Da mesma forma que a Amazon, o Ebay também tem suas receitas geradas majoritariamente pelos canais online. Em contrapartida, a distribuição geográfica de suas receitas diverge das da Amazon. O Ebay possui apenas 40% das receitas oriundas dos Estados Unidos, sendo os outros 60% de vendas internacionais. Em relação ao seu desempenho financeiro, a tabela abaixo resume a evolução de suas vendas e seu lucro nos últimos anos (EBAY, 2020).

Percebe-se que o crescimento de receitas do Ebay foi bem modesto quando comparado ao desempenho da Amazon. O mesmo é observado no crescimento dos lucros, que, no caso do Ebay, inclusive caíram quando se compara 2019 com 2015 (EBAY, 2020). Amazon e Ebay serão as duas empresas analisadas do varejo online e, desta forma, também serão selecionadas duas varejistas que possuem seu negócio principal vinculado ao varejo físico, possibilitando fazer as análises comparativas. Note-se, contudo, que a Amazon tem diversificado o seu portfólio de atuação, alcançando inclusive assinaturas por serviços, o que empresta valor ao negócio, embora ainda não predominantes na composição da receita.

A primeira empresa de varejo físico selecionada é o Walmart. Conforme apresentado anteriormente, o Walmart é atualmente a maior varejista do mundo em volume de vendas, faturando mais de US\$ 500 bilhões através das suas 11.501 lojas espalhadas pelo mundo. A empresa é dividida em três segmentos: Walmart U.S.; Walmart Internacional e; Sam's Club. O Sam's Club é uma marca do grupo que vende diversos produtos através de grandes lojas de atacado para clientes associados. Do total de sua receita, 23,1% vem da unidade Walmart Internacional, 65,7% do Walmart U.S. e 11,2% do Sam's Club. Cabe notar que apenas 7,1% de suas receitas são oriundas dos canais online, sendo os canais físicos muito mais relevantes (WALMART, 2020).

No caso do Walmart, o ano fiscal é diferente das outras empresas. A companhia apresenta seus resultados para o período entre fevereiro de um ano e janeiro do outro. Sendo assim, o ano fiscal de 2020 representa o período entre fevereiro de 2019 e janeiro

de 2020. Percebe-se que as vendas do Walmart cresceram a uma taxa anual média de 2,1% entre 2016 e 2020. O lucro líquido, por sua vez, praticamente não apresentou crescimento (WALMART, 2020).

A segunda empresa selecionada do segmento de varejo físico foi a Target. Ela é a oitava maior varejista dos Estados Unidos e foi selecionada devido ao perfil das suas vendas, onde produtos de diversos tipos são comercializados em suas lojas, entre eles: itens para a casa, produtos de beleza, comida e bebida, decoração e acessórios, entre outros. Outros varejistas maiores que a Target foram excluídos da análise porque possuíam muita concentração de suas vendas em segmentos específicos, como farmacêuticos ou itens para construção, fato que distorceria as análises (TARGET, 2020).

A Target possui 100% de suas operações focadas nos Estados Unidos e conta com 1.868 lojas no final de 2019. Da mesma forma que o Walmart, a Target possui a grande maioria de suas vendas oriundas do varejo físico, com apenas 8,8% das vendas vindas do e-commerce. Percebe-se que a companhia apresenta um baixo crescimento de suas receitas e uma pequena queda em seu lucro quando se compara 2019 contra 2015 (TARGET, 2020).

Visto as principais características das empresas que serão analisadas, a Tabela 3 resume os dados que serão utilizados nos modelos.

Tabela 3 – Dados Utilizados nos Modelos (em US\$).

| Empresa | Preço por Ação | Lucro por Ação | Preço/Lucro | Custo Capital | Cresc. Perpet. |
|---------|----------------|----------------|-------------|---------------|----------------|
| Amazon | 1.847,84 | 23,01 | 80,31 | 6,13% | 2,50% |
| Ebay | 36,11 | 2,09 | 17,28 | 6,13% | 2,50% |
| Walmart | 114,49 | 5,19 | 22,06 | 5,49% | 2,50% |
| Target | 110,74 | 6,37 | 17,38 | 5,49% | 2,50% |

Fonte: Elaboração Própria a partir de MACROTRENDS (2020).

