

AMÍLCAR SHOGO IMASATO

**ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DE UMA MARCA BRASILEIRA DE
CALÇADOS FEMININOS DE LUXO**

São Paulo

2023

AMÍLCAR SHOGO IMASATO

ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DE UMA MARCA BRASILEIRA DE
CALÇADOS FEMININOS DE LUXO

Trabalho de Formatura apresentado à
Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo para obtenção do diploma de
Engenheira de Produção

Orientador: Fausto Leopoldo Mascia

São Paulo

2023

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catalogação-na-publicação

Imasato, Amílcar

Análise Econômico-Financeira De Uma Marca Brasileira De Calçados Femininos De

Luxo/

A. Imasato – São Paulo, 2022.

97 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.
Departamento de Engenharia de Produção.

1. Avaliação econômico-financeira. 2. Indústria. 3. Fluxo de caixa descontado. 4. *Discounted cash flow*. 5. Contabilidade. 6. Finanças. 7. Moda | Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção.

AGRADECIMENTOS

Aos meus amigos e familiares que sempre me acompanharam nesta jornada, principalmente meus pais, Edson Kei Imasato e Emi Kurogi Imasato, e minhas irmãs, Carine Naomi Imasato e Lais Hitomi Imasato, que sempre me apoiaram e estiveram do meu lado.

A todos os meus colegas da Escola Politécnica, que estiveram comigo durante esta longa jornada de aprendizados e desafios muito engrandecedora, principalmente aos meus amigos da Associação Atlética Acadêmica Politécnica e do time de futsal, com os vivenciei todos os tipos de emoções.

“Investir em conhecimento sempre rende os melhores juros.”

(Benjamin Franklin)

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo realizar a avaliação financeira de uma empresa que é uma empresa privada sediada no sudeste do Brasil que desenvolve, fabrica e distribui calçados, bolsas e acessórios femininos de luxo no país. Foi realizado uma revisão bibliográfica sobre os principais conceitos e metodologias de contabilidade e finanças. Então, foi realizada uma análise setorial do varejo de calçados no Brasil e aprofundada as noções qualitativas e quantitativas do objeto de estudo. Com todos estes levantamentos, foi elaborado um modelo de avaliação por fluxo de caixa descontado que determinou o valor da empresa. O estudo atende ao seu objetivo de auxiliar os sócios da empresa a tomarem decisões estratégicas, principalmente relacionadas a um potencial venda desta.

Palavras-chave: Avaliação econômico-financeira. Indústria. Fluxo de caixa descontado. Contabilidade. Finanças. Moda.

ABSTRACT

The present work aims to carry out the financial evaluation of a private company based in southeastern of Brazil that develops, manufactures and distributes luxury women's shoes, bags and accessories in the country. It was carried out bibliographic review on the main concepts and methodologies of accounting and finance. Then, a sector analysis of footwear retail in Brazil was carried out and the qualitative and quantitative understandings of the object of study were deepened. With all these withdrawals, a model of assessment by cash flow was elaborated that determined the value of the company. The study meets its objective of helping the company's partners to make strategic decisions, mainly related to a potential sale of this.

Keywords: *Economic and financial analysis. Industry. Discounted Cash Flow. Multiple evaluation. Accounting. Finance. Fashion.*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Distribuição do Faturamento do E-commerce 2021 por Estado.....	48
Figura 2: Análise vertical do DRE histórico.....	54
Figura 3: Análise Vertical do DRE (2022-2026).....	85
Figura 4: Análise Vertical do DRE (2027-2031).....	86

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Exemplo de balanço patrimonial.	19
Quadro 2: Exemplo de demonstrativo do resultado do exercício.	20
Quadro 3: Demonstração dos Fluxos de Caixa.....	23
Quadro 4: Ranking dos Fatores de Impacto Negativo sobre a Indústria Calçadista Brasileira	40
Quadro 5: Demonstrativo de Resultado do Exercício Histórico (2017-2022).....	53
Quadro 6: Balanço Patrimonial Histórico (2017-2022).....	58
Quadro 7: Projeção de Indicadores Macroeconômicos.	63
Quadro 8: Premissas de Ajuste de Preço Médio.....	63
Quadro 9: Lojas Próprias - Crescimento Histórico.....	64
Quadro 10: Lojas Próprias - Premissas de Crescimento.	64
Quadro 11: E-commerce - Crescimento Histórico.....	67
Quadro 12: E-commerce - Premissas de Crescimento.....	67
Quadro 13: Multimarcas - Crescimento Histórico.....	68
Quadro 14: Multimarcas- Premissas de Crescimento.....	69
Quadro 15: Franquias - Crescimento Histórico.	70
Quadro 16: Franquias - Premissas de Crescimento.	71
Quadro 17: Exportações - Crescimento Histórico.	73
Quadro 18: Exportações - Premissas de Crescimento.	73
Quadro 19: DRE Projetado (2023-2026).	83
Quadro 20: DRE Projetado (2027-2031).	84
Quadro 21: Balanço Patrimonial Projetado (2023-2026).	87
Quadro 22: Balanço Patrimonial Projetado (2027-2031)	88
Quadro 23: Cálculo do WACC	89
Quadro 24: FCFF da Empresa	90

LISTA DE QUADROS

Gráfico 1: Evolução de Receita da Empresa por canal (em R\$ milhares)	16
Gráfico 2: Crescimento anual do PIB (Brasil). Itaú BBA (2023).....	34
Gráfico 3: Evolução de Novos Casos de Covid-19 no Brasil. Fonte: Secretarias Estaduais de Saúde. Brasil (2022).....	35
Gráfico 4: Série Histórica da Taxa de Desemprego no Brasil. IBGE (2023).....	35
Gráfico 5: Série Histórica do IPCA e Taxa SELIC (2010 – 2022E).	36
Gráfico 6: Série Histórica da Intenção de Compra das Família (2010 - 2022).....	37
Gráfico 7: Série Histórica do Valor Real das Vendas no Varejo – variação percentual em relação ao mesmo período do ano anterior (2010 - 2022).	38
Gráfico 8: Produção Nacional de Calçados, em milhões de pares.	39
Gráfico 9: Produção Nacional de Calçados, em milhões de reais.	39
Gráfico 10: Representatividade por Segmento do Setor de Calçados Brasileiro (2021).....	40
Gráfico 11: Projeção do Setor de Calçados Brasileiro (2022 - 2027). Abicalçados (2022) e Marketline (2021).	41
Gráfico 12: Faturamento Anual Médio (Lojas Conceito x Outras Lojas Próprias) em milhares de reais.	44
Gráfico 13: Vendas Históricas das Lojas Próprias em milhares de reais.	45
Gráfico 14: Evolução no Número de Franquias.	46
Gráfico 15: Vendas Históricas para Franquias em milhares de reais.	47
Gráfico 16: Vendas Históricas do E-commerce em milhares de reais.....	49
Gráfico 17: Vendas Históricas para Lojas Multimarcas em milhares de reais.	50
Gráfico 18: Vendas Históricas de Exportações em milhares de reais.	51
Gráfico 19: Ciclo de conversão de caixa histórico.	61
Gráfico 20: Lojas Próprias - Vendas por m ² e Área média das lojas.....	65
Gráfico 21: Lojas Próprias - Vendas Médias por Loja e N° de Lojas.....	65
Gráfico 22: Lojas Próprias - Volume Total de Vendas e Preço Médio.	66
Gráfico 23: Lojas Próprias - Receita de Vendas Projetada (em R\$ milhares).....	66
Gráfico 24: E-commerce - Volume Total de Vendas e Preço Médio.	67
Gráfico 25: E-commerce - Receita de Vendas Projetada (em R\$ milhares).....	68
Gráfico 26: Multimarcas - Vendas por Loja e N° de Lojas.	69
Gráfico 27: Multimarcas - Volume Total de Vendas e Preço Médio.	69
Gráfico 28: Multimarcas - Receita de Vendas Projetada (em R\$ milhares).....	70

Gráfico 29: Franquias - Vendas por Franquias e Nº de Franquias.....	71
Gráfico 30: Franquias - Volume Total de Vendas e Preço Médio.....	71
Gráfico 31: Franquias - Receita de Vendas Projetada (em R\$ milhares).	72
Gráfico 32: Franquias - Receita de Serviços (em R\$ milhares).....	72
Gráfico 33: Exportações - Volume Total de Vendas e Preço Médio.....	73
Gráfico 34: Exportações - Receita de Vendas Projetada (em R\$ milhares).	74
Gráfico 35: Faturamento Consolidado (em R\$ milhares).....	75
Gráfico 36: Representatividade por Canal no Faturamento Consolidado (%).	75
Gráfico 37: Impostos sobre Receita (em R\$ milhares).....	76
Gráfico 38: Custos Operacionais Projetados (em R\$ milhares).....	77
Gráfico 39: Despesas Operacionais Projetadas (em R\$ milhares).....	78
Gráfico 40: Investimento de Capital Projetado (em R\$ milhares).....	78
Gráfico 41: Depreciação e Amortização Projetadas (em R\$ milhares).....	79
Gráfico 42: Variação de Capital de Giro Projetado.....	79
Gráfico 43: Capital de Giro Projetado.....	80

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
1.1	Contexto de desenvolvimento do trabalho	15
1.2	Objetivo do trabalho.....	16
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	17
2.1	Contabilidade	17
2.1.1	Balanço patrimonial (BP).....	17
2.1.2	Demonstração do resultado de exercício (DRE)	19
2.1.3	Demonstração dos fluxos de caixa (DFC).....	22
2.2	Finanças.....	23
2.2.1.1	Avaliação de empresas.....	23
2.2.2	Avaliação por fluxo de caixa descontado (FCD)	25
2.2.2.1	Fluxo de caixa para a empresa (FCFF)	26
2.2.2.2	Fluxo de caixa para o acionista (FCFE).....	26
2.2.2.3	Perpetuidade.....	27
2.2.2.4	Taxa de desconto	28
2.2.2.5	Custo do capital próprio (ke).....	29
2.2.2.6	Retorno livre de risco (rf).....	29
2.2.2.7	Beta (β)	30
2.2.2.8	Prêmio de risco	31
2.2.2.9	Custo da dívida (kd)	32
2.2.2.10	Custo ponderado de capital (WACC)	32
3	ANÁLISE SETORIAL	34
3.1	Cenário macroeconômico.....	34
3.2	Indústria de varejo no Brasil	36
3.3	Indústria de varejo de calçados no Brasil.....	38
4	A EMPRESA	42
4.1	Lojas próprias.....	43
4.2	Franquias	45
4.3	E-commerce	47
4.4	Multimarcas.....	49
4.5	Exportações	50
5	DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS.....	52

5.1	Demonstração do resultado de exercício histórico.....	52
5.2	Balanço patrimonial histórico	57
6	MODELAGEM.....	62
6.1	Premissas Macroeconômicas e Financeiras	62
6.2	Premissas Operacionais.....	63
6.2.1	Receitas	63
6.2.1.1	Lojas Próprias	64
6.2.1.2	E-commerce	66
6.2.1.3	Multimarcas	68
6.2.1.4	Franquias.....	70
6.2.1.5	Exportações.....	72
6.2.1.6	Consolidado	74
7	AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA	82
8	CONCLUSÃO	92
9	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	95

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contexto de desenvolvimento do trabalho

A elaboração do presente trabalho se dá no contexto em que o autor trabalhava como analista financeiro em uma empresa que presta serviços de consultoria e assessoria financeira em processos de fusões e aquisições. Este termo, popularmente conhecido como M&A (da abreviação para o termo em inglês *mergers and acquisitions*), refere-se ao processo de combinar as operações de duas empresas em uma. Esse fenômeno pode ocorrer pela união combinada das duas operações (fusão) ou pela incorporação de um negócio em outro (aquisição). Os objetivos para tais operações são diversos, mas estão comumente relacionados à busca de sinergias operacionais, visando criar valor na companhia resultante da fusão ou aquisição. Ainda, existem entidades financeiras (fundos de investimentos) que buscam a compra de um ativo a fim de valorizá-lo ao longo de um período (normalmente 5 ou 10 anos) para revendê-lo futuramente e capturar o ganho de valor agregado nesse tempo.

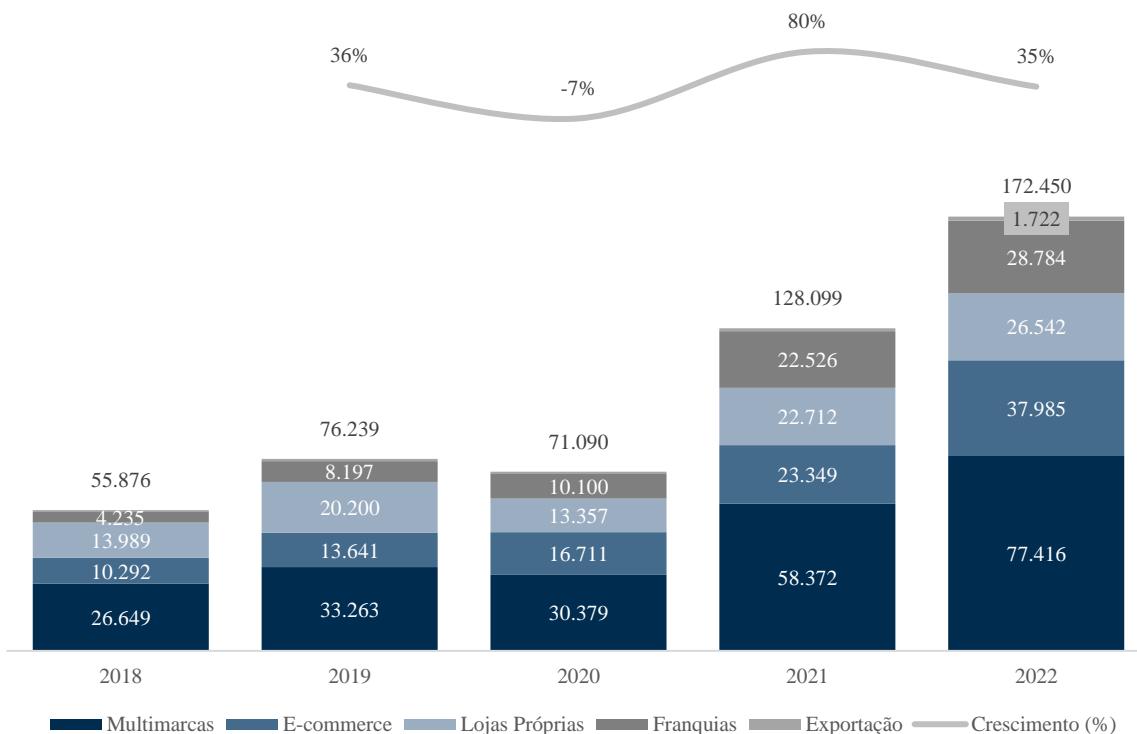
Durante sua experiência enquanto na empresa, o autor teve contato com diferentes modelos de negócio nos quais se aprofundou em aspectos tanto operacionais quanto financeiros para que pudesse realizar a avaliação dos ativos e especificá-los com o objetivo de vendê-los para potenciais investidores do mercado. Nesse contexto, o autor engajou-se especialmente em uma empresa do setor de varejo de moda que lhe chamou a atenção por diferentes movimentos do setor em que esta estava inserida, como os efeitos da crise da pandemia da Covid-19, aquecimento dos movimentos de fusões e aquisições e forte digitalização dos canais de vendas.

Dentro de sua experiência profissional, o autor teve contato com os profissionais da empresa estudada e desenvolveu diversas análises para compreender o desempenho financeiro desta, o que o permitiu acesso a informações que lhe davam condições para elaborar um estudo aprofundado.

Somado às motivações apresentadas acima, durante a elaboração do trabalho, o autor estava concluindo a graduação de Engenharia de Produção na Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, o que o provocou a compreender mais detalhadamente as dinâmicas econômico-financeiras de uma indústria deste setor e como seu desempenho é refletido no valor que o mercado percebe desta empresa.

Portanto, a fim de aprofundar ainda mais sua compreensão a respeito da empresa e das dinâmicas do setor no qual ela está inserida, ela será o objeto de estudo deste trabalho.

Gráfico 1: Evolução de Receita da Empresa por canal (em R\$ milhares). Fonte: Elaboração Própria



1.2 Objetivo do trabalho

O trabalho tem como objetivo determinar o valor econômico de uma empresa privada sediada no sudeste do Brasil que desenvolve, fabrica e distribui calçados, bolsas e acessórios femininos de luxo no país, a partir de suas performances financeiras e operacionais, considerando o cenário econômico e mercadológico no qual esta se encontra. Além disso, também serão identificadas eventuais deficiências operacionais da empresa, denotados de análises financeiras, e propostas potenciais soluções para a captura dessas melhorias. Com o valor encontrado, espera-se ajudar os sócios da empresa a tomarem decisões mais assertivas a respeito de uma potencial venda ou fusão da empresa.