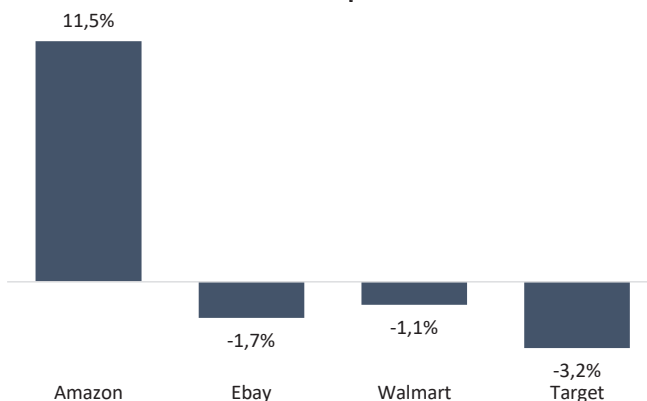
Para o modelo serão utilizados os lucros que as empresas apresentaram no último ano fiscal completo. Consequentemente, será utilizado o preço em que as ações estavam sendo negociadas na data da divulgação dos resultados. Analisando a relação entre o preço das ações das companhias e os lucros que as empresas entregaram para cada ação, já é possível fazer algumas observações. Percebe-se que a relação entre o preço das ações e o lucro que cada uma entrega atualmente é bem semelhante no caso do Ebay e da Target, ficando o preço na faixa de 17 vezes o lucro. O Walmart apresenta um múltiplo maior, de 22 vezes. A Amazon, por sua vez, apresenta um múltiplo muito superior às outras 3 companhias, na faixa de 80 vezes.

Ao colocar estes dados no modelo, chega-se nos resultados expressos na tabela 4 e no Gráfico 1. A Tabela 4 ilustra o Modelo de Gordon Ajustado de cada uma das empresas analisadas. Partindo do lucro por ação atual (ano zero), é calculado a taxa de crescimento real compatível com o valor atual de cada ação (valor equity). Desta forma, percebe-se que, os crescimentos anuais considerados para cada uma das empresas analisadas geram lucros que, quando descontados pela taxa de custo de capital, são iguais ao valor de mercado das ações de cada empresa. O Gráfico 1 resume os resultados encontrados nos modelos para cada uma das empresas analisadas.

Ao analisar os resultados gerados pelos modelos, fica evidente que o mercado financeiro possui expectativas de elevado crescimento para a Amazon, de 11,5% ao ano. Visto que esta taxa de crescimento reflete uma média anual ao longo dos próximos 15 anos, alguns anos podem apresentar crescimento acima de 11,5%, enquanto outros, em contraponto, podem apresentar um crescimento menor. Visto que nos últimos anos a Amazon vem crescendo acima de 11,5%, pode-se pensar que existem expectativas de que nos próximos anos seu crescimento continue superando este patamar. Em

contrapartida, deve haver anos em que seu crescimento seja inferior aos 11,5%, sendo que estes devem ocorrer provavelmente mais para o final do período de 15 anos, quando a empresa já estará maior e deverá ser mais difícil crescer de forma acelerada.

Gráfico 1 – Média Crescimento Real das Companhias Para os Próximos 15 Anos.



Fonte: Elaboração Própria a partir de MACROTRENDS (2020).

Tabela 4 – Resultados do Modelo.

| Amazon - US\$ por ação | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ano | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | Perp. |
| Cresc. Real | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 2,5% |
| Lucro | 23 | 26 | 29 | 32 | 36 | 40 | 44 | 49 | 55 | 61 | 68 | 76 | 85 | 94 | 105 | 117 | 3.234 |
| Custo de Capital | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% |
| Fluxo Descontado | 24 | 25 | 27 | 28 | 29 | 31 | 32 | 34 | 36 | 38 | 40 | 42 | 44 | 46 | 48 | 48 | 1.325 |
| Valor Equity | 1.848 | | | | | | | | | | | | | | | | |

| Walmart - US\$ por ação | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ano | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | Perp. |
| Crescimento Real | -1,1% | -1,1% | -1,1% | -1,1% | -1,1% | -1,1% | -1,1% | -1,1% | -1,1% | -1,1% | -1,1% | -1,1% | -1,1% | -1,1% | -1,1% | -1,1% | 2,5% |
| Lucro | 5,2 | 5,1 | 5,1 | 5,0 | 5,0 | 4,9 | 4,9 | 4,8 | 4,8 | 4,7 | 4,7 | 4,6 | 4,6 | 4,5 | 4,5 | 4,4 | 147,4 |
| Custo de Capital | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% |
| Fluxo Descontado | 4,9 | 4,6 | 4,3 | 4,0 | 3,8 | 3,5 | 3,3 | 3,1 | 2,9 | 2,7 | 2,6 | 2,4 | 2,2 | 2,1 | 2,0 | 2,0 | 66,2 |
| Valor Equity | 114,5 | | | | | | | | | | | | | | | | |