A fim de manter a confidencialidade da empresa em estudo, por questões contratuais assinadas no processo de M&A, esta será tratada durante todo o trabalho como “Empresa” e suas informações mais sensíveis serão omitidas. Para a realização das análises financeiras, parte dos dados quantitativos serão multiplicados por uma variante k arbitrada pelo autor, mantendo a confidencialidade.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Anteriormente à análise empresarial, faz-se necessários o resgate de algumas referências bibliográficas que abordam as noções primárias que serão utilizadas ao decorrer do presente trabalho. Este capítulo tem como objetivo definir os principais conceitos e metodologias adotados ao longo do trabalho, a partir de autores que são referências nas áreas de estudo.

2.1 Contabilidade

A Contabilidade, segundo Iudibícus, *et al.* (2010), surgiu intrinsecamente ao capitalismo, como ferramenta para mensurar as movimentações financeiras derivadas das explorações comerciais ou industriais que se dão nesse sistema econômico. Esta ciência social, passou a abranger conjuntos de metodologias a fim de captar, registrar, armazenar, sintetizar e interpretar as movimentações patrimoniais, financeiras e econômicas de qualquer entidade, seja esta pessoa física ou jurídica.

Para o fim de elaboração de um *valuation*¹, os documentos contábeis mais importantes, segundo Póvoa (2012), são balanço patrimonial (BP) e demonstrativo do resultado do exercício (DRE). Ainda, será tratado neste trabalho a demonstração de fluxos de caixa (DFC), abordada pela legislação brasileira, conforme a Lei das Sociedades por Ações (BRASIL. Lei N° 6.404, DE 15 DE DEZEMBRO DE 1976). Para fins práticos, todos os conceitos tratados serão explanados sob a perspectiva de uma pessoa jurídica, mais especificamente empresas privadas com fins lucrativos.

2.1.1 Balanço patrimonial (BP)

Para Marion (2012), o balanço patrimonial é o principal demonstrativo da contabilidade. O BP representa uma fotografia da posição financeira em um determinado momento, geralmente representando o final de um ano ou algum outro período, como mês, trimestre ou semestre. Este é segmentado horizontalmente em duas partes, sendo a metade à esquerda composta pelo ativo e parte à direita composta pelo passivo e pelo patrimônio líquido. As contas alocadas no balanço patrimonial devem ser mensuráveis monetariamente, dado que são expressos em moeda.

¹ *Valuation*: termo em inglês popularmente atribuído à avaliação econômico-financeira de uma empresa

O ativo abrange todos os bens e direitos de propriedade da pessoa física ou jurídica, por meio dos quais esta se beneficia ou se beneficiará futuramente. De acordo com Krauze (2004), as principais subdivisões para a categoria de ativos são:

- **Ativo circulante:** refere-se aos bens e direitos de maior liquidez, dos quais a entidade conseguirá se beneficiar no próximo exercício – geralmente no próximo ano –, abrangendo itens como caixa e equivalentes de caixa, aplicações financeiras de liquidez imediata, duplicatas de clientes a receber no curto prazo e estoques;
- **Ativo permanente (Ativo Não Circulante):** refere-se aos bens e direitos realizáveis a longo prazo, não diretamente relacionadas à liquidez por meios de pagamentos operacionais, e cuja perspectiva de permanência na entidade ultrapasse um exercício, abrangendo investimentos, imobilizado e intangível.

Contrariamente, o passivo compreende as obrigações que a entidade possui perante terceiros, podendo ser segmentada nas seguintes categorias, segundo Krauze (2004):

- **Passivo circulante:** abrange as obrigações conhecidas de uma entidade e os seus encargos estimados cujas expectativas de execução estão dentro do horizonte do exercício subsequente. Geralmente, inclui as contas a pagar para fornecedores, salários e ordenados a pagar, obrigações com encargos sociais, impostos a recolher, empréstimos bancários e receitas antecipadas;
- **Passivo exigível a longo prazo (Passivo Não Circulante):** engloba contas que representem obrigações vencíveis após o término do próximo exercício ou o ciclo operacional, normalmente agrupando empréstimos e financiamentos bancários adquiridos junto a terceiros, parcelamentos tributários de longo prazo, mútuos de sócios e outros.

Por fim, o patrimônio líquido abrange os recursos dos proprietários destinados à entidade, geralmente realizados por meio de aportes dos sócios no capital social da companhia e lucros ou prejuízos acumulados dos exercícios anteriores e não distribuídos aos sócios.

Para fins de representação, um balanço patrimonial simplificado de uma empresa é apresentado no Quadro 1, com as principais contas que geralmente são encontradas em companhias brasileiras.

Quadro 1: Exemplo de balanço patrimonial. Fonte: Elaboração própria.

Balanço Patrimonial	
Ativo	Passivo
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Caixa e Equivalentes de Caixa	Fornecedores
Aplicações Financeiras	Obrigações Trabalhistas e Sociais
Contas a Receber	Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo
Estoque	
Ativo Não Circulante	Passivo Não Circulante
Investimentos	Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo
Imobilizado	
Intangível	
	Patrimônio Líquido
	Capital Social
	Lucros e Prejuízos Acumulados

De acordo com Montoto (2018), a equação fundamental do patrimônio, representada pela Equação 1, relaciona algebricamente o lado esquerdo com o lado direito:

$$\text{ATIVO} = \text{PASSIVO} + \text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}$$

Equação 1: Equação Fundamental do Patrimônio. Fonte: Montoto (2018).

2.1.2 Demonstração do resultado de exercício (DRE)

Segundo Iudibícus, *et al.* (2010), o demonstrativo do resultado do exercício (DRE) é a representação sucinta das operações realizadas pela entidade na qual são expostos os resultados performados em um intervalo de tempo, evidenciando um dos indicadores mais importantes de uma empresa: o lucro ou prejuízo líquido. Neste demonstrativo, são identificados todas as receitas, custos e despesas do período analisado, sem que estejam refletidas operações de outros períodos. Isso porque, segundo Marion (2012), a cada final de exercício, a contabilidade elabora o DRE em regime de competência, ou seja, apurando as receitas e despesas geradas no exercício, independentemente do seu recebimento, ao contrário do regime de caixa, que apura as efetivas entradas e saídas de valores financeiros da entidade.

Partindo do conceito acima, o DRE permite diversas análises sobre a rentabilidade de uma empresa, porém ela por si não entrega uma visão geral da saúde financeira desta. Uma loja, por exemplo, que em um ano apresenta lucro líquido, isto é, a soma positiva das receitas e despesas incorridas, não necessariamente se sustenta operacionalmente. Caso as receitas representadas sejam resultadas de vendas realizadas com prazos muito longos e as despesas reflitam pagamentos à vista para fornecedores, esta pode não ter caixa suficiente para honrar com suas obrigações com terceiros.

O DRE é apresentado de forma vertical e a sua estrutura padrão está representada no Quadro 2, abaixo:

Quadro 2: Exemplo de demonstrativo do resultado do exercício. Fonte: Elaboração própria.

Demonstrativo do Resultado do Exercício	
Receita Bruta	
(-) Deduções da Receita Bruta	
(-) Impostos da Receita Bruta	
(=) Receita Líquida	
(-) Custo dos Produtos e Serviços Vendidos	
(=) Lucro Bruto	
(+) Despesas e Receitas Operacionais	
(=) Lucro Antes de Juros e Impostos de Renda (EBIT)	
(+/-) Resultado Financeiro Líquido	
(=) Lucro Antes de Impostos de Renda (EBT)	
(-) Provisão para CSLL	
(-) Provisão para IRPJ	
(=) Lucro Líquido	

Para fins de apresentação das diversas linhas do DRE, será considerado o demonstrativo do objeto de avaliação do presente trabalho: uma indústria e distribuidora de calçados femininos.

A receita bruta, ou faturamento, representa a soma de todas as receitas operacionais da empresa provindas das atividades essenciais desta. Portanto, receitas financeiras e outras receitas não operacionais, como a venda de imóveis, não são contabilizadas nesta linha.

As deduções sobre a receita bruta representam os valores monetários de devoluções e cancelamentos de compras, que se dão por diversos fatores (produtos com defeitos, entregas não realizadas e desistências após o pagamento). Os impostos sobre a receita bruta são obrigações fiscais diretas, que são devidos no momento das vendas, e podem ter cunho federal, como o PIS (imposto destinado para o Programa de Integração Social) e o COFINS (Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social), estadual, como o ICMS (Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços) ou municipal, como o ISS (Imposto sobre Serviços).

O resultado entre a subtração dos saldos de deduções da receita bruta e impostos sobre a receita bruta do faturamento, é a receita líquida.

O custo dos produtos e serviços vendidos, segundo Málaga (2018), remonta aos gastos financeiros relacionados ao trabalho necessário para a produção dos bens vendidos e serviços prestados. Nesta categoria incluem-se custos das matérias-primas para a confecção dos sapatos,

salários, encargos sociais e benefícios relacionados a funcionários da produção, aluguel da fábrica, entre outras obrigações.

O resultado entre a subtração dos custos dos produtos e serviços vendidos da receita líquida, é o lucro bruto, do qual se obtém um importante indicador financeiro, que é a margem bruta, ou seja, a razão entre o lucro bruto a receita líquida.

As despesas e receitas operacionais abrangem as movimentações financeiras relacionadas a movimentações financeiras necessárias para a operação essencial da empresa, mas que não são diretamente relacionados à produção dos bens e serviços vendidos. Nessa linha são encontrados, por exemplo, gastos com funcionários com funções administrativas, materiais de escritório e limpeza, provisões para devedores duvidosos, aluguel do imóvel administrativo, serviços de terceiros, como escritórios advocatícios e de contabilidade, depreciações e amortizações de ativos, entre outros.

O resultado da soma do lucro bruto com as despesas e receitas operacionais é o lucro antes de juros e impostos de renda (LAJIR ou, da sigla em inglês, EBIT – *earnings before interest and taxes*). A razão entre o lucro bruto a receita líquida é chamada de margem EBIT.

As receitas e despesas financeiras referem-se aos juros pagos sobre empréstimos e financiamentos tomadas pela empresa e aos rendimentos de aplicações financeiras realizadas pela empresa. Segundo Málaga (2018), são juros provenientes de passivos onerosos, descontos financeiros dados a clientes, ajustes monetários passivos, operações com derivativos e descontos de recebíveis.

O resultado entre a soma das receitas e despesas financeiras, e o EBIT, é o lucro antes de imposto de renda (LAIR, ou da sigla em inglês, EBT – *earnings before taxes*). A razão entre o EBT e a receita líquida é a margem EBT.

O EBT também é chamado de lucro tributável, pois é sobre ele que serão calculados o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL).

Por fim, subtraindo os impostos de renda devidos ao EBT, chega-se no lucro líquido da empresa, sobre o qual é possível calcular a margem líquida, isto é, a razão entre o lucro líquido e a receita líquida.

Apesar destas serem as principais linhas exigidas às empresas pela norma IFRS (*International Financial Reporting Standards*, ou normas internacional de relatórios

financeiros, na tradução literal) e pelas normas brasileiras (BR GAAP²) de contabilidade, existe mais um indicador de rentabilidade muito comum nas discussões sobre finanças corporativas: o lucro antes de juros, imposto de renda, depreciação e amortização (LAJIDA ou EBITDA, do inglês, *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*). Este é calculado pela adição da depreciação e amortização ao EBIT, e funciona como um dos principais indicadores para a avaliação de empresas. A divisão do EBITDA pela receita líquida, é a margem EBITDA, um dos indicadores de rentabilidade mais utilizados para a avaliação de empresas.

2.1.3 Demonstração dos fluxos de caixa (DFC)

Montoto (2018) define a demonstração dos fluxos de caixa (DFC) como as movimentações realizadas nas contas de caixa e equivalentes de caixa do balanço patrimonial, ou seja, entradas e saídas de dinheiro físico ou de contas digitais em bancos.

Em contraste com o BP, que representa a fotografia estática das contas de ativo, passivo e patrimônio líquido de uma empresa, Marion (2012) diz que o DFC é uma demonstração dinâmica, mas que está contida no balanço patrimonial.

O demonstrativo de fluxo de caixa pode ser elaborado de duas formas diferentes: o fluxo de caixa direto e o fluxo de caixa indireto. Conforme Iudibícus, *et al.* (2010), o fluxo de caixa direto é elaborado apenas pelas variações dos balanços patrimoniais de períodos consecutivos. Já o fluxo de caixa indireto parte de uma linha do DRE, o lucro líquido, ou outra linha de resultado similar (o EBIT e EBITDA também costumam ser utilizados), e então é analisada a relação entre estas contas e os itens do balanço patrimonial.

Segundo Málaga (2018), o DFC pode ser dividido três grupos diferentes:

- **Fluxo de caixa operacional (FCO):** representa as variações de caixa da operação da companhia refletidas no DRE que de fato representou movimentações de caixa da empresa no período analisado;
- **Fluxo de caixa de investimentos (FCI):** remonta às transações de aquisição ou venda de ativos permanentes, como móveis, imóveis e equipamentos destinado a produção, ou realização de participações de outras empresas;
- **Fluxo de caixa de financiamentos (FCF):** refere-se à todas as operações financeiras da empresa, como amortização de dívidas, aportes no capital social,

² Sigla em inglês para *Brazilian Generally Accepted Accounting Principles*, ou princípios contábeis geralmente aceitos no Brasil, que abrange um conjunto de normas, leis e princípios que regem a ciência contábil no país.

receitas e despesas financeiras, pagamentos de juros sobre capital próprio e dividendos.

O Quadro 3 representa um demonstrativo de fluxo de caixa sob o método indireto e as principais contas que o compõem:

Quadro 3: Demonstração dos Fluxos de Caixa. Fonte: Elaboração própria.

Demonstração dos Fluxos de Caixa	
(+)	Lucro Líquido
(+)	Depreciação e Amortização
(+/-)	Variações no Capital de Giro
(=) Fluxo de Caixa Operacional (FCO)	
(-)	Capex
(+/-)	Baixa/Aquisição de Imobilizado e Intangível
(+/-)	Baixa/Aquisição de Investimentos
(=) Fluxo de Caixa de Investimentos (FCI)	
(+/-)	Variações na Dívida Bruta
(+/-)	Variações do Capital Social
(+/-)	Ajustes no Patrimônio Líquido
(-)	Pagamento de Dividendos
(=) Fluxo de Caixa de Financiamento (FCF)	
(=) Fluxo de Caixa do Exercício (FCO + FCI + FCF)	

2.2 Finanças

2.2.1.1 Avaliação de empresas

Póvoa (2012) diferencia os conceitos de valor e preço sob a ótica de fatores e contextos que levam a diferenças de percepção entre os dois. Enquanto o preço é um conceito objetivo, dado as condições de oferta e demanda de um ativo em um determinado momento, o valor é uma mensuração influenciada por aspectos subjetivos que depende da visão do avaliador do ativo. Desta forma, o objetivo de um avaliador financeiro é encontrar não necessariamente o valor de um determinado ativo, mas sim determinar uma região de seu preço.

Segundo Damondaran (2006), esta subjetividade é provocada por uma série de incertezas que podem ser divididas em três grupos:

- Incerteza de estimativas, associadas a erros e avaliações incorretas do analista quando avaliando suas fontes de informação;
- Incertezas específicas da firma, relacionada ao desvio dos resultados futuros da firma em relação às estimativas projetadas;

- Incertezas macroeconômicas, que compreende a influência de flutuações da economia como um todo sobre o desempenho financeiro da companhia.

Tais incertezas não são, no entanto, insuperáveis, tendo o analista os seguintes meios de mitigá-las, de acordo com Damodaran (2006):

- Elaboração de melhores modelos de precificação, que reúnem maior informação;
- Estabelecer regiões de preços, de modo a compreender cenários diferentes para estimativas;
- Discorrer sobre probabilidades, sendo essa a maneira que um analista encontra para expressar seu grau de incerteza sobre a direção de preços de um ativo.

Partindo para os métodos de avaliação de uma empresa, duas principais escolas assumem o protagonismo nas precificações de ativos: a Escola Gráfica e Técnica e a Escola Fundamentalista. A primeira assume que as novas informações de mercado são transmitidas e interpretadas de forma linear por todos os agentes do mercado. Assim, a cada atualização, os preços dos ativos são ajustados, decorrente das decisões tomadas por esses agentes. A segunda, segundo Damodaran (2006), apesar de todas as incertezas e diferenças de abordagens por parte dos analistas, é possível avaliar cada ativo dado que todos seguem os mesmos princípios fundamentalistas.