| Ebay - US\$ por ação | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ano | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | Perp. |
| Crescimento Real | -1,7% | -1,7% | -1,7% | -1,7% | -1,7% | -1,7% | -1,7% | -1,7% | -1,7% | -1,7% | -1,7% | -1,7% | -1,7% | -1,7% | -1,7% | -1,7% | 2,5% |
| Lucro | 2,1 | 2,1 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 1,6 | 44,4 |
| Custo de Capital | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% |
| Fluxo Descontado | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 1,5 | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 18,2 |
| Valor Equity | 36,1 | | | | | | | | | | | | | | | | |

| Target - US\$ por ação | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ano | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | Perp. |
| Crescimento Real | -3,2% | -3,2% | -3,2% | -3,2% | -3,2% | -3,2% | -3,2% | -3,2% | -3,2% | -3,2% | -3,2% | -3,2% | -3,2% | -3,2% | -3,2% | -3,2% | 2,5% |
| Lucro | 6,4 | 6,2 | 6,0 | 5,8 | 5,6 | 5,4 | 5,3 | 5,1 | 4,9 | 4,8 | 4,6 | 4,5 | 4,3 | 4,2 | 4,1 | 3,9 | 131,8 |
| Custo de Capital | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% |
| Fluxo Descontado | 5,8 | 5,4 | 4,9 | 4,5 | 4,2 | 3,8 | 3,5 | 3,2 | 3,0 | 2,7 | 2,5 | 2,3 | 2,1 | 1,9 | 1,8 | 1,8 | 59,2 |
| Valor Equity | 110,7 | | | | | | | | | | | | | | | | |

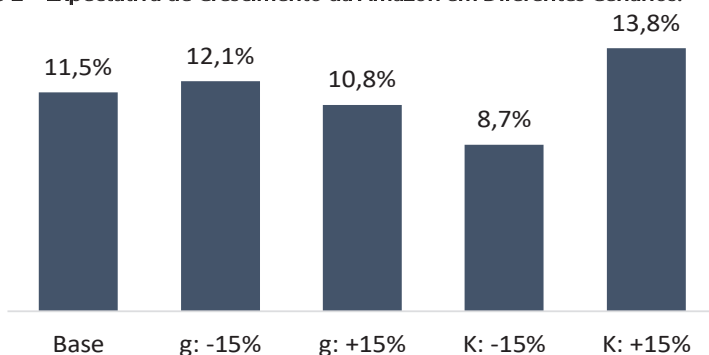
Fonte: Resultados do Modelo.

A expectativa de crescimento da Amazon é ainda mais impressionante quando comparada aos crescimentos esperados para as outras empresas. Para estas, a expectativa é que ocorra uma queda real em sua lucratividade. A empresa com expectativas mais baixas é a Target. Para esta, espera-se que seus lucros caiam, em média, 3,2% ao ano pelos próximos 15 anos. Para a outra empresa do segmento de varejo físico, o Walmart, a média de redução prevista é de 1,1% ao ano. Até aqui, percebe-se que ambas as empresas do segmento de varejo físico apresentam perspectivas de redução real em seus lucros, refletindo o que foi estudado no referencial teórico de que o varejo físico deve perder espaço para o e-commerce. Conforme visto este movimento já vem ocorrendo desde o início da década passada, se acelerando nos últimos anos.

Visto a consistência deste movimento de migração de parte do varejo que era físico para o e-commerce, se poderia esperar que diversos players do varejo online se beneficiassem deste movimento para alavancar suas vendas e crescer suas operações. Este não parece ser o caso quando se analisa as expectativas de crescimento para o Ebay, mesmo este sendo a segunda maior empresa do ambiente online. A expectativa de queda de 1,7% ao ano parece não refletir a tendência de crescimento do segmento em que a empresa está inserida, contrastando muito com as expectativas de crescimento da líder do e-commerce.