Damodaran (2006) definiu três principais abordagens fundamentalistas nas precificações de ativos:

- Fluxo de caixa descontado: estimativa do valor presente dos fluxos de caixa futuros da empresa projetados;
- Valoração relativa: precificação por meio do preço de ativos comparáveis, baseando-se em uma variável comum, como lucro, vendas, fluxo de caixa, entre outros;
- Precificação de opções: utilizada para ativos que têm características de opções reais, parte de modelos de precificação para medir o valor de ativos que compartilham características de opções.

Visando absorver na avaliação do ativo as variáveis que atingem a operação da Empresa e que são refletidas em seus resultados, o presente trabalho utilizará a metodologia do fluxo de caixa descontado, por meio de uma projeção detalhada de todas as contas que impactam na expectativa de entrada de dinheiro futuro na Empresa. O método de fluxo de caixa descontado é baseado nos fundamentos financeiros da empresa, concentrando-se no valor intrínseco do negócio. Ele avalia a capacidade da empresa de gerar fluxos de caixa futuros e desconta esses

fluxos de caixa para o valor presente, levando em consideração o custo de oportunidade do capital. Isso permite uma análise mais aprofundada da saúde financeira e da capacidade de geração de valor da empresa.

2.2.2 Avaliação por fluxo de caixa descontado (FCD)

O valor de um ativo, segundo Damodaran (2006), pode ser calculado pelo valor presente dos fluxos de caixa esperados por este. A abordagem do fluxo de caixa descontado (FCD, ou da sua sigla inglês, DCF – *discounted cash flow*) impõe uma taxa de desconto que reflete o grau de risco do ativo para que seja trazida a geração de caixa futura ao valor presente.

No modelo de avaliação por DCF são analisadas todas as premissas macroeconômicas, de mercado e operacionais do ativo para determinar seus resultados futuros, como por exemplo:

- Premissas macroeconômicas: expectativas de inflação, índices cambiais, juros em dívidas bancárias, entre outros;
- Premissas de mercado: gasto médio com novos investimentos, custos das matérias-primas, aluguel esperado dos imóveis, entre outros;
- Premissas operacionais: número de lojas, capacidade de fabricação, ticket médio por produto, entre outros.

A fórmula fundamental do DCF está representada na Equação 2:

$$Valor\ do\ Ativo = \frac{E(CF_1)}{1 + r} + \frac{E(CF_2)}{(1 + r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1 + r)^3} + \dots + \frac{E(CF_n)}{(1 + r)^n}$$

Equação 2: Fluxo de Caixa Descontado. Fonte: Damodaran (2006).

Onde $E(CF_n)$ é o fluxo de caixa previsto no período n e r é a taxa de desconto.

Segundo Damodaran (2006), existem duas principais subdivisões na metodologia do fluxo de caixa descontado: o fluxo de caixa para a empresa (FCFF, da sigla em inglês para *free cash flow to the firm*) e o fluxo de caixa para os acionistas (FCFE, da sigla em inglês para *free cash flow to equity*). No presente trabalho, será adotada a metodologia de DCF por meio do fluxo de caixa para a empresa. A escolha por este caminho será explicada adiante, após a definição abaixo das duas abordagens, para fins de diferenciação de acordo com as bibliografias utilizadas.

2.2.2.1 Fluxo de caixa para a empresa (FCFF)

Para Póvoa (2012), o Fluxo de Caixa para a Empresa (FCFF) reflete os fluxos gerados pela empresa para serem distribuídos entre credores e acionistas, sob forma de juros e dividendos. Damodaran (2012) aborda que são considerados as participações na empresa de todos que possuem direitos sobre a empresa, ou seja, além dos acionistas, também são incluídos os detentores das dívidas contraídas por esta. Para chegar ao valor da empresa por meio do FCFF, o analista deve descontá-lo pelo custo médio ponderado do capital (WACC, da sigla em inglês para *weighted average cost of capital*).

Segundo Damodaran (2006), o FCFF permite analisar os efeitos de um endividamento no valor da empresa, analisando o retorno futuro que credores e acionistas teriam ao investir no ativo em determinado momento. A fórmula simplificada, que é geralmente utilizada para se chegar ao FCFF, está representada na Equação 3:

$$FCFF_i = EBIT_i * (1 - t) + D\&A_i - Variação\ no\ Capital\ de\ Giro_i - Capex_i$$

Equação 3: Fluxo de caixa para a empresa. Fonte: Damodaran (2006).

Onde t é a taxa de imposto sobre lucros submetido à empresa e D&A é a depreciação e amortização incorrida nos ativos da empresa no período i.

A soma dos FCFF trazidos a valor presente resulta no Valor da Empresa (EV, da sigla em inglês para *enterprise value*), que pode ser obtido pela Equação 4:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{Perpetuidade}{(1 + WACC)^n}$$

Equação 4: Enterprise value por FCFF. Fonte: Damodaran (2006).

Onde a perpetuidade é o valor que representa a geração de valores de maneira eterna da empresa, WACC é o custo ponderado de capital e n é o número de períodos projetados antes de se estimar a perpetuidade. Os conceitos de perpetuidade e WACC serão melhor aprofundados adiante no presente trabalho.

2.2.2.2 Fluxo de caixa para o acionista (FCFE)

Em contrapartida, segundo Póvoa (2012), o FCFE reflete os fluxos gerados pela empresa para serem distribuídos apenas entre os detentores do capital próprio, ou seja, os

acionistas. Segundo esse conceito, subtraindo os pagamentos de juros e amortizações de empréstimos e financiamentos para os credores detentores das dívidas do FCFF, obtém-se o FCFE. Segundo Damodaran (2006), para chegar ao valor da empresa por meio do FCFE, o analista deve descontá-lo pelo custo do capital próprio da empresa. A fórmula simplificada, que é geralmente utilizada para se chegar ao FCFE, está representada na Equação 5:

$$FCFE_i = Lucro\ Líquido_i + D\&A_i - Variação\ no\ Capital\ de\ Giro_i - Capex_i - Variação\ na\ Dívida\ Bruta_i$$

Equação 5: Fluxo de caixa para os acionistas. Fonte: Damodaran (2006).

A soma dos FCFE trazidos a valor presente resulta no *Equity Value* (valor patrimonial, na tradução literal) ou *Market Capitalization* (ou até Market Cap), que representa o valor da empresa nas mãos apenas dos acionistas, e pode ser obtido pela Equação 6:

$$Equity\ Value = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1 + k_e)^i} + \frac{Perpetuidade}{(1 + k_e)^n}$$

Equação 6: *Equity Value* por FCFE. Fonte: Damodaran (2006).

Onde k_e é o custo do capital próprio da empresa.

A Empresa em estudo no presente trabalho possui saldos de endividamentos quase irrelevantes perto ao tamanho de sua operação, como será aprofundado mais adiante. Por este motivo, os cálculos de fluxo de caixa para a empresa (FCFF) e fluxo de caixa para os acionistas (FCFE) tendem a resultar em valores muito próximos, uma vez que não há credores relevantes na empresa. Portanto, para a avaliação da empresa pelo método de DCF, será utilizado o FCFF.

2.2.2.3 Perpetuidade

Como visto na Equação 4 e na Equação 6, descritas acima, um conceito fundamental para calcular o valor de uma empresa é a perpetuidade. Isso porque, na maioria dos casos, a empresa que está sendo avaliada não deixará de existir em um horizonte de tempo determinado e continuará gerando retornos aos seus investidores. Por isso, Damodaran (2006) propõe que os fluxos de caixa sejam projetados até o momento em que a Empresa atingir sua maturidade, ou seja, em que esta apresente um crescimento estável, assumindo que o caixa gerado também crescerá ao mesmo ritmo. A partir desse ponto, assume-se um crescimento na perpetuidade, como descrito na Equação 7:

$$\text{Valor na Perpetuidade}_n = \frac{\text{Fluxo de Caixa}_n * (1 + g)}{(\text{Taxa de Desconto} - g)}$$

Equação 7: Valor na Perpetuidade. Fonte: Damodaran (2006).

Onde a taxa de desconto pode ser representada pelo WACC, no caso de um *valuation* realizado por meio do FCFF, ou pelo k_e , no caso de um *valuation* realizado por meio do FCFE, e g é a taxa de crescimento estável na perpetuidade.

2.2.2.4 Taxa de desconto

A taxa de desconto, segundo Damodaran (2006) reflete o risco de o investidor receber o retorno sobre o capital aplicado no ativo em questão, dado suas características operacionais e como elas interagem com os aspectos financeiros e macroeconômicos no qual está sujeito. Para Copeland (2006), tal retorno é a remuneração esperada tanto por credores quanto por acionistas quando estes investem recursos em forma de dívida ou aportando capital, respectivamente, sendo que estes agentes procuram sempre aplicá-los dado em conta o custo de oportunidade do investimento, ou seja, o retorno potencial que o investidor poderia ter alternativamente a inserir recursos no ativo. Damodaran (2006) relembra que no conceito de risco está intrínseco que os fluxos de caixa que retornarão aos investidores não coincidem com os retornos esperados pelas partes interessadas.

Póvoa (2012) salienta a importância de utilizar a mesma expressão monetária indicada no fluxo de caixa e de levar em consideração valores reais ou nominais, de acordo com a lógica utilizada para projeção dos fluxos de caixa, para estimação da taxa de desconto. Além disso, o autor também redobra a atenção na aplicação da taxa de desconto correta para os diferentes fluxos de caixa apresentados. Para o FCFF, utiliza-se o custo médio ponderado de capital (WACC) e para o FCFE deve-se aplicar o custo do capital próprio (k_e).

2.2.2.5 Custo do capital próprio (k_e)

O custo de capital próprio (k_e , na abreviação do termo em inglês *cost of equity*), segundo Damodaran (2006), representa a taxa de retorno esperada por um acionista sobre um ativo quando este está avaliando a alocação dos seus investimentos. A abordagem mais popularmente conhecida para a estimativa do k_e é a aplicação da fórmula do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM, ou Modelo de Precificação de Bens de Capital, na tradução literária). Segundo Coperland (2012), o CAPM apresenta o custo de capital próprio como a soma do retorno de ativos livres de risco do mercado com um prêmio relativo ao mercado no qual o ativo opera multiplicado pela correlação deste com as empresas de capital aberto. A fórmula do CAPM está representada na Equação 8:

$$k_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Equação 8: Modelo de Precificação de Bens de Capital (CAPM). Fonte: Damodaran (2006).

Onde r_f é a taxa livre de risco, representando o retorno de ativos livres de risco do mercado, β é a medida do risco sistêmico da empresa em relação às variações de mercado e $(r_m - r_f)$ é o prêmio de mercado.

2.2.2.6 Retorno livre de risco (r_f)

Damodaran (2006) define a taxa livre de risco (r_f) como o retorno de ativos com fluxos de caixa futuros já determinados e certeiramente previsíveis, como ativos sem risco de calote (*default*, como é popularmente conhecido no termo em inglês) e sem incerteza sobre as taxas de reinvestimento, podendo-se afirmar com certeza qual será o fluxo para o investidor. Partindo desses critérios, assume-se comumente que as taxas livres de risco são relativas a títulos emitidos por governos sem risco de insolvência. Desta forma, a taxa livre de risco utilizada por padrão é o retorno oferecido pelos títulos de dívida do banco central dos Estados Unidos, o *Federal Reserve* (FED).

Para os fins do presente trabalho, será utilizado para cálculo da taxa livre de risco (r_f) na avaliação da empresa estudada o título soberano americano de 10 anos, o *US 10Y Bond*, dado que o governo americano, em toda sua história, nunca deixou de pagar os investidores de títulos soberanos dos Estados Unidos, mesmo em momentos de crise severa. Realizando a média da taxa de retorno deste papel entre 2012 e 2022, chega-se ao valor de 0,74%.

2.2.2.7 Beta (β)

Segundo Póvoa (2012), o Beta (β) é a quantificação do grau de variação do comportamento do retorno de um ativo com relação a outro. Visando obter o risco de retorno de um ativo em relação ao mercado, é possível avaliar a covariância entre os dois, traçando uma comparação na covariância do ativo estudado com todo portfólio. Desta forma, consegue-se compreender como o primeiro relaciona-se com o mercado, analisando se este ativo apresenta maior ou menor risco que um ativo médio do ecossistema financeiro no qual está inserido (Damodaran, 2006).

Segundo Damoraran (2006), a estimativa do Beta pode ser feita pelo uso de dados históricos de preços de mercado para ativos individuais, estimativa dos valores por fundamentos ou estimativa dos valores por informações contábeis.

A abordagem mais comum é a utilização de dados históricos dos preços de mercado, no qual o beta é obtido por meio de uma regressão relacionando em um eixo os retornos do ativo estudado e em outro os retornos do mercado, conforme a Equação 9:

$$\beta = \frac{COV(r_m, r_j)}{VAR(r_j)}$$

Equação 9: Beta (β). Damodaran (2006).

Onde r_m representa o retorno do ativo estudado e r_j representa os retornos do mercado.

Para aplicar a Equação 9 no presente trabalho, seria necessário analisar como valor desta se comporta em relação ao mercado, que no caso poderia ser representado pelo índice IBOVESPA, que remonta ao valor de todas as empresas públicas listadas na B3, ou selecionando companhias específicas que possuem similaridades operacionais e financeiras ao objeto de estudo. Uma vez que o ativo alvo do presente trabalho é privado, ou seja, não está listado na bolsa, não é possível estabelecer tal correlação. Portanto, será utilizado o beta do setor de calçados de países emergentes que, de acordo com estudos divulgados por Damodaran (2023), possui um valor médio de 1,02 levando em consideração os valores de beta de 60 empresas desta indústria.

Geralmente, empresas financeiramente mais alavancadas, isto é, com maior nível de endividamento em relação ao seu tamanho, apresentam maior volatilidade de resultados por causa das obrigações que têm com os seus credores. Por isso, a alavancagem muitas vezes é traduzida em mais risco. O valor do beta apresentado acima, denominado beta alavancado, foi calculado partindo da média das covariâncias dos 60 ativos em relação ao mercado, porém

considerando os seus respectivos níveis de alavancagem. Portanto, faz-se necessário compreender qual seria o beta desalavancado, ou seja, desconsiderando o endividamento dos comparativos, para que se possa aplicar o perfil da dívida da empresa privada em estudo. Para isso, utiliza-se a Equação 10:

$$\beta_{setorial}^{desalavancado} = \frac{\beta_{setorial}^{alavancado}}{1 + (D/E)_{setorial} * (1 - t)}$$

Equação 10: Beta Desalavancado. Fonte: Damodaran (2006).

Onde D/E representa a razão entre dívida e *equity* média do setor e t representa a alíquota de imposto corporativo sobre lucro, que no caso das Empresa analisada é de 34%.

Por meio da Equação 10, é possível obter o beta desalavancado do setor de calçados a ser utilizado na avaliação da empresa em estudo. O valor do beta desalavancado do setor de calçados de países emergentes é 1,01 (Damoradan, 2023).

2.2.2.8 Prêmio de risco

O prêmio de risco é o retorno adicional exigido pelos investidores ao alocarem seus recursos em ativos que não estão livres de risco (Damodaran, 2006). Este pode ser calculado pelo risco esperado de um ativo subtraído pela taxa livre de risco.

Para calcular o prêmio de risco da Empresa será utilizado o prêmio de risco do índice de ações *S&P500* dos Estados Unidos sobre a taxa de 10 anos livre de risco mencionada anteriormente. A média do retorno histórico do índice *S&P500* entre 2012-2022 é de 13,8%. Ainda, a este índice será somado o risco país intrínseco do Brasil e o risco atrelado ao tamanho da Empresa.

De acordo com o estudo publicado pelo banco americano *J.P. Morgan* disponibilizado pelo IPEA (2023) (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada do Governo Federal), o risco de mercado do Brasil representado pelo Índice de Títulos de Mercados Emergentes (EMBI+, da sigla em inglês para *Emerging Markets Bond Index*) somado ao risco-país, é de 2,3%.

O risco de tamanho da Empresa será calculado baseado no conceito de Risco Ibbotson. Segundo o estudo da Morningstar (2013), a volatilidade histórica dos retornos fornece uma estimativa do grau de incerteza associado a um determinado ativo ou portfólio e o risco Ibbotson é uma medida que quantifica esta variabilidade. Quanto maior o risco Ibbotson, maior é a volatilidade esperada dos retornos e, portanto, maior é a possibilidade de o investimento apresentar flutuações significativas em seu valor ao longo do tempo. Por outro lado, um risco

Ibbotson mais baixo indica uma menor variabilidade esperada dos retornos e, consequentemente, um investimento potencialmente mais estável. Segundo a Morningstar (2013), o risco atrelado ao perfil de tamanho da Empresa é de 4,66%.

Aplicando todos as variáveis citadas acima na fórmula do CAPM, obtém-se o custo do capital próprio em dólar (USD). Para o cálculo do custo de capital próprio na moeda local (BRL), Damodaran (2012) propõe considerar o efeito da diferença das inflações de longo prazo entre os países, cujo cálculo está representado na Equação 11:

$$k_e^{BRL} = (1 + k_e^{USD}) * \frac{1 + \text{Inflação Esperada no Brasil}}{1 + \text{Inflação Esperada no EUA}} - 1$$

Equação 11: Ajuste do Custo de Capital Próprio de Dólar para Real. Damodaran (2006).

2.2.2.9 Custo da dívida (k_d)

Damodaran (2006) define o custo da dívida (k_d) como o custo que uma empresa tem ao tomar um empréstimo ou financiamento para captar recursos para sua operação. O k_d mede o risco percebido pelos credores ao emitir dívidas a uma empresa e é diretamente proporcional à probabilidade de esta não conseguir cumprir com suas obrigações contratuais. Ou seja, quanto maior o risco de inadimplência da empresa, maior será o custo da dívida.

Para utilizar o custo da dívida na taxa de desconto para fins de avaliação de uma empresa, é necessário descontar a alíquota de impostos pagos, uma vez que os juros financeiros podem ser deduzidos da base de cálculo de impostos sobre lucros de uma empresa. Esta dedução está representada na Equação 12:

$$k_d^{\text{Após Impostos}} = k_d^{\text{Antes de Impostos}} * (1 - \text{Taxa de Imposto})$$

Equação 12: Custo da Dívida. Fonte: Damodaran (2006).

2.2.2.10 Custo ponderado de capital (WACC)

Segundo Póvoa (2012), o custo médio ponderado do capital (WACC, da sigla em inglês para *weighted average cost of capital*) é a taxa de desconto para ser aplicada sobre o FCFF para chegar ao EV, dado que reflete o custo do capital próprio da empresa junto ao custo de capital de terceiros, ou seja, das dívidas contraídas por esta.

O WACC pode ser obtido por meio da equação 13:

$$WACC = k_e * \frac{E}{E + D} + k_d^{\text{Após Impostos}} * \frac{D}{E + D}$$

Equação 13: Custo Médio Ponderado de Capital. Fonte: Damodaran (2006).

Onde k_e é o custo do capital próprio da empresa, $k_d^{Após\ Impostos}$ é o custo da dívida após o desconto dos impostos, E é o valor do *equity* da Empresa e D é o saldo de endividamento da empresa.

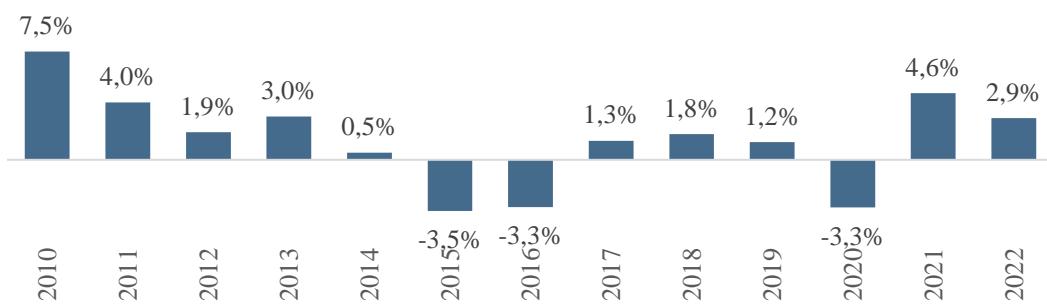
3 ANÁLISE SETORIAL

3.1 Cenário macroeconômico

Como foi visto anteriormente, um dos principais fatores para analisar uma empresa, é compreender o cenário macroeconômico no qual está inserida. Para uma indústria de calçados, por exemplo, a projeção dos fluxos de caixa futuros está fortemente relacionada às expectativas de inflação nos preços das matérias-primas, à taxa básica de juros que impactam o custo de financiamento de sua operação e dos indicadores que norteiam o crescimento do PIB (Produto Interno Bruto). Além disso, no setor varejista, o modelo de negócios das empresas sofreu uma grande transformação nos últimos anos devido à ascensão dos canais digitais, fortemente acelerada pelos efeitos da pandemia da Covid-19, que obrigaram as companhias a passarem por rápidas transformações digitais.

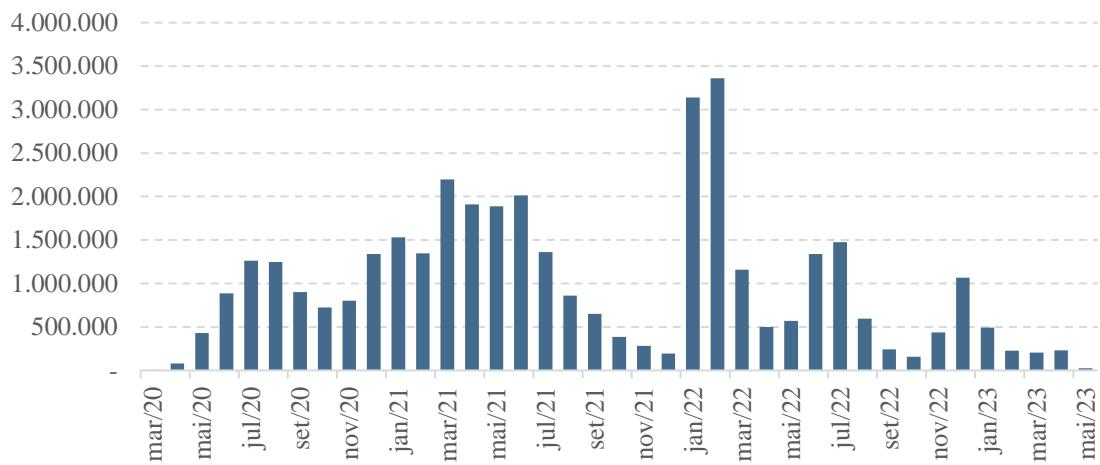
Segundo o Banco Mundial (2022), no Brasil, gargalos estruturais levaram a um escasso crescimento médio do PIB (0,3%) na última década de 2010 a 2020, apesar das condições demográficas favoráveis. O crescimento da produtividade foi fraco, devido a um sistema fiscal complexo, a um ambiente de negócios burocrático que desencoraja o empreendedorismo, ao lento desenvolvimento do capital humano, a políticas setoriais ineficazes de intervenção estatal na economia, ao excesso de gastos públicos e à baixa eficiência da máquina. A evolução do crescimento anual do PIB pode ser encontrada no Gráfico 2.

Gráfico 2: Crescimento anual do PIB (Brasil). Itaú BBA (2023).



Durante a pandemia de Covid-19 o Brasil apresentou um dos maiores números em termos de vidas perdidas entre os países, apesar de um rápido lançamento de vacinas desde meados de 2021 ter auxiliado no retorno à normalidade. O Gráfico 3 ilustra a evolução dos casos novos de Covid-19 no Brasil.

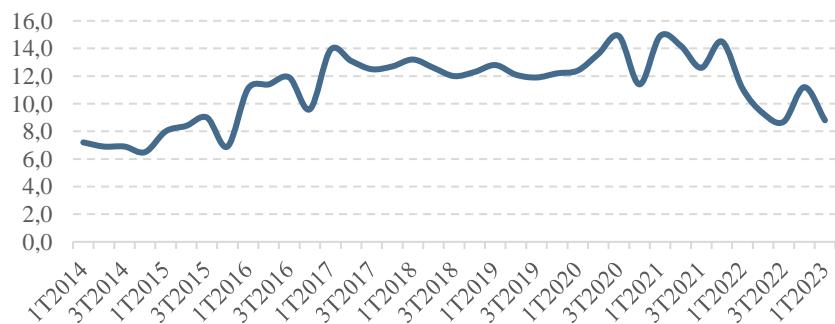
Gráfico 3: Evolução de Novos Casos de Covid-19 no Brasil. Fonte: Secretarias Estaduais de Saúde. Brasil (2022).



A Covid-19 foi caracterizada pela Organização Mundial de Saúde (OMS) como pandemia em 11 de março de 2020 e trouxe consigo diversas ondas de *lockdown*, iniciado no Brasil em março de 2020, quando todos os estados decretaram quarentena. A emergência de saúde foi oficialmente encerrada apenas em 5 de maio de 2023, quando a OMS decretou o fim da pandemia de Covid-19.

Após uma recessão induzida pela pandemia em 2020, que levou a uma queda no PIB de 3,3% na comparação ano a ano, a economia se recuperou em 4,6% em 2021, em grande parte devido ao setor de serviços. A resposta orçamental implementada através de programas de proteção social em 2020 atenuou o impacto da pandemia na pobreza, mas também elevou o déficit primário e a dívida bruta do Governo Federal. Os impactos desiguais no mercado de trabalho, que afetou com mais força empregos informais e menos qualificados, aumentaram os perfis de vulnerabilidade, embora o mercado de trabalho do Brasil esteja exibindo sinais significativos de recuperação, com a taxa de desemprego atingindo 7,9% em dezembro de 2022 (IBGE, 2022).

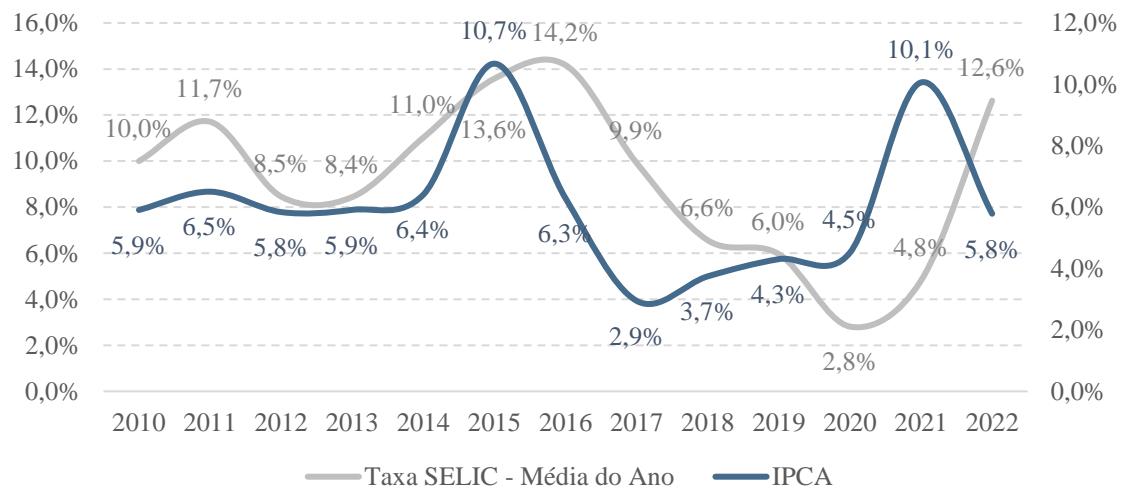
Gráfico 4: Série Histórica da Taxa de Desemprego no Brasil. IBGE (2023).



Em 2022, o cenário econômico global pesou ainda mais sobre a recuperação do Brasil na economia, com alta na inflação e o aumento das taxas de juros – tanto no Brasil quanto no

mundo. Somado a isso, os gargalos de oferta relacionados à guerra em curso na Ucrânia, fizeram com que os preços das *commodities* subissem e, assim, reforçaram-se as pressões inflacionárias. Além disso, permanecem preocupações sobre o crescimento potencial anêmico e a lenta dinâmica da reforma política. O Gráfico 5 mostra a evolução da inflação, aqui representada pela taxa IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) e da taxa de juros, aqui representada pela Taxa SELIC (taxa básica de juros da economia brasileira, definida pelo Banco Central – BC).

Gráfico 5: Série Histórica do IPCA e Taxa SELIC (2010 – 2022E). Fonte: Itaú BBA (2023).



3.2 Indústria de varejo no Brasil

O setor varejista foi especialmente afetado pelos efeitos da pandemia. Os impactos do lockdown atingiram todas as economias mundiais, desenvolvidas e em desenvolvimento e, ao longo dos últimos anos, foram impostas restrições ao comércio internacional, como medida de contenção ao novo coronavírus, e observados movimentos de redução do nível de renda e poder aquisitivo da população. Esses elementos impactaram fortemente a cadeia de suprimentos e a demanda dos consumidores, as duas pontas que ditam o ritmo do varejo.

Na primeira ponta, pode-se destacar aumentos de custos e atrasos logísticos que surgiram a partir de 2020 como consequência de três principais fenômenos na cadeia global: (1) transporte marítimo desestruturado; (2) elevação dos custos de frete; e (3) aumento dos custos de matérias-primas. O primeiro item é resultado direto dos impactos da pandemia de Covid-19, pois seus efeitos implicaram no aumento dos requisitos técnicos e custos alfandegários, de armazenamento e transporte, inclusive com fechamento temporário de alguns portos. Com isso, verificou-se uma desestruturação da organização logística dos contêineres

ao redor do mundo, com contêineres vazios sem demanda em alguns portos, porém em outros, uma demanda impossibilitada de ser atendida pela falta deles. Esse aspecto, aliado ao aumento dos preços internacionais do petróleo, contribuiu para a elevação dos custos de frete, o segundo item. Por fim, o terceiro ponto, reflete a interrupção de cadeias de suprimentos e a escassez de alguns produtos, também como desdobramento da pandemia, que, combinada com a retomada da demanda reprimida, resultaram na elevação dos preços das matérias-primas.

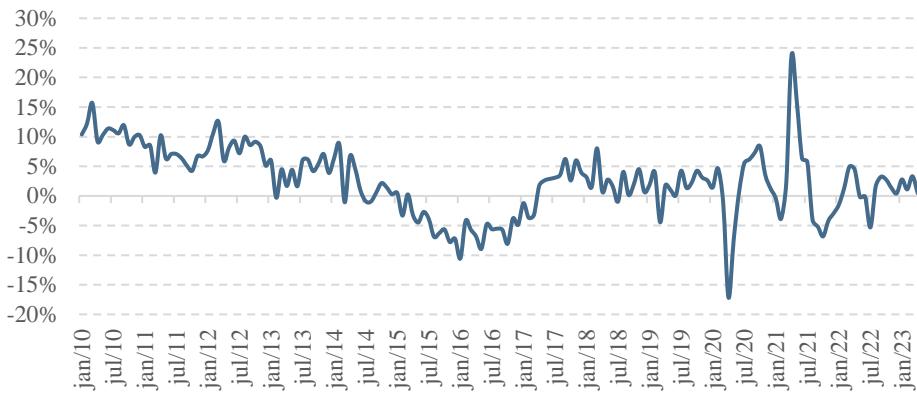
Na ponta oposta, a pressão inflacionária, aumento do desemprego e dificuldade de acesso a créditos bancários por elevação das taxas de juros, já citados anteriormente, levaram a uma forte queda da demanda por produtos do varejo. Após o grande golpe de 2020, que acompanhou as primeiras ondas de lockdown, a intenção de compras da população brasileira demonstrou uma recuperação positiva em 2021, como pode ser visto no Gráfico 6.

Gráfico 6: Série Histórica da Intenção de Compra das Famílias (2010 - 2022). Fonte: Fecomercio (2022).



Trazendo para a fotografia atual, a recuperação econômica do Brasil da profunda contração causada pela pandemia perdeu força a partir de meados de 2022. As vendas no varejo contraíram ano a ano no segundo semestre de 2021 e permaneceram moderadas no início de 2022, devido à alta inflação, taxas de juros elevadas e desemprego persistentemente alto. Isso pesa sobre o setor de bens de consumo duráveis, já que a confiança permanece moderada em meio a créditos ao consumidor mais caros e aumento acentuado dos preços dos alimentos e dos combustíveis. A evolução da variação percentual em relação ao mesmo período do ano anterior no valor real das vendas no varejo brasileiro pode ser vista no Gráfico 7.

Gráfico 7: Série Histórica do Valor Real das Vendas no Varejo – variação percentual em relação ao mesmo período do ano anterior (2010 - 2022). Fonte: IBGE (2022).