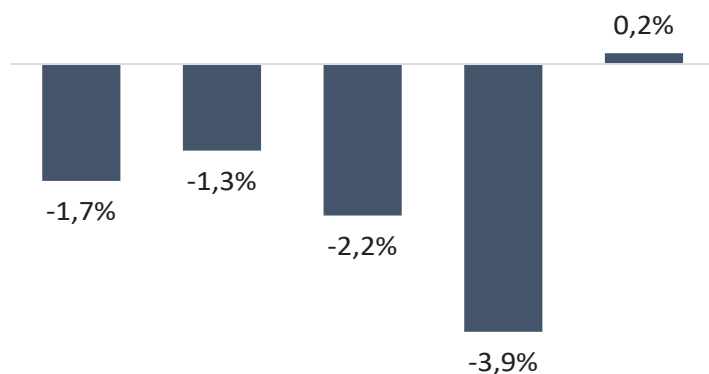
Além do cenário base, também foram criados cenários alternativos como forma de identificar qual a sensibilidade das variáveis exógenas do modelo, neste caso o custo de capital (K) e a taxa de crescimento na perpetuidade (g). Desta forma, foram criados quatro cenários alternativos, alterando em 15% cada variável e mantendo as demais inalteradas. Os resultados encontrados estão representados nos Gráficos 2, 3, 4 e 5.

Gráfico 2 – Expectativa de Crescimento da Amazon em Diferentes Cenários.



Fonte: Elaboração Própria a partir de MACROTRENDS (2020).

Gráfico 3 – Expectativa de Crescimento do Ebay em Diferentes Cenários.



Fonte: Elaboração Própria a partir de MACROTRENDS (2020).

Analisando os resultados, percebe-se que a expectativa de crescimento para cada empresa se altera de forma considerável em alguns cenários, especialmente quando se altera o custo de capital próprio. No cenário onde esta variável é reduzida em 15%, a expectativa de crescimento de todas as empresas é reduzida de forma significativa, sendo o inverso válido também. Destaca-se que as alterações nas variáveis exógenas impactam de forma semelhante todas as empresas. Enquanto o custo de capital se apresenta como sendo diretamente relacionado à expectativa de crescimento futuro, a taxa de crescimento na perpetuidade está inversamente relacionada. Contudo, a variação

nas variáveis exógenas impacta cada uma das empresas em diferentes magnitudes. Mas apesar disto, as expectativas de crescimento relativas entre cada uma das empresas permanecem semelhantes, onde o crescimento da Amazon é sempre o maior, seguido pelo Walmart, posteriormente o Ebay, e por fim a Target.

Gráfico 4 – Expectativa de Crescimento do Walmart em Diferentes Cenários.

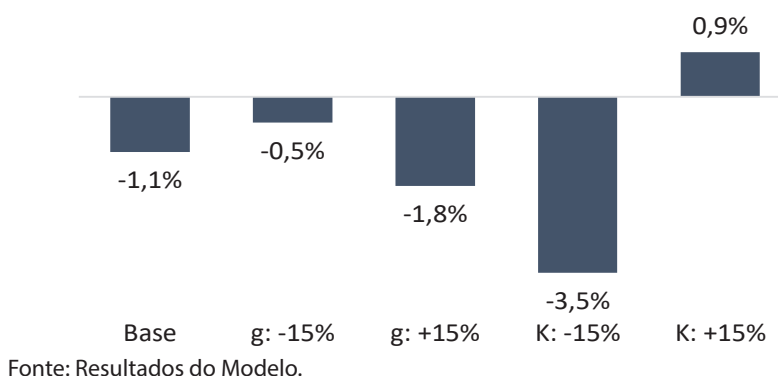
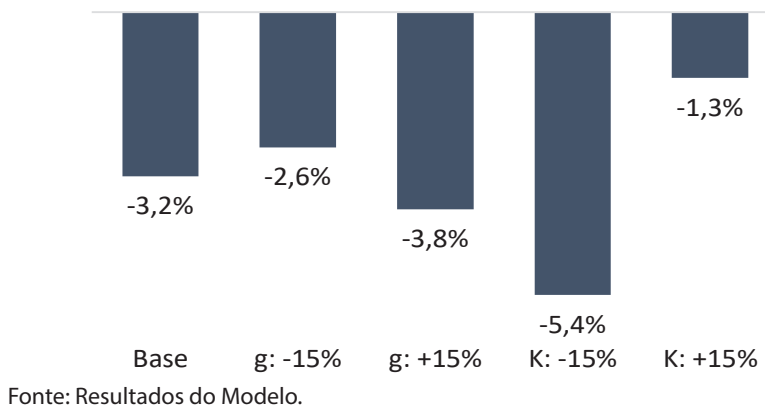


Gráfico 5 – Expectativa de Crescimento do Target em Diferentes Cenários.



Desta forma, podemos destacar que a dicotomia de expectativas dos agentes do mercado financeiro para a líder do segmento online e a vice-líder chama bastante atenção, estando presente em todos os cenários testados. Esta situação parece refletir o desempenho dos últimos anos das duas empresas, onde a Amazon cresceu suas vendas em 162,2% de 2015 a 2019 e multiplicou seu lucro por mais de 19 vezes, enquanto o Ebay cresceu suas vendas em apenas 25,7%, enquanto seu lucro se reduziu em 8,0%, no mesmo período. Estes desempenhos relativos trazem questionamentos acerca da dinâmica competitiva do varejo online.