3.3 Indústria de varejo de calçados no Brasil

Segundo os dados da Associação Brasileira da Indústria de Calçados (Abicalçados, 2022), a produção de calçados no Brasil seguia com crescimento saudável estabilizado desde 2019, em contramão à lentidão do mercado nacional. Em 2020, entretanto, como consequência da pandemia da Covid-19, a produção do setor sofreu uma grande queda de 18,4% devido a, entre outros motivos, paralisação das fábricas, fechamento do varejo físico e aumento dos custos das matérias-primas. Em 2021, a indústria começou a se recuperar, atingindo um crescimento de 9,8%, mas não conseguiu atingir os mesmos níveis produtivos de antes da pandemia. Em 2022, a Abicalçados possui uma perspectiva de crescimento de 2,7% na produção nacional, atingindo um total de 828,1 pares de calçados produzidos, 7,9% abaixo dos volumes de 2019.

Em termos monetários, medidos em reais, a produção de calçados sofreu uma queda de 15,7% em 2020, menor do que a diminuição da produção em volume de calçados, mostrando que o setor conseguiu manter ou aumentar os preços dos pares. Em 2021, a variação anual do valor total, em reais, de calçados produzidos foi de 25,2%, superando os níveis de antes da pandemia. Entretanto, é importante salientar que grande parte desse aumento de preço se deu pelo aumento no custo de produção dos pares, que obrigaram as indústrias a repassarem as variações para os consumidores.

A evolução da produção nacional de calçados e os valores totais, em reais, dos calçados produzidos podem ser vistos nos Gráficos 8 e 9, respectivamente.

Gráfico 8: Produção Nacional de Calçados, em milhões de pares. Fonte: Abicalçados (2022).

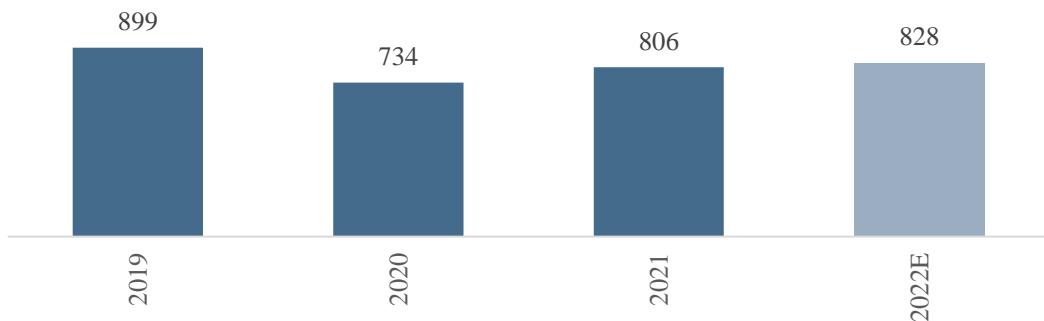
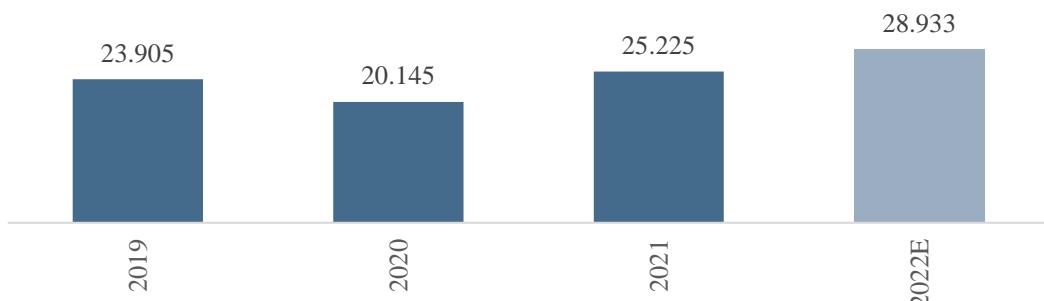


Gráfico 9: Produção Nacional de Calçados, em milhões de reais. Fonte: Abicalçados (2022).



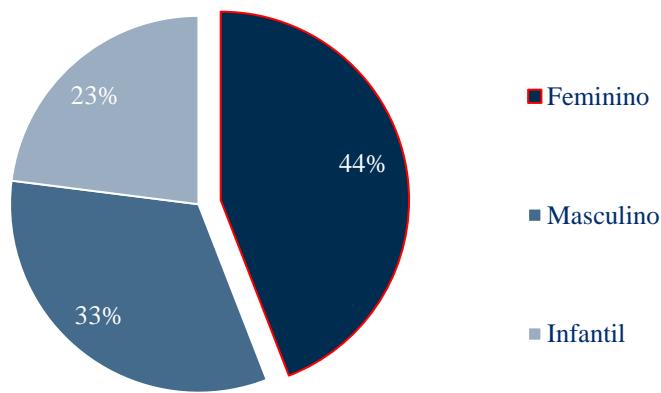
A fim de analisar as perspectivas da indústria para os anos seguintes, a Abicalçados (2022) realizou um levantamento em fevereiro de 2022 para consolidar as percepções das empresas quanto aos principais riscos para o setor, elencando àqueles que causariam maior impacto aos de menor impacto no ano. Neste levantamento, constatou-se que os maiores desafios a serem superados seriam, elevação dos custos dos insumos, falta de matéria-prima e dificuldade de contratação de trabalhadores, nesta ordem, seguindo as percepções de 2021, no qual os dois primeiros fatores também estiveram na liderança, porém seguidas da redução da demanda. No ano anterior, a dificuldade de contratação de trabalhadores estava apenas em quinto lugar. O ranking completo de 2021 e 2022 podem ser vistos na Tabela 4.

Quadro 4: Ranking dos Fatores de Impacto Negativo sobre a Indústria Calçadista Brasileira. Fonte: Abicalçados (2022).

Ranking Dos Fatores De Impacto Negativo Sobre A Indústria Calçadista Brasileira		
Fator de Impacto	2022	2021
Elevação Dos Custos Dos Insumos	1º	1º
Falta De Insumos/Matérias-Primas	2º	2º
Dificuldade De Contratação De Trabalhadores	3º	5º
Indisponibilidade De Trabalhadores (Absentismo ou Afastamento)	4º	6º
Redução Da Demanda	5º	3º
Dificuldade De Acesso A Crédito	6º	4º
Elevação Do Custo Do Frete Internacional	7º	7º
Elevação Do Custo Do Frete Nacional	8º	8º

Dado que a Empresa em estudo produz e vende calçados apenas para o público feminino, faz-se também necessário trazer alguns aspectos dessa segmentação do mercado. Embora a população feminina seja equivalente a aproximadamente metade da população do Brasil (IBGE, 2022), sua representatividade no mercado calçadista brasileiro é superior à masculina, com 57% do total de adultos ou 44% do total geral (Marketline, 2022), conforme o Gráfico 10.

Gráfico 10: Representatividade por Segmento do Setor de Calçados Brasileiro (2021). Fonte: Marketline (2021).



Para a projeção do fluxo de caixa da Empresa, também foram considerados as perspectivas de tamanho de mercado constatadas por institutos que realizam estudos setoriais. Para fins do presente trabalho, foram utilizados dados da Abicalçados (2022) e da Marketline (2021). O Gráfico 11 ilustra a projeção de crescimento de mercado do setor de calçados no Brasil.

Gráfico 11: Projeção do Setor de Calçados Brasileiro (2022 - 2027). Abicalçados (2022) e Marketline (2021).



4 A EMPRESA

Com mais de 30 anos de existência, a Empresa se destaca como um dos principais players no mercado de varejo de sapatos, bolsas e acessórios voltado ao público feminino do Brasil. Sediada no sudeste do país, a Empresa opera em duas plantas fabris alugadas, além de terceirizar parte das etapas da produção para ateliês parceiros. Atualmente, as vendas são realizas por meio de 5 lojas próprias, 39 franquias e uma plataforma de *e-commerce*³, além fornecer produtos para uma rede de mais de 400 lojas multimarcas espalhadas por todo Brasil (número de lojas em 20 de fevereiro de 2023).

Em conversas com os executivos da Empresa, foram coletados alguns pilares nos quais esta se sustenta para construir seus produtos e suas estratégias. A Empresa posiciona-se como uma marca premium, produzindo, principalmente, sapatos e bolsas de alta qualidade de materiais, acabamento e produção, com riqueza de detalhes e estilo, seguindo sempre as últimas tendências. A Empresa define sua persona como “uma mulher de, aproximadamente, 30 anos, feminina, autônoma e empoderada, que busca enaltecer e projetar em cada detalhe a sua própria história”. Os valores da empresa são:

- Paixão: sapato traz paixão e indulgência, faz com que as mulheres se sintam mais elegantes, poderosas e femininas;
- “Dura Muito”: os sapatos possuem um “algo a mais”. Um preço que vale a pena pagar pela qualidade, pelo conforto;
- Elegância: produtos são elegantes, mas não minimalistas. Possuem de detalhes, diferenciação, brilhos e toques diferentes;
- Status: sapatos transmitem status e diferenciação através da moda, mas não é lançadora de tendências.

Com portfólio amplo, a Empresa lança de seis a oito coleções de produtos em duas temporadas por ano, compostas sempre por três linhas de produtos: calçados, bolsas e acessórios. Os calçados são o carro-chefe da marca, representando quase 80% das vendas, atualmente. Com produção extremamente cuidadosa, envolvendo muitas etapas manuais, a coleção de sapatos inclui sandálias, rasteiras, tênis, botas, sapatilhas, entre vários outros produtos desenhados com diferentes estilos. As bolsas possuem participação relativamente menor no faturamento da Empresa, apesar de terem aumentado significativamente seus volumes de vendas nos últimos períodos, principalmente em 2021, quando passaram a

³ *E-commerce*, ou comércio eletrônico, refere-se aos negócios que estruturam seu processo de compra e venda na Internet.

representar mais de 20% das vendas. Entre os produtos da marca, as bolsas são os produtos que possuem o maior preço médio. A fim de complementar seu portifólio de produtos e aproveitar sua expertise de produção, a Empresa também fabrica carteiras e cintos, que são menos representativos no faturamento total da Empresa (aproximadamente 1% do faturamento consolidado de 2021).

Nos tópicos seguintes, serão aprofundados os modelos de negócio da Empresa.

4.1 Lojas próprias

A Empresa possui, atualmente, 6 lojas próprias e está em processo de lançamento de novas outras. Neste momento, entretanto, a marca está concluindo um plano de enxugamento de suas lojas próprias, a fim de manter apenas lojas conceito, aproveitando aquelas que estão localizadas em praças mais estratégica. Nos anos anteriores, a Empresa ainda contava com outras lojas que já foram franqueadas.

As lojas conceito são lugares nos quais a marca oferece seleções cuidadosamente escolhidas de produtos e experiências, em praças frequentadas por pessoas de alto poder aquisitivo. Eles permitem que os compradores interajam com a marca de maneiras que não podem ser replicadas online, com atendimento personalizado além de aumentar o reconhecimento da marca, obter feedback sobre novas linhas de produtos e testar novos formatos de loja.

Para efeitos de comparação, as lojas próprias da Empresa foram agrupadas em duas categorias, para visualização da receita média por loja nos últimos anos, e apresentadas no Gráfico 12. A Categoria 1 contempla as lojas que se encaixam no modelo de lojas conceito e que permanecerão sob gerência da Empresa e a Categoria 2 contempla aquelas que não apresentam os requisitos de loja conceito, como localização pouco estratégica e baixo faturamento, e que serão franqueadas.

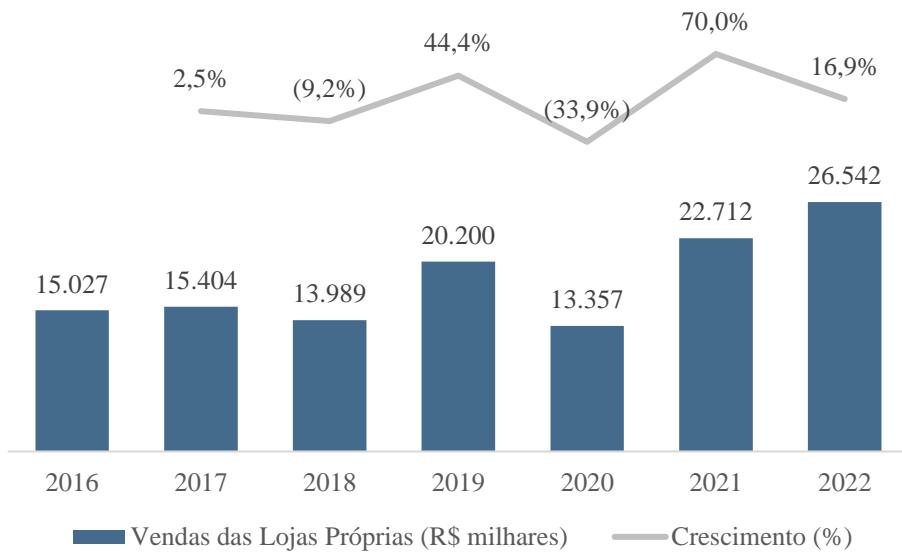
Gráfico 12: Faturamento Anual Médio (Lojas Conceito x Outras Lojas Próprias) em milhares de reais. Fonte: Elaboração Própria.



As lojas próprias, nos últimos anos, sofreram bastante com os efeitos da pandemia da Covid-19 e as ondas de fechamentos do varejo que ocorreram ao longo de 2020 e de 2021. Em datas importantes para o varejo físico da Empresa, como o Dia das Mães, Dia dos Namorados e o Natal, nas quais a marca mostra forte performance de vendas, a abertura das lojas não ocorreu ou teve movimento bem restrito.

Na segunda metade de 2021, entretanto, as lojas retomaram a normalidade de suas operações, mostrando rápida recuperação, que refletiu em seus resultados. Dessa forma, as lojas próprias fecharam o ano com um faturamento total de R\$ 22,7 milhões, apresentando um crescimento de 70% em comparação ao ano anterior. Em 2022, estas conseguiram continuar absorvendo a retomada do varejo e cresceram as vendas em mais 17%, como pode ser visto no Gráfico 13.

Gráfico 13: Vendas Históricas das Lojas Próprias em milhares de reais. Fonte: Elaboração Própria.



4.2 Franquias

Hoje a Empresa conta com 39 franquias, incluindo lojas próprias que foram franqueadas em 2020, 2021 e 2022, seguindo a estratégia de reposicionamento das lojas próprias como lojas conceito.

Todos os investimentos necessários para abertura de uma nova franquia cabem ao potencial franqueado, que deve ser aprovado pela administração, após um processo seletivo criterioso. Apesar disso, a Empresa oferece aos franqueados assistências na escolha do ponto comercial, além de suporte na abertura, operação, administração e marketing da unidade, e preza pela competência do franqueado e pelo bom relacionamento com o parceiro na gerência do negócio.

A Empresa fatura por meio das franquias por meio de royalties e taxas de franqueamentos. Os royalties são direitos de uso da marca, nas quais os franqueados são obrigados a repassar 30% do valor que adquirem da fábrica de volta para o franqueador, na qual também já está inclusa a taxa de publicidade de 4%. Além disso, no momento da abertura de uma franquia, os futuros franqueados devem pagar à Empresa uma taxa de franqueamento de R\$ 30 mil.

O modelo de franqueamento é uma das principais estratégias de crescimento da Empresa, visto que se comprovou eficaz desde que foi inaugurada em 2017. Os principais motivos que levaram a Empresa a esta decisão foram: (i) alta demanda de pessoas interessadas em abrir franquias da marca; (ii) dispensa de investimentos de capital na abertura de novas unidades, dado que todo tipo de investimento é responsabilidade do franqueado; (iii) aumento

da capilaridade da Empresa, estabelecendo presença em cidades que não conseguiria instalar lojas físicas por si e (iv) construção de bons relacionamentos com franqueados, aplicando seu modelo próprio de treinamento e comunicação com parceiros.

Como a marca realiza vendas em atacado para as franquias, ela aplica um preço mais baixo aos seus parceiros, para que estes ainda possam aplicar uma margem de lucro sugerida na venda para os clientes finais.

A Empresa realizou um estudo de quantas franquias conseguiria inaugurar nos próximos anos, baseado em critérios socioeconômicos das cidades, na viabilidade financeira e nas quantidades de lojas dos seus competidores de mercado. O planejamento estratégico da Empresa almeja possuir 116 franquias em um horizonte de 5 anos, ocupando prioritariamente cidades com mais de 150.000 habitantes e IDH acima de 0,7, como pode ser observado no Gráfico 14.