Os estudos de Bakos (2001) e Guttman e Maes (1998) defendem que o varejo online seja um ambiente ainda mais competitivo do que o varejo físico. O principal motivo para isto seria o fato de que o custo de pesquisa de preços na internet é muito menor do que no meio físico.

A possibilidade de encontrar os melhores preços de forma rápida e fácil reduziria o poder de monopólio das empresas varejistas e, conseqüentemente, seus lucros econômicos. Além disto, o alcance dos vendedores se torna muito maior na internet. Ao invés de competir com as lojas presentes na sua cidade ou no seu bairro, no e-commerce

a competição pode ser com vendedores de outros estados ou países. Esta redução do que seriam algumas das principais barreiras de entrada do setor tornaria o e-commerce um ambiente propício para o surgimento de novos competidores e o desenvolvimento daqueles já existentes. Apesar de também ser caracterizado por Bakos (2001), e Guttman e Maes (1998) como sendo uma concorrência monopolística, o varejo online teria menores barreiras de entrada, a competição seria maior, os preços menores e as empresas que operassem através do e-commerce teriam menor poder de monopólio. A visão trazida por estes autores parece não explicar como duas empresas de grande porte dentro de um mesmo segmento de mercado podem ter desempenhos tão diferentes, uma vez que não existiriam barreiras de entrada ou vantagens competitivas que pudessem sustentar tal crescimento e lucratividade.

Jindal et alii (2021) realizam uma comparação entre a Amazon e a Wal-Mart, através de um modelo probit, demonstrando que há nichos, sobretudo demográficos, disponíveis para acessar clientes e manter a rentabilidade de varejos físicos: o foco do cliente não estaria somente na entrega rápida, segundo os autores. Childs et alii (2020) também citam que a qualidade da experiência de compra ainda é um fator fundamental, seja na compra on-line ou na compra física.

Uma visão alternativa aos autores supracitados é trazida pelo principal executivo e acionista da Amazon, Jeff Bezos. Já em 1997, em suas primeiras cartas aos então acionistas da Amazon, Jeff Bezos compartilhava sua visão do que ele esperava para o futuro da Amazon, do setor de e-commerce e sua dinâmica competitiva.

"We believe that a fundamental measure of our success will be the shareholder value we create over the long term. This value will be a direct result of our ability to extend and solidify our current market leadership position. The stronger our market leadership, the more powerful our economic model. Market leadership can translate directly to higher revenue, higher profitability, greater capital velocity, and correspondingly stronger returns on invested capital"(AMAZON, 2020).

Em 1997 a Amazon ainda possuía suas operações focada na venda de livros pela internet, sendo a líder neste segmento. Parte de sua proposta de valor para seu cliente era possuir um catálogo de livros muito maior do que qualquer concorrente com loja física poderia ter. Seu inventário ocupava uma área proporcional a 6 campos de futebol, sendo impossível uma loja física possuir esta quantidade de livros para ofertar. O modelo de venda pela internet possibilitava que ela centralizasse seu estoque em centros de distribuição, ao invés de lojas físicas que precisavam ficar em centros comerciais para atrair os clientes, ocasionando em elevados custos com aluguel.

Conforme suas operações foram crescendo, a Amazon viu a necessidade de aumentar sua infraestrutura para atender à demanda de seus clientes. Desta forma novos centros de distribuição foram construídos em diferentes regiões dos EUA, possibilitando que a Amazon reduzisse de forma significativa o tempo de entrega de seus produtos e o gasto com logística. Esta infraestrutura contribuía para melhorar a experiência de compra dos clientes, algo que sempre foi foco da companhia. Quanto mais clientes comprassem na Amazon, mais recursos a companhia possuía para melhorar sua plataforma online e sua infraestrutura física, possibilitando que esta usufruísse de ganhos de escala importantes. Estes ganhos eram traduzidos em uma maior variedade de produtos para os clientes, menores preços e menor tempo de entrega. Amazon, mais recursos a companhia possuía para melhorar sua plataforma online e sua infraestrutura física, possibilitando que esta usufruísse de ganhos de escala importantes. Estes ganhos eram traduzidos em uma maior variedade de produtos para os clientes, menores preços e menor tempo de entrega.

Em seu relatório anual de 2019 a companhia destaca esta dinâmica da seguinte maneira: “*We seek to reduce our variable costs per unit and work to leverage our fixed costs*” (AMAZON, 2020). Percebe-se que esta afirmação está totalmente alinhada com a definição microeconômica a respeito dos ganhos de escala, que seriam uma das vantagens competitivas que levam uma companhia a aumentar seu poder de monopólio.

Esta dinâmica reflete bem a ideia que Jeff Bezos defende sobre a importância de possuir a liderança neste segmento. Percebe-se que até hoje a Amazon segue buscando consolidar sua liderança e ampliar sua vantagem competitiva sobre seus concorrentes. Além dos importantes ganhos de escala, a Amazon também vem desenvolvendo novas vantagens competitivas que contribuem para ampliar seu poder de monopólio.

Hoje a companhia oferece programas que permitem que outros vendedores ofereçam seus produtos em sua loja online, possibilitando que estes vendedores alavanquem suas vendas através da ampla base de clientes que frequentam a plataforma online da Amazon. Desta forma, a Amazon passou a operar também como um grande *marketplace*, onde a monetização deste serviço é feita através de comissões cobradas sobre as vendas (variáveis), bem como comissões fixas sobre os vendedores. Isto permite a geração de receitas para a companhia sem que haja a necessidade de carregar estoques, reduzindo o capital empregado nesta modalidade de venda. Ao mesmo tempo, este modelo de *marketplace* permite ampliar a quantidade e variedade dos produtos ofertados na plataforma, atraindo ainda mais clientes. Esta dinâmica gera um ciclo virtuoso para a companhia, visto que, quanto mais clientes utilizarem a plataforma da companhia, mais atrativo para os vendedores ofertarem através da Amazon, ampliando a variedade de produtos e atraindo ainda mais clientes. Esta dinâmica se enquadra muito bem no conceito de economias de rede, trazido por Frank (2013). Conforme este autor, as economias de rede ocorrem quando um produto ou serviço se torna melhor quanto mais clientes o utilizarem, criando um ciclo virtuoso. As economias de rede do *marketplace* da Amazon é outra vantagem competitiva que aumenta o poder de monopólio da maior varejista do segmento online. Paul e Rosenbaum (2020) colocam várias dessas questões em agendas de pesquisa para o setor, diante da modificação de dinâmicas tecnológicas, ainda que apontando também os resultados negativos.

Ao compreender a estratégia competitiva adotada pela Amazon, fica mais fácil entender o porquê da diferença de expectativas entre a líder do segmento e a vice-líder. Visto que existe uma grande diferença de tamanho entre estas duas empresas e que a existência de vantagens competitivas, principalmente economias de escala e economias de rede, é plausível que a posição de líder seja reforçada.

5. Conclusão

Estudando as transformações do varejo na economia dos EUA foi possível identificar uma clara tendência de ganho de participação do e-commerce em detrimento do varejo físico, onde as vendas online praticamente não eram representativas no início dos anos 2000 e passaram a representar mais de 10% do varejo total em 2019. Conforme defendido por Minh e Tram (2016), este ganho de participação está sustentado principalmente no aumento do uso da internet pelos consumidores, que estão mudando seus hábitos de consumo e ficando mais familiarizados com as compras online. Além disto, Bakos (2001), bem como Guttman e Maes (1998), ilustram os benefícios que o e-commerce traz para os consumidores, incluindo o acesso à uma variedade maior de produtos, com preços mais acessíveis.

Esta tendência de crescimento do e-commerce se refletiu no desempenho

financeiro recente das empresas analisadas. A Amazon, líder do segmento online com aproximadamente 50% de *market-share*, vem expandindo suas vendas de forma acelerada, ao mesmo tempo em que experimenta uma melhora significativa de rentabilidade. Em contrapartida, as empresas do varejo físico praticamente não vêm aumentando suas vendas e sua rentabilidade, apresentando incrementos marginais. Estas empresas estão buscando se adaptar às mudanças do setor através da ampliação de suas vendas nos meios online, porém estas ainda são muito pouco representativas quando comparadas às suas vendas totais. O Ebay, por sua vez, também vem apresentando dificuldades em ampliar suas vendas e manter sua rentabilidade, apesar de ser uma empresa que opera majoritariamente no meio online.

Ao analisar as perspectivas implícitas na precificação das ações das empresas, percebeu-se que essas refletem em boa parte o desempenho recente das empresas. O crescimento esperado para a Amazon é muito superior ao esperado para as outras empresas, incluindo o Ebay, que da mesma forma que a Amazon, atua majoritariamente no meio online.