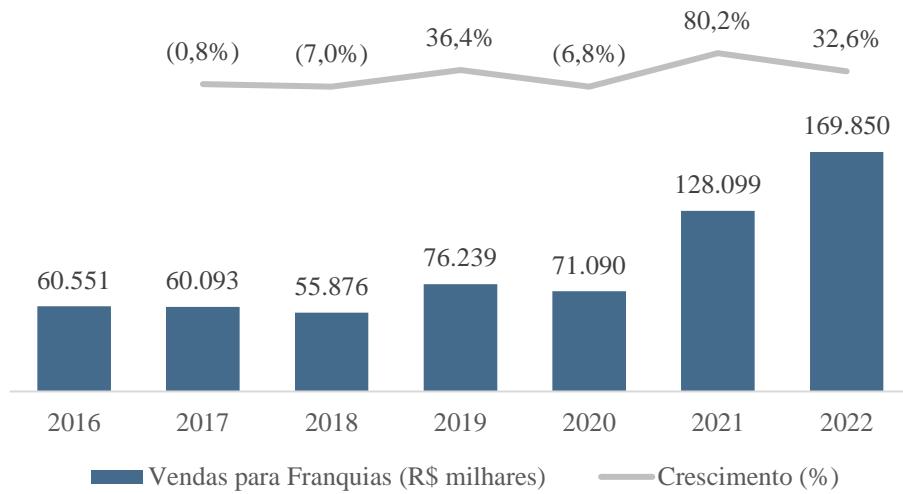
Gráfico 14: Evolução no Número de Franquias. Fonte: Elaboração própria.



Assim como as lojas próprias, as franquias também sofreram bastante com os efeitos da pandemia da Covid-19. Entretanto, o número de aberturas de novas unidades vem crescendo aceleradamente e compensou as perdas decorrentes das ondas de fechamento;

Além disso, com o movimento de franqueamento de lojas próprias, as unidades que antes eram lojas próprias não passam por um movimento de maturação e começaram a participar dos resultados das franquias já como lojas maduras. O faturamento histórico proveniente das vendas para as franquias pode ser visto no Gráfico 15.

Gráfico 15: Vendas Históricas para Franquias em milhares de reais. Fonte: Elaboração Própria.



4.3 E-commerce

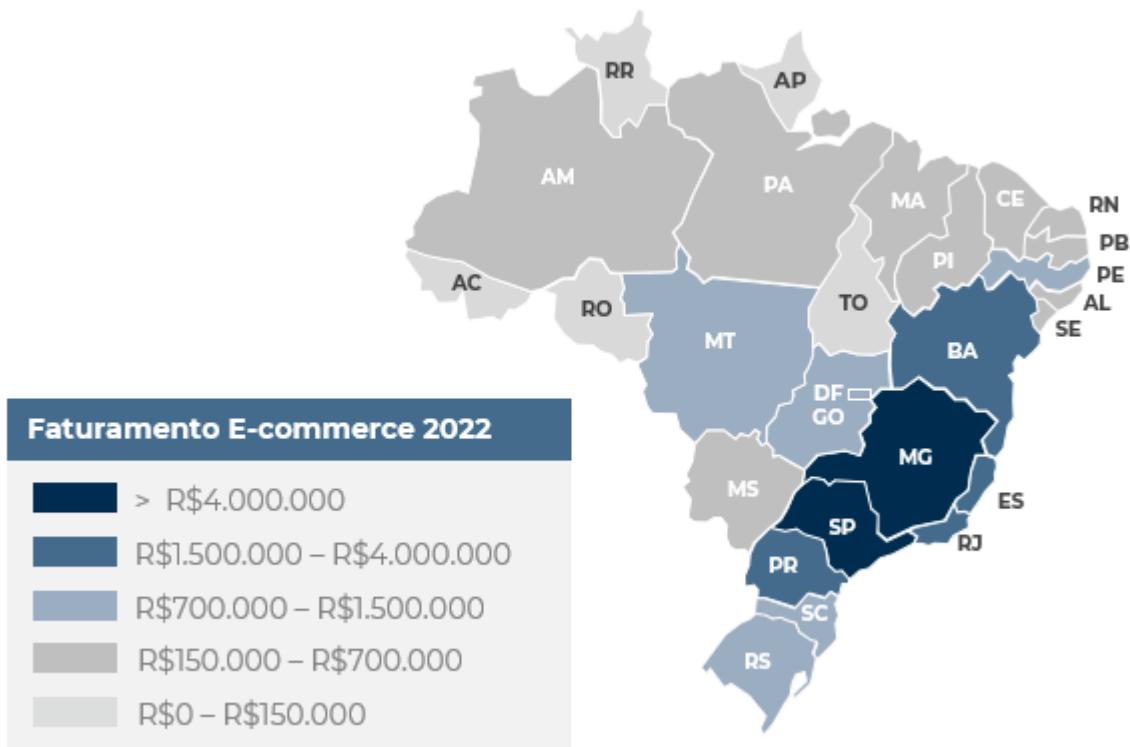
A Empresa lançou seu *e-commerce* em 2012, por meio do seu site próprio, e hoje o canal possui abrangência nacional, devido a investimentos realizados nos últimos anos e a implementação de novos softwares de CRM⁴ (sigla de *Customer Relationship Management*, ou Gestão de Relacionamento com o Cliente, na tradução do inglês) e de ERP⁵ (sigla de *Enterprise Resource Planning*, ou Sistema de Gestão Integrado, na tradução adequada ao português).

As vendas digitais permitiram a Empresa aumentar o seu mercado endereçável, atingindo clientes que antes não tinha acesso aos produtos das lojas físicas, concentradas no sudeste do país. Na Figura 1, consegue-se observar a quebra do faturamento do *e-commerce* de acordo com o estado de destino dos produtos vendidos pelo site e como a Empresa consegue atingir estados do Sul, Nordeste e Centro-Oeste brasileiro,

⁴ CRM: sistema que permite registrar e organizar todos pontos de um contato que um consumidor tem com o vendedor de uma empresa.

⁵ ERP: software automatiza e integra os processos de vendas, finanças, contabilidade, fiscal, estoque, compras, recursos humanos, produção e logística.

Figura 1: Distribuição do Faturamento do E-commerce 2022 por Estado. Fonte: Elaboração Própria:



Em contraste com o varejo físico, os resultados do E-commerce foram fortemente alavancados durante o cenário de pandemia do Covid-19. O canal, que já vinha em um crescimento acelerado, mesmo antes do lockdown, manteve curvas acentuadas equivalentes a um CAGR⁶ de 38,6% entre 2018 e 2022;

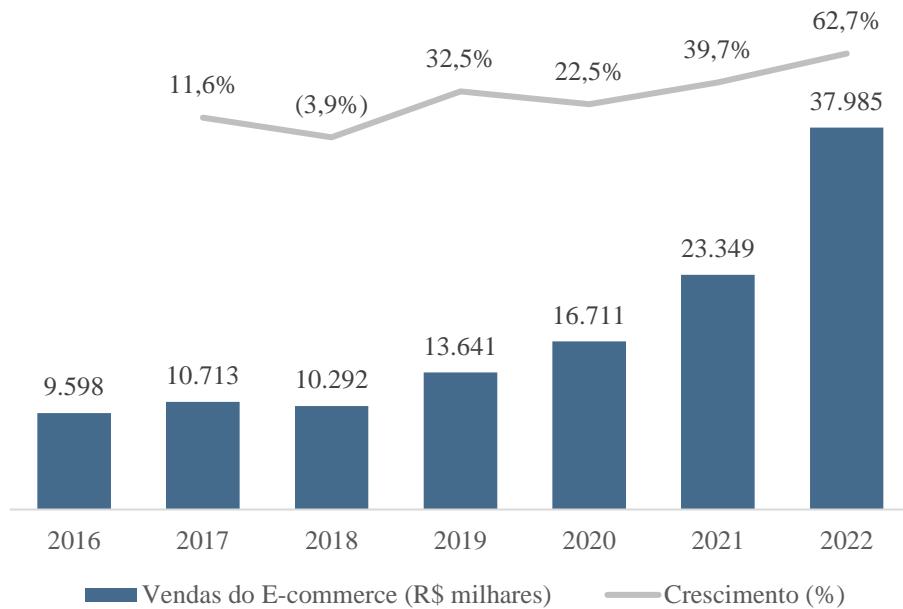
As vendas são realizadas por meio do site próprio da Empresa, que conta com uma estrutura robusta de *web analytics*⁷, permitindo Empresa acompanhar as métricas de performance das vendas online para conseguir tomar decisões mais assertivas a respeito de investimentos no canal.

A evolução das vendas históricas do *e-commerce* da Empresa pode ser vista no Gráfico 16.

⁶ CAGR: *Compound Annual Growth Rate*, ou taxa de crescimento anual composto.

⁷ *Web Analytics*: Análise de dados quantitativos e qualitativos sobre a experiência dos usuários no site.

Gráfico 16: Vendas Históricas do E-commerce em milhares de reais. Fonte: Elaboração própria.



No início de 2020, a Empresa adquiriu um sistema de vendas *omnichannel*⁸ e está em processo de implementação para integração entre lojas físicas e *e-commerce*, de forma a gerar sinergias e maior eficiência operacional. Neste novo formato, os estoques das lojas físicas serão integrados aos estoques do canal digital, permitindo que um cliente realize seu pedido *online* e o pedido saia da loja mais próxima ao seu endereço, diminuindo o prazo de entrega. Da mesma forma, o cliente terá a possibilidade de experimentar o produto em alguma loja física e, no mesmo momento, solicitar que o calçado seja entregue no endereço de sua casa. Com isso, espera-se que as vendas do e-commerce aumentem substancialmente nos próximos anos.

4.4 Multimarcas

As lojas multimarcas são pontos de vendas que, geralmente, oferecem produtos específicos (como vestimentas ou calçados), porém com uma ampla variedade de marcas. Este conceito de varejo é bem comum em cidades do sul e nordeste do país, além do interior dos estados do sudeste.

Atualmente, a Empresa atende mais de 400 pontos de multimarcas em todo território nacional, por meio de representantes comerciais ou via venda direta. Os representantes são responsáveis por cobrir regiões específicas do país e facilitam as vendas entre a Empresa e as

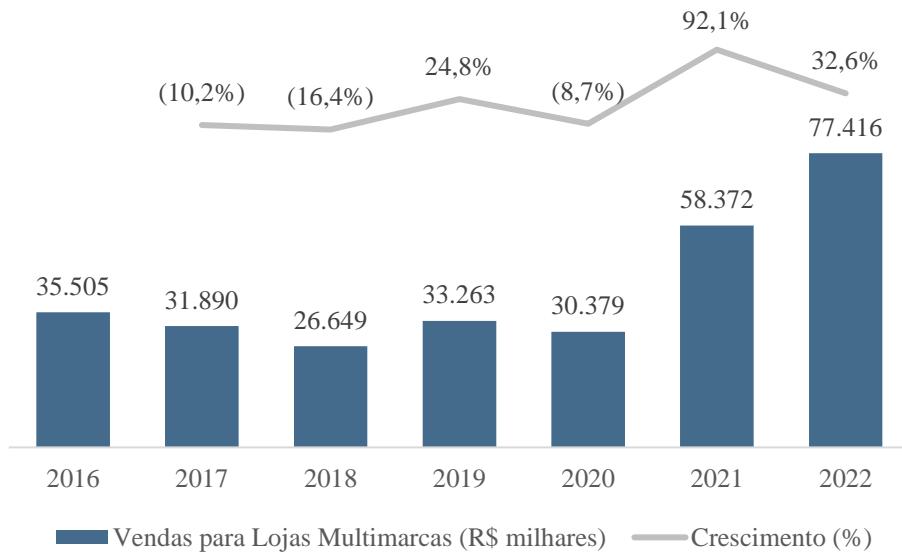
⁸ *Omnichannel*: estratégia de vendas que integra diferentes canais de comunicação e divulgação, oferecendo aos clientes uma experiência de marca unificada

multimarcas. Todos eles estão registrados no CORE (Conselho Regional dos Representantes Comerciais) e possuem contrato com a Empresa, apesar de não serem exclusivos, criando um relacionamento de longo prazo. Estes recebem comissão de 7% sobre o valor faturado nas vendas efetuadas.

Como a marca realiza vendas em atacado para as multimarcas, ela aplica um preço mais baixo aos seus parceiros, para que estes ainda possam aplicar uma margem de lucro sugerida na venda para os clientes finais.

Historicamente, grande parte das vendas são provenientes das demandas das lojas multimarcas, como pode ser observado no Gráfico 17, e a demanda por novos parceiros é continuamente crescente. Apenas em 2022, a Empresa recebeu contato de 150 novos pontos de vendas multimarcas, e adotou uma postura conservadora de declinar alguns pedidos, a fim de conseguir administrar seu crescimento e manter o relacionamento saudável com os atuais parceiros.

Gráfico 17: Vendas Históricas para Lojas Multimarcas em milhares de reais. Fonte: Elaboração Própria.



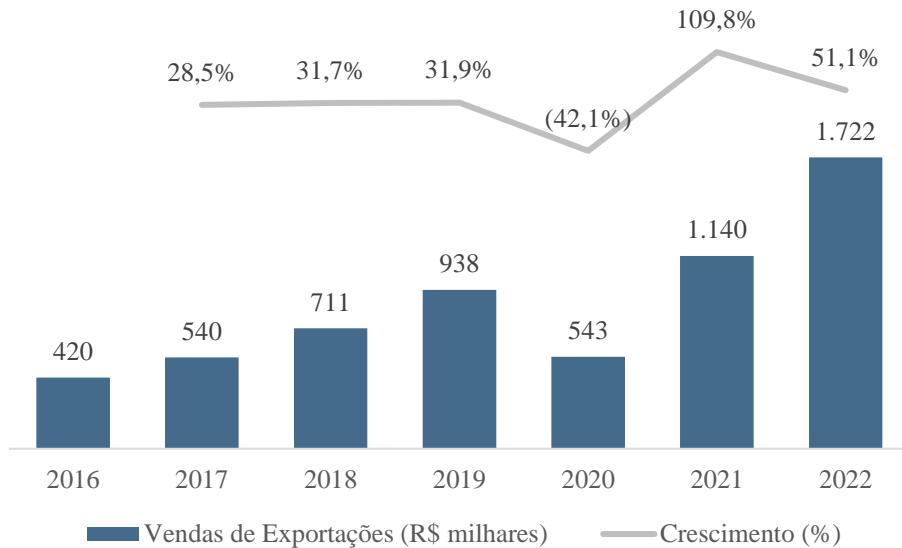
4.5 Exportações

Apesar de a Empresa já ter receita de exportações, esse canal de vendas ainda é pouco representativo, com aproximadamente 1% das vendas de 2022. No entanto, a Empresa incluiu a exportação como um pilar estratégico de crescimento para os próximos anos.

A Empresa já exportou seus produtos para Paraguai, Costa Rica, Itália, Estados Unidos, Emirados Árabes e outros. A administração está com planos a curto prazo de aumentar suas

vendas nos Estados Unidos, realizando vendas através de *marketplaces*⁹ online, além de continuar escoando produtos para revendedores na Europa e na América Latina.

Gráfico 18: Vendas Históricas de Exportações em milhares de reais. Fonte: Elaboração Própria.



⁹ Marketplace: portal de e-commerce colaborativo, isto é, um site que reúne ofertas de produtos e serviços de diversos vendedores.

5 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Este capítulo tem como objetivo apresentar e analisar as demonstrações dos resultados de exercícios e os balanços patrimoniais da Empresa para os exercícios de 2017 a 2022. Por meio destes, serão desenvolvidas análises financeiras que servirão de base para as projeções que derivarão o fluxo de caixa para a realização da avaliação.

5.1 Demonstração do resultado de exercício histórico

O Quadro 5 apresenta a demonstração de resultado da empresa dos exercícios de 2016 a 2022 para análise das contas e a Figura 2 apresenta a análise vertical¹⁰ do DRE.

¹⁰ Análise vertical: cálculo financeiro do impacto de cada linha do DRE na rentabilidade da empresa. Apenas para as contas de deduções sobre a receita bruta é utilizado a receita bruta como denominador. Em todas as outras são utilizadas a Receita Líquida como denominador.

Quadro 5: Demonstrativo de Resultado do Exercício Histórico (2017-2022). Fonte: Elaboração Própria.