Com os resultados do modelo, foi possível sugerir que algumas das teses que foram exploradas no estudo teórico, ao mesmo tempo em que permitiu identificar algumas inconsistências na base teórica estudada. A tendência de crescimento mais acelerado do segmento online do varejo, baseada nos diversos benefícios que o e-commerce traz para a sociedade, obteve uma sugestão positiva, pelos elementos contidos na análise. Contudo, a estrutura de mercado e a dinâmica competitiva que os autores atribuíram para o segmento online se mostrou equivocada.

As conclusões que se podem tirar deste estudo estão limitadas pela escolha metodológica e pelas empresas selecionadas, sobretudo pelo fato de serem tão somente quatro empresas, ainda que representativas em termos de liquidez e preferência do consumidor. Apesar da atual liderança soberana da Amazon, novas empresas focadas no e-commerce surgem todos os dias, enquanto muitas empresas já existentes vêm se adaptando para se encaixar melhor no varejo online. Visto que o setor segue em um processo de transformação, é totalmente possível que o ambiente competitivo se modifique também, onde novas vantagens competitivas podem surgir, ao passo que outras podem ser extintas. Além disto, é importante destacar que o presente trabalho focou no mercado dos EUA, com empresas americanas. A dinâmica do mesmo setor pode ser significativamente diferente em outras regiões do mundo, sendo necessário considerar as peculiaridades de cada região para compreender o comportamento do mercado. Ademais, o modelo pode ser testado com a utilização de critérios outros, financeiros e operacionais, como receitas/vendas, *market share* e número de lojas, o que será viabilizado em estudos futuros.

Referências

AMAZON. 2019 Annual Report Amazon. 2020. Disponível em: https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc_financials/2020/ar/2019-Annual-Report.pdf. Acesso em: 7 de setembro de 2020.

BAKOS, Y. The Emerging Landscape for Retail E-Commerce. 2001. *Journal of Economic Perspectives* 15. 1: pp. 69–80.

BANCO MUNDIAL. GDP growth (annual %) - United States. 2020. Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2019&locations=US&start=1961&view=chart>. Acesso em: 7 de setembro de 2020.

BLOOMBERG. United States Rates and Bonds. 2020. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>. Acesso em: 7 de setembro de 2020.

BOERSCHINGER, O.; PANSCH, J.; LUPINI, M. – University of Minnesota. Relatório de pesquisa do programa de assuntos urbanos e regionais da Universidade de Minnesota. [Minneapolis; University of Minnesota], 2018. Disponível em: <https://conservancy.umn.edu/bitstream/handle/11299/193397/11a-PA%205211-Report-2.2.18.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acessado em: 23 mar. 2020..

CAIN, A; BIRON, B. These 19 retailers have filed for bankruptcy or liquidation in 2019. Business Insider. Nova York. 2019. Disponível em: <https://www.businessinsider.com/bankrupt-companies-retail-list-2019-3>. Acesso em: 23 mar. 2020.

CENSUS BUREAU. U.S. Retail Trade Sales - Total and E-commerce. 2019. Disponível em: <https://www.census.gov/retail/index.html>. Acesso em: 23 mar. 2020..

CHEN, M. F. Using Fahp to Evaluate Non-Store Retailing Channel Alternatives. 2005.

CHILDS, Michelle; BLANCHFLOWER, Tiffany; HUR, Songye; MATTHEWS, Delisia "Non-traditional marketplaces in the retail apocalypse: investigating consumers' buying behaviours." International Journal of Retail & Distribution management, v. 48, n. 3, p. 262-286, 2020..

EBAY. 2019 Annual Report Ebay. 2020. Disponível em: [https://ebay.q4cdn.com/610426115/files/doc_financials/2019/ar/2019-Annual-Report-\(3\).pdf](https://ebay.q4cdn.com/610426115/files/doc_financials/2019/ar/2019-Annual-Report-(3).pdf). Acesso em: 7 de setembro de 2020.

EINAV, Liran; LEVIN, Jonathan; POPOV, Igor; SUNDARESAN Neel. "Growth, adoption, and use of mobile E-commerce." American Economic Review, v. 104, n. 5, p. 489-494, 2014..

FISHER, J. D. The dynamic effects of neutral and investment-specific technology shocks. 2006. Journal of political Economy 114.3: 413-451.

FRANK, R. H. Microeconomia e Comportamento. 8. ed. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda. 2013.

GALI, J; RABANAL, P. Technology shocks and aggregate fluctuations: How well does the real business cycle model fit postwar US data? 2004. NBER macroeconomics annual, 19, 225-288..

GARNER, B. A. Amazon in the Global Market. Michigan. Journal of Marketing and Management, 9 (2), 63-73, November 2018.