Demonstrativo de Resultado do Exercício						
Milhares de R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Receita Bruta	60.093	55.876	76.239	71.090	128.099	169.850
Crescimento (%)	-	(7,0%)	36,4%	(6,8%)	80,2%	32,6%
Receita de Venda	59.724	54.777	74.250	68.518	122.092	163.596
Receita de Serviços	370	1.099	1.988	2.572	6.007	6.254
Deduções sobre Receita Bruta	(10.615)	(9.749)	(12.328)	(11.645)	(18.651)	(38.247)
Devolução e Abatimentos	(4.232)	(4.115)	(4.405)	(4.885)	(7.163)	(9.497)
Impostos sobre Receita	(6.384)	(5.635)	(7.923)	(6.760)	(11.489)	(28.750)
Receita Líquida	49.478	46.126	63.911	59.445	109.447	131.603
% s/ Rec. Bruta líq. de Devoluções	88,6%	89,1%	89,0%	89,8%	90,5%	82,1%
Custo	(25.299)	(22.332)	(28.307)	(27.939)	(50.919)	(62.087)
CMV	(2.620)	(3.216)	(6.089)	(3.934)	(4.573)	(5.761)
CPV - Materiais	(10.849)	(8.923)	(10.316)	(11.388)	(24.403)	(30.567)
CPV - Serviços de Terceiros	(5.875)	(4.872)	(6.257)	(7.783)	(14.394)	(16.255)
CPV - Gastos Gerais de Fabricação	(1.412)	(1.040)	(1.100)	(885)	(1.909)	(2.032)
CPV - Mão de Obra	(4.543)	(4.281)	(4.544)	(3.949)	(5.640)	(7.471)
Lucro Bruto	24.179	23.794	35.604	31.506	58.528	69.516
% Margem Bruta	48,9%	51,6%	55,7%	53,0%	53,5%	52,8%
Desp. de Vendas	(6.575)	(5.818)	(6.526)	(6.800)	(12.827)	(14.358)
Publicidade e propaganda	(2.338)	(2.304)	(2.199)	(2.175)	(3.933)	(4.597)
Fretes - Saída	(1.968)	(1.609)	(2.061)	(2.526)	(4.203)	(4.281)
Comissões de representantes	(2.269)	(1.905)	(2.266)	(2.100)	(4.691)	(5.480)
Desp. Gerais e Administrativas	(18.155)	(18.065)	(18.970)	(16.019)	(22.201)	(24.151)
Imóvel	(2.838)	(3.012)	(2.985)	(2.197)	(3.593)	(3.801)
Pessoal	(7.190)	(6.893)	(7.854)	(6.365)	(9.192)	(9.724)
Pró-Labore	(2.011)	(2.034)	(2.044)	(2.048)	(2.092)	(2.213)
Gastos Gerais	(2.976)	(3.032)	(3.329)	(2.421)	(3.524)	(4.303)
Serviços de Terceiros	(2.551)	(2.482)	(2.480)	(2.264)	(2.908)	(3.102)
Outras Despesas	(591)	(612)	(279)	(724)	(892)	(1.009)
EBITDA	(552)	(88)	10.108	8.687	23.500	31.006
% Margem EBITDA	(1,1%)	(0,2%)	15,8%	14,6%	21,5%	23,6%
Depreciação e Amortização	(781)	(871)	(867)	(1.042)	(931)	(873)
EBIT	(1.332)	(959)	9.241	7.644	22.569	30.133
% Margem EBIT	(2,7%)	(2,1%)	14,5%	12,9%	20,6%	22,9%
Resultado Financeiro	(498)	39	43	140	713	2.783
Resultado Não Operacional	(310)	(120)	60	107	72	-
EBT	(2.141)	(1.040)	9.345	7.891	23.354	32.916
% Margem EBT	(4,3%)	(2,3%)	14,6%	13,3%	21,3%	25,0%
Imposto de Renda	(2.164)	(1.907)	(2.575)	(2.460)	(4.882)	(11.191)
Lucro Líquido	(4.305)	(2.947)	6.769	5.431	18.472	21.725
% Margem Líquida	(8,7%)	(6,4%)	10,6%	9,1%	16,9%	16,5%

Figura 2: Análise vertical do DRE histórico. Fonte: Elaboração Própria.

Análise Vertical do DRE						
Em %	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Receita Bruta	121,5%	121,1%	119,3%	119,6%	117,0%	129,1%
Receita de Venda	99,4%	98,0%	97,4%	96,4%	95,3%	96,3%
Receita de Serviços	0,6%	2,0%	2,6%	3,6%	4,7%	3,7%
Desduções sobre Receita Bruta	(17,7%)	(17,4%)	(16,2%)	(16,4%)	(14,6%)	(22,5%)
Devoluçãoes e Abatimentos	(7,0%)	(7,4%)	(5,8%)	(6,9%)	(5,6%)	(5,6%)
Impostos sobre Receita	(10,6%)	(10,1%)	(10,4%)	(9,5%)	(9,0%)	(16,9%)
Receita Líquida	82,3%	82,6%	83,8%	83,6%	85,4%	77,5%
 Custo	 (11,1%)	 (18,4%)	 (14,3%)	 (17,0%)	 (16,5%)	 (17,2%)
CPV	(5,3%)	(7,0%)	(9,5%)	(6,6%)	(4,2%)	(4,4%)
CPV - Materiais	(21,9%)	(19,3%)	(16,1%)	(19,2%)	(22,3%)	(23,2%)
CPV - Serviços de Terceiros	(11,9%)	(10,6%)	(9,8%)	(13,1%)	(13,2%)	(12,4%)
CPV - Gastos Gerais de Fabricação	(2,9%)	(2,3%)	(1,7%)	(1,5%)	(1,7%)	(1,5%)
CPV - Mão de Obra	(9,2%)	(9,3%)	(7,1%)	(6,6%)	(5,2%)	(5,7%)
Lucro Bruto	48,9%	51,6%	55,7%	53,0%	53,5%	52,8%
 Desp. de Vendas	 (13,3%)	 (12,6%)	 (10,2%)	 (11,4%)	 (11,7%)	 (10,9%)
Publicidade e propaganda	(4,7%)	(5,0%)	(3,4%)	(3,7%)	(3,6%)	(3,5%)
Retes - Saída	(4,0%)	(3,5%)	(3,2%)	(4,2%)	(3,8%)	(3,3%)
Comissões de representantes	(4,6%)	(4,1%)	(3,5%)	(3,5%)	(4,3%)	(4,2%)
 Desp. Gerais e Administrativas	 (36,7%)	 (39,2%)	 (29,7%)	 (26,9%)	 (20,3%)	 (18,4%)
móvel	(5,7%)	(6,5%)	(4,7%)	(3,7%)	(3,3%)	(2,9%)
essóal	(14,5%)	(14,9%)	(12,3%)	(10,7%)	(8,4%)	(7,4%)
ró-Labore	(4,1%)	(4,4%)	(3,2%)	(3,4%)	(1,9%)	(1,7%)
Gastos Gerais	(6,0%)	(6,6%)	(5,2%)	(4,1%)	(3,2%)	(3,3%)
Serviços de Terceiros	(5,2%)	(5,4%)	(3,9%)	(3,8%)	(2,7%)	(2,4%)
Outras Despesas	(1,2%)	(1,3%)	(0,4%)	(1,2%)	(0,8%)	(0,8%)
EBITDA	(1,1%)	(0,2%)	15,8%	14,6%	21,5%	23,6%
 Depreciação e Amortização	 (1,6%)	 (1,9%)	 (1,4%)	 (1,8%)	 (0,9%)	 (0,7%)
EBIT	(2,7%)	(2,1%)	14,5%	12,9%	20,6%	22,9%
 Resultado Financeiro	 (1,0%)	 0,1%	 0,1%	 0,2%	 0,7%	 2,1%
Resultado Não Operacional	(0,6%)	(0,3%)	0,1%	0,2%	0,1%	-
EBT	(4,3%)	(2,3%)	14,6%	13,3%	21,3%	25,0%
 Imposto de Renda	 (4,4%)	 (4,1%)	 (4,0%)	 (4,1%)	 (4,5%)	 (8,5%)
Lucro Líquido	(8,7%)	(6,4%)	10,6%	9,1%	16,9%	16,5%

Destacam-se as seguintes contas do DRE:

- (i) Receita de venda: a principal fonte de renda da Empresa é a venda de calçados, bolsas e acessórios, sejam eles de fabricação própria ou de terceiros, sendo o primeiro muito mais representativo. Nota-se que, entre 2017 e 2018, a Empresa sofreu uma queda no faturamento. Isso se deu por uma motivação estratégica, em um contexto em que a Empresa recebeu o aporte via debênture conversível¹¹ de um fundo de investimento¹², e seu conselho administrativo passou a ser formado, em parte, por membros indicados por este fundo. A finalidade do aporte de dívida era agregar à Empresa expertise sobre o modelo de franqueamento, mas o que de fato ocorreu foram interferências estratégicas de reposicionamento da marca, com preço médio mais baixo e corte de custos. Como as medidas foram em contramão aos valores da Empresa, os clientes sentiram tal contradição e a queda da qualidade dos produtos. No final de 2018, a própria Empresa optou por não converter o saldo da debênture em participação e começou a repagar a dívida, retornando à composição original do conselho. Além disso, em 2020, a empresa sofreu uma queda de receita devido aos efeitos da pandemia já citados acima, mas em 2021 superou os níveis de faturamento de antes da Covid-19 e manteve o crescimento em 2022;
- (ii) Receita de serviços: as receitas provenientes de *royalties* e taxas de franqueamentos são reconhecidas como receitas de serviço, e passaram a apresentar algum saldo apenas com o surgimento das primeiras franquias, em 2017. Estas são bem menos representativas no faturamento da Empresa;
- (iii) Impostos sobre vendas: a Empresa paga como PIS, COFINS e IPI, impostos estaduais, ICMS, e impostos municipais, ISS, em consonância com os requisitos estabelecidos pelos órgãos fiscais. Até 2021, a Empresa enquadrava-se no regime tributário do Lucro Presumido, optáveis por companhias com faturamento anual até R\$ 78 milhões. Neste regime, a Empresa é obrigada a pagar alíquotas de PIS e COFINS de 0,65% e 3% sobre a receita bruta, respectivamente. Entretanto, uma vez realizado o faturamento de R\$ 128 milhões em 2021, acima do teto do Lucro Presumido, a Empresa passou, a partir de 2022, para o regime tributário do Lucro

¹¹ Debêntures conversível: modalidade de debênture em que o valor integral do título ou dos juros podem ser trocados por ações da empresa emissora do título de dívida.

¹² Fundo de investimento: entidade financeira que reúne recurso de diversos investidores para que sejam aplicados em ativos diversos do mercado, a fim de rentabilizá-los.

Real. Na prática, o que muda é que as alíquotas de PIS e COFINS passaram para 1,65% e 7,6% sobre a receita bruta, respectivamente;

- (iv) CMV: o custo de mercadorias vendidas refere-se aos gastos com produtos considerados adjacentes ao portfólio principal da empresa, como tênis casual e calçados feitos com materiais além do couro, comprados para revenda. A Empresa considera que vale mais a pena comprar os produtos prontos para revenda do que montar uma unidade de fabricação específica para esses produtos. Apesar de não serem representativos para a receita, estes produtos são estratégicos para que os clientes enxerguem versatilidade e completude na marca;
- (v) CPV – materiais: abrange os custos de matérias-primas. Em linha com as divergências estratégicas que a empresa sofreu com a entrada do fundo de investimento, nota-se pela análise vertical que esta conta teve um aumento na representatividade da receita líquida, uma vez que a marca diminuiu o seu preço médio e acabou perdendo margens;
- (vi) CPV – serviços de terceiros: refere-se aos custos de ateliês terceiros que realizam algumas etapas da produção dos calçados, como lavagem e cortes específicos do couro;
- (vii) CPV – gastos gerais de fabricação: referem-se a gastos incorridos na fábrica, como energia, água, serviços de comunicação, gás, entre outros;
- (viii) CPV – mão de obra: abrange a mão de obra das fábricas da empresa que está diretamente relacionada com a produção dos calçados, como artesãos, técnicos, esteticistas, entre outros;
- (ix) Despesas de vendas: a Empresa adota estratégias fortes de *marketing* físico e *online*, com estratégias como: parcerias com influenciadores digitais famosos, participação em feiras, exposição da marca em painéis de *shopping*, entre outros.
- (x) Pró-labore: refere-se à remuneração dos sócios;
- (xi) Imposto de renda: abrange imposto de renda sobre pessoa jurídica (IRPJ) e contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL). Estes possuem alíquotas de, aproximadamente, 25% e 9%, sobre o lucro tributável da Empresa. Como visto no item iii deste subtópico, até 2021, a Empresa encontrava-se no regime tributário do Lucro Presumido. Neste, o lucro tributável é calculado por meio de margens presumidas estabelecidas pelo fisco federal e, no caso da empresa, utiliza-se margens presumidas sobre a receita bruta para IRPJ e CSLL de 8% e 12% para receitas de vendas de produtos e de 32% para ambos para receitas de serviços.

5.2 Balanço patrimonial histórico

O Quadro 6 apresenta o balanço patrimonial da empresa dos exercícios de 2017 a 2022 para análise das contas.

Quadro 6: Balanço Patrimonial Histórico (2017-2022). Fonte: Elaboração Própria.

Balanço Patrimonial						
Milhares de R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ativos	34.886	28.523	37.526	40.712	64.248	74.273
Ativos Circulantes	28.175	21.883	30.686	34.203	58.318	68.293
Caixa e Equivalentes de Caixa	10.250	5.859	6.627	8.675	22.406	25.000
Contas a receber de Clientes	11.337	9.238	16.657	17.853	25.335	29.758
Estoques	6.168	6.310	6.918	7.066	9.897	12.420
Tributos a Recuperar	147	144	128	160	212	567
Outros ativos circulantes	273	333	356	448	468	548
Ativos Não-Circulantes	6.711	6.639	6.840	6.509	5.929	5.980
Depósitos judiciais	79	313	717	368	168	168
Outros valores	41	46	-	-	-	-
Imobilizado	6.591	6.281	6.123	6.142	5.761	5.812
Passivo + Patrimônio Líquido	34.886	28.523	37.526	40.712	64.248	74.273
Passivo Circulante	5.854	6.896	11.072	10.755	18.945	27.733
Fornecedores	1.135	1.199	2.634	3.429	5.669	7.158
Obrigações Trabalhistas	2.825	2.775	3.142	2.950	3.694	4.296
Obrigações Tributárias	611	1.087	2.282	2.215	5.663	11.154
Provisões Diversas	233	253	511	226	231	610
Outros valores	1.017	1.524	2.446	1.841	3.662	4.505
Empréstimos de Curto Prazo	33	58	57	94	26	9
Passivo Não-Circulante	7.239	3.887	2.840	2.069	1.089	1
Empréstimos de Longo Prazo	42	-	32	42	5	1
Debêntures	7.197	3.887	2.808	2.027	1.083	-
Patrimônio Líquido	21.793	17.740	23.614	27.889	44.214	46.539
Capital Social	10.102	10.392	11.242	12.092	12.092	12.092
Lucros e Prejuízos Acumulados	17.275	14.329	21.098	26.529	45.001	66.726
(-) Dividendos Distribuídos	(5.584)	(6.980)	(8.725)	(10.732)	(12.878)	(32.278)

Destacam-se as seguintes contas do BP:

- (i) Caixa e Equivalentes de Caixa: refere-se a ativos de resgate imediato, como dinheiros em caixa, contas-corrente ou aplicações financeiras de liquidez imediata. Nota-se que, ao longo dos anos, a Empresa tem aumentado a sua disponibilidade em caixa, comprovando a rentabilidade de sua operação.;
- (ii) Contas a receber de clientes: abrange recebíveis de clientes, sejam eles consumidores finais, franqueados, lojas multimarcas ou outros revendedores de competências anteriores. O saldo de contas a receber cresce ao longo dos anos, acompanhando a evolução do volume de vendas da Empresa. Quanto maior é o valor do faturamento, mais contas esta tem a receber de clientes;
- (iii) Estoques: contempla matérias-primas, produtos em elaboração, produtos acabados que ainda não foram vendidos e embalagens;
- (iv) Imobilizado: remonta a ativos fixos, como benfeitorias realizadas em imóveis de terceiros, máquinas e equipamentos, equipamentos de informática, móveis e utensílios, e ativos intangíveis, como patentes e softwares. Uma vez que a Empresa aluga os imóveis nos quais possui sua fábrica e escritório administrativo, os principais valores das contas de imobilizado acabam sendo referentes a máquinas, equipamentos, computadores e móveis;
- (v) Fornecedores: refere-se a obrigações que a Empresa possui com fornecedores, ou seja, contas a pagar que ainda não foram liquidadas. Os principais fornecedores da Empresa são fabricantes de couro;
- (vi) Empréstimos de curto prazo: referem-se a contas de dívidas bancárias de capital de giro com prazo de pagamento menor que 1 ano;
- (vii) Empréstimos de longo prazo: referem-se a contas de dívidas bancárias de capital de giro com prazo de pagamento maior que 1 ano. Assim como já comentado anteriormente, a Empresa não possui valores relevantes de endividamento. Esse fato se dá por dois motivos principais: (i) a operação da Empresa, apesar de apresentar forte crescimento, já atingiu um tamanho consolidado, com rentabilidades consistentes, o que resulta em forte geração de caixa, e (ii) os sócios da Empresa têm uma postura bem defensiva em relação a dívidas. Apesar de poder captar crédito para acelerar sua expansão, os atuais acionistas são aversos a alavancagem financeira;

(viii) Debêntures: refere-se aos saldos da debênture conversível aportada na Empresa pelo fundo de investimento em 2015. Nota-se que o saldo da debênture passa a cair em 2018, indicando que esta optou pela não conversão da dívida e iniciou o seu repagamento. Em 2022, A Empresa concluiu o pagamento de todo saldo da debênture.

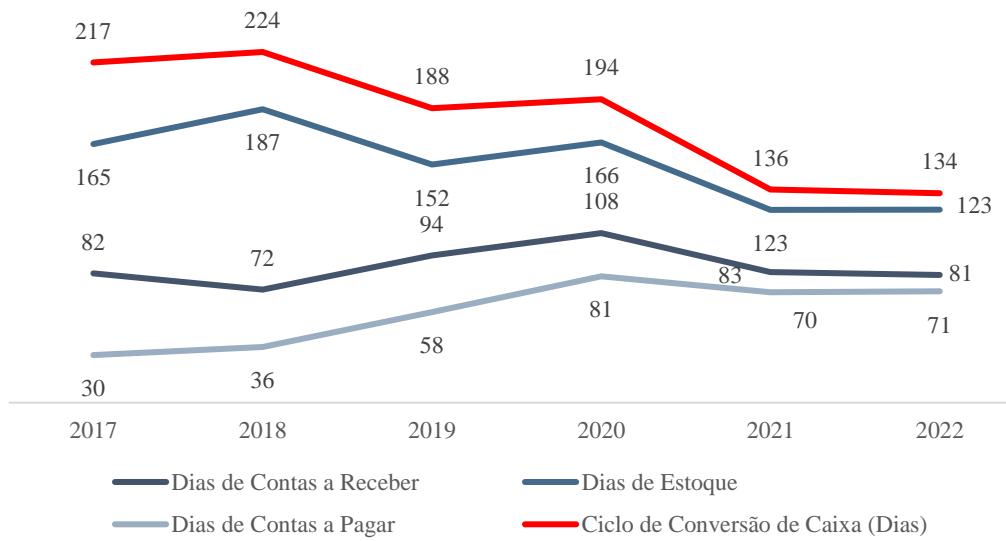
Para uma Empresa que fabrica e distribui calçados, um indicador extremamente importante para analisar sua saúde financeira é o ciclo de conversão de caixa. Este indica a diferença, em dias, entre o momento em que é feito o desembolso do caixa para pagar algum fornecedor até o momento que o dinheiro, de fato, entra no caixa da companhia. Portanto, quanto mais dias no ciclo de conversão de caixa, maior a necessidade de capital que a Empresa terá para arcar com suas obrigações no curto prazo, enquanto não recebe o dinheiro das vendas. Este indicador é calculado pela soma dos dias de contas a receber e os dias de estoque menos os dias de contas a pagar.

Onde:

- **Dias de contas a receber:** refere-se ao prazo médio, em dias, de recebimento do dinheiro após a realização de uma venda, dado que grande parte dos clientes realizam a compra a prazo;
- **Dias de estoques:** refere-se ao prazo médio, em dias, entre a compra da matéria-prima e a venda do produto acabado;
- **Dias de contas a pagar:** refere-se ao prazo médio, em dias, de pagamento que a Empresa pratica com seus fornecedores.

No Gráfico 19 é possível notar que a Empresa tem, ano após ano, baixado seu ciclo de conversão de caixa, devido a: (i) diminuição no prazo de recebimento dos seus clientes, que pela própria natureza da persona construída pela Empresa, são bons pagadores, (ii) diminuição do prazo médio de estoque, por meio de aumento de eficiência operacional trazido graças a instalação de sistemas de controle de estoque integrados às outras áreas da Empresa, e, (iii) pela melhor negociação com seus fornecedores para aumentar o prazo de contas a pagar. Nota-se que o ciclo de conversão de caixa sofreu uma leve crescente em 2020, quando teve que oferecer mais prazos a seus clientes e teve um giro de estoque mais baixo, devido à desaceleração da economia.

Gráfico 19: Ciclo de conversão de caixa histórico. Fonte: Elaboração própria.



6 MODELAGEM

Este capítulo tem como objetivo a apresentação das projeções financeiras realizadas, bem como as premissas utilizadas para embasá-las. Para fins do presente trabalho, foi considerado um horizonte de 9 anos de projeção, buscando atingir um nível em que a Empresa apresenta um nível de maturidade, sem crescimento expressivo.

6.1 Premissas Macroeconômicas e Financeiras

Os indicadores macroeconômicos utilizados na projeção foram extraídos do banco Itaú BBA (2023), que em baseia-se nas expectativas divulgadas pelo Banco Central, sendo eles:

- IGP-M – Índice Geral de Preços do Mercado. Formado pelos índices IPA – Índice de Preços do Produtor Amplo, IPC – Índice de Preços ao Consumidor e INCC – Índice Nacional de Custos da Construção, representa a média da inflação para bens de consumo e de produção;
- IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo. Representa a inflação de um conjunto de produtos e serviços comercializados no varejo, referente ao consumo pessoal das famílias;
- CPI Americano – *Consumer Price Index*, ou Índice de Preços ao Consumidor mede a evolução dos preços de bens e serviços a partir da perspectiva do consumidor estadunidense.
- CDI – Certificado de Depósito Interbancário é um título de curtíssimo prazo emitido pelos bancos. Na projeção foi utilizado a projeção da média de cada ano do CDI para fins de cálculos de juros sobre investimentos e dívidas.

A escolha pelas projeções do Itaú BBA (2023) se deu pelo reconhecimento do banco como uma instituição líder no mercado financeiro, que oferece serviços completos para os consumidores no varejo e no atacado. Além do Itaú BBA (2023), também foram consideradas as projeções de três outros bancos nacionais que também possuem grande parte da fatia de mercado. Porém, a projeção do Itaú BBA (2023) foi a que apresentou maior horizonte de projeção (até 2026), junto à projeção do Bradesco BBI. O critério de desempate utilizado foi a data de atualização das projeções.

Uma vez que as projeções disponibilizadas pelo Itaú BBA (2023) alcançam somente 2026, um prazo de 4 anos, foram arrastados os indicadores macroeconômicos de 2026 para os

anos seguintes, prática comum de mercado, já que as projeções de 2026 já são consideradas de longo prazo.

Quadro 7: Projeção de Indicadores Macroeconômicos. Fonte: Itaú BBA (2023).

Indicador	Projeção de Indicadores Macroeconômicos				
	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
EUA – CPI	3,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
IPCA	5,3%	4,4%	3,5%	3,5%	3,0%
IGP-M	-1,6%	3,7%	3,5%	3,5%	3,0%
CDI - acumulado no ano	13,5%	10,7%	9,3%	8,5%	8,2%
	2028P	2029P	2030P	2031P	
EUA – CPI	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
IPCA	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
IGP-M	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
CDI - acumulado no ano	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%

6.2 Premissas Operacionais

6.2.1 Receitas

A projeção das receitas de vendas pode ser separada em duas principais frentes: (i) volumes de produtos vendidos, que será analisado separadamente, por canal, de acordo com as respectivas variáveis cabíveis, e (ii) preço médio por produto, no qual partiu-se de preços médios históricos, ajustados anualmente de acordo com as perspectivas da empresa para os anos seguintes. Uma vez que a Empresa não consegue prever em um horizonte além de 3 anos o aumento esperado nos preços, a partir de 2025 foi aplicado a inflação esperada para o ano, como pode ser observado no Quadro 9.

Quadro 8: Premissas de Ajuste de Preço Médio. Fonte: Elaboração Própria.

Premissas de Ajuste de Preço Médio		2023P	2024P	2025P	2026P
		Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)	10%	5%	4%
Premissas de Ajuste de Preço Médio	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)	3%	3%	3%	3%	3%

Para fins de comparação, foram analisadas as tendências históricas de ajustes de preços e variação anual nos volumes de vendas por canal. Estas serão apresentadas nos subtópicos seguintes, separadamente por canal.

As premissas utilizadas para projeção das receitas de serviços serão aprofundadas no subtópico de franquias.

6.2.1.1 Lojas Próprias

Para projeção do volume de vendas das lojas próprias, foi utilizada como variável a expectativa da Empresa para o crescimento no número de produtos vendidos por m², métrica comumente utilizada em empresas de varejo físico. Este número é multiplicado pela área média das lojas da Empresa para chegar ao volume de vendas médio por loja. Para a métrica de área média das lojas, utilizou-se a área média atual das lojas próprias da Empresa. O volume médio de vendas por loja é multiplicado pelo número de lojas próprias para obter o volume total de produtos vendidos pelas lojas próprias. Multiplicando o volume total de produtos vendidos pelo preço médio por produto, foi obtido o faturamento projetado das lojas físicas.

Analizando as tendências históricas de vendas por m², a Empresa espera crescimentos relevantes de vendas nas lojas físicas, dado a retomada da experiência presencial no contexto de pós-pandemia. Como já comentado anteriormente, a Empresa adotou uma estratégia de não expandir a rede de lojas próprias, investindo para tornar os pontos de venda já existentes em “lojas conceito”, com localizações em praças de maior movimento e poder aquisitivo, decorações imersivas, produtos exclusivos e atendimento especial.

Em janeiro de 2023, a Empresa inaugurou uma nova em Belo Horizonte (MG) e espera inaugurar mais uma loja própria em 2024.

Quadro 9: Lojas Próprias - Crescimento Histórico. Fonte: Elaboração Própria

Lojas Próprias - Crescimento Histórico		2019	2020	2021	2022
Crescimento Anual de Vendas por m ² (%)		28%	-35%	31%	15%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)		5%	5%	34%	15%

Quadro 10: Lojas Próprias - Premissas de Crescimento. Fonte: Elaboração Própria.

Lojas Próprias - Premissas de Crescimento	2023P	2024P	2025P	2026P
Crescimento Anual de Vendas por m ² (%)	25%	20%	20%	10%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)	10%	5%	4%	4%
Lojas Próprias - Premissas de Crescimento	2027P	2028P	2029P	2030P
Crescimento Anual de Vendas por m ² (%)	8%	5%	5%	3%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)	3%	3%	3%	3%

Gráfico 20: Lojas Próprias - Vendas por m² e Área média das lojas. Fonte: Elaboração Própria.

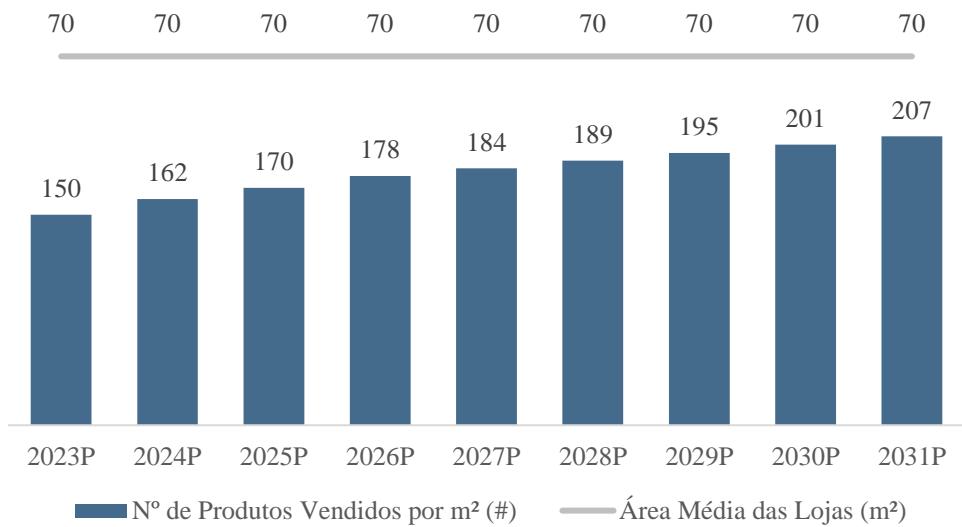


Gráfico 21: Lojas Próprias - Vendas Médias por Loja e N° de Lojas. Fonte: Elaboração Própria.



Gráfico 22: Lojas Próprias - Volume Total de Vendas e Preço Médio. Fonte: Elaboração Própria.

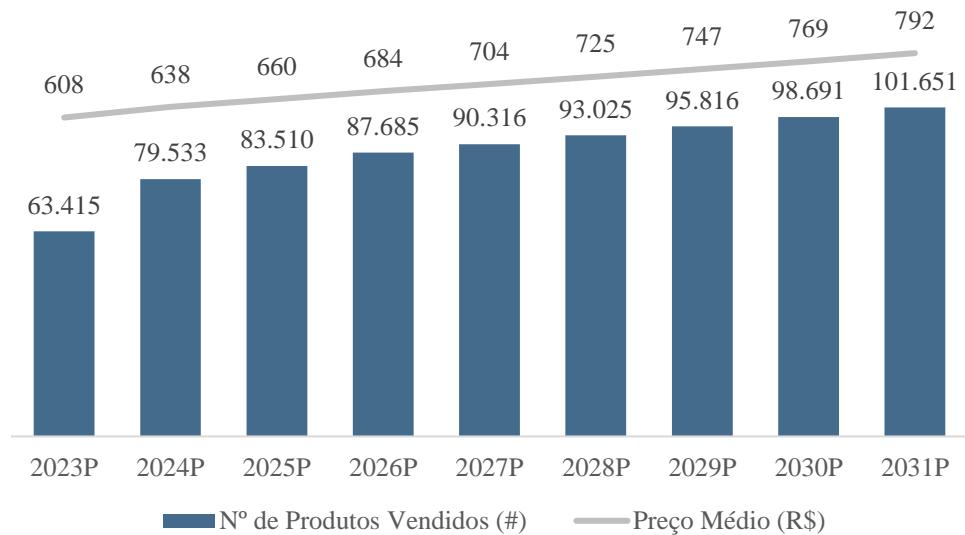
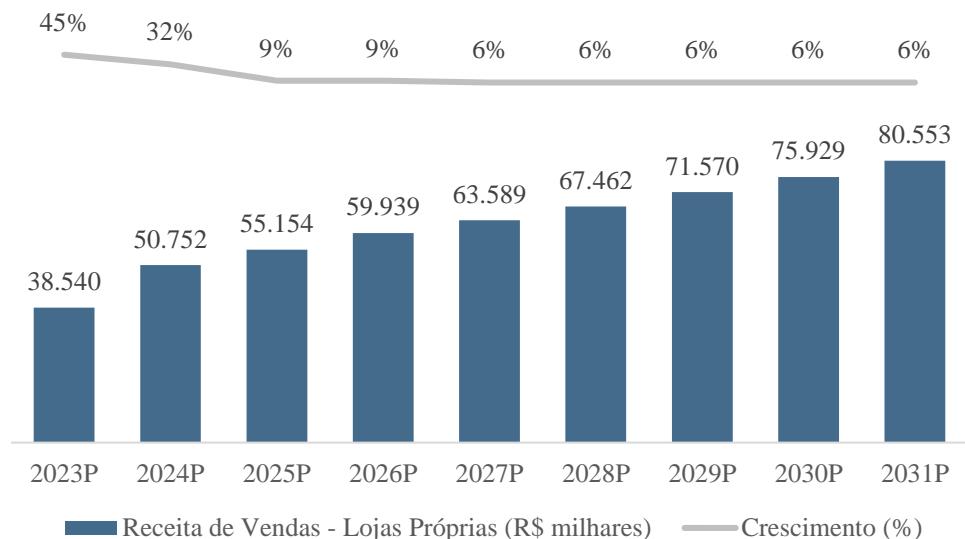


Gráfico 23: Lojas Próprias - Receita de Vendas Projetada (em R\$ milhares). Fonte: Elaboração Própria.



6.2.1.2 E-commerce

Para projeção do volume de vendas do *e-commerce*, foi utilizado como *driver* o volume total de produtos vendidos pelo site da Empresa. Foi multiplicado o preço médio por produto para obter o faturamento projetado do *e-commerce*.

Nos últimos anos, inclusive em 2019, antes da pandemia, o canal digital da Empresa apresentou uma rápida aceleração no volume de vendas.

Em 2023, com o lançamento do *omnichannel*, a Empresa também espera atingir crescimentos consideráveis, na ordem de 25% e continuar entregando forte crescimento nos anos seguintes, dado que serão lançadas muitas outras franquias e a marca passará a atingir regiões onde hoje ainda não é tão forte, como estados