GREENWOOD, J.; HERCOWITZ, Z.; KRUSELL, P. Long-run implications of investment-specific technological change. 1997. The American Economic Review, 342-362..

GUTTMAN R. H.; MAES, P. Cooperative vs. Competitive Multi-Agent Negotiations in Retail Electronic Commerce. 1998. International Workshop on Cooperative Information Agents (pp. 135-147). Springer, Berlin, Heidelberg.

HÄNNINEN, Mikko, MITRONEN, Lasse and KWAN, Stephen K.. "Multi-sided marketplaces and the transformation of retail: A service systems perspective." *Journal of Retailing and Consumer Services*, v. 49, pp. 380-388, 2019

HELM, Sabrina; KIM, Soo Hyun; VAN RIPER, Silvia. "Navigating the 'retail apocalypse': A framework of consumer evaluations of the new retail landscape." *Journal of Retailing and Consumer Services*, v. 54, 101683, 2020.

HOLMAN, L.; BUZEK, G. - IHL GROUP. Relatório de pesquisa de mercado. [Franklin: IHL Group], 2017. Disponível em: <https://www.business.att.com/content/dam/attbusiness/briefs/debunking-the-retail-apocalypse.pdf>. Acessado em: 23 mar. 2020.

JINDAL, Rupinder P., GAURI, Dinesh K.; LI, Wanyu; MA, Yu. "Omnichannel battle between Amazon and Walmart: Is the focus on delivery the best strategy?." *Journal of Business Research*, v. 122, p. 270-280, 2021.

KANTAR. Top 50 US & Global Retailers 2019. 2019. Disponível em: <https://consulting.kantar.com/growth-hub/top-50-us-and-global-retailers-2019/>. Acesso em: 26 de janeiro de 2021.

KENT, T.; OMAR, O. Retailing. UK: Macmillan Education. 2003.

LEPSCH, S. L.; TOLEDO, G. L. Estratégias para o Varejo. 1998. Semead – Seminários de Administração USP.

MACROTRENDS. Stock Charts. 2020. Disponível em: <https://www.macrotrends.net/>. Acesso em: 12 de março de 2020.

MARKETING CHARTS. These Are 2019's Top US Retailers by E-Commerce Sales Share. 2019. Disponível em: <https://www.marketingcharts.com/industries/retail-and-e-commerce-107599>. Acesso em: 06 de janeiro de 2021.

MINH, D.T; TRAM, L. A. H. Development of Non-Store Retail in the Globalization Era. 2016. Ho Chi Minh: Conference Paper.

NRF. Top 100 Retailers 2019. 2019. Disponível em: <https://nrf.com/resources/top-retailers/top-100-retailers/top-100-retailers-2019>. Acesso em: 06 de junho de 2020

NYU. Damodaran Online. 2020. Disponível em: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html; e http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Acesso em: 17 de fevereiro de 2021.

OLIVEIRA, F. A. Schumpeter: a destruição criativa e a economia em movimento. Revista de História Econômica & Economia Regional Aplicada – Vol. 10 Nº 16. 2014.

PAUL, Justin; ROSENBAUM, Mark. "Retailing and consumer services at a tipping point: New conceptual frameworks and theoretical models." *Journal of Retailing and Consumer Services*, v. 54, pp. 101977, 2020.

PETERSON, H. More than 9,300 stores are closing in 2019 as the retail apocalypse drags on — here's the full list. *Business Insider*, Nova York. 2019. Disponível em: <https://www.businessinsider.com/stores-closing-in-2019-list-2019-3>. Acesso em: 23 mar. 2021.

PINTO, J. E. *Equity Asset Valuation*: John Wiley & Sons, 2020..

PIOTROWICZ, Wojciech; CUTHBERTSON, Richard. "Introduction to the special issue information technology in retail: Toward omnichannel retailing." *International Journal of Electronic Commerce*, v. 18, n.4, p. 5-16, 2014..

PÓVOA, A. *Valuation: Como Precificar Ações*. 2 ed. São Paulo: Campus, 2012.

TARGET. 2019 Annual Report Target. 2020. Disponível em: https://corporate.target.com/_media/TargetCorp/annualreports/2019/pdfs/2019-Target-Annual-Report.pdf. Acesso em 7 de fevereiro de 2021.

WALMART. 2020 Annual Report Walmart. 2020. Disponível em: https://s2.q4cdn.com/056532643/files/doc_financials/2020/ar/Walmart_2020_Annual_Report.pdf. Acesso em 7 de fevereiro de 2021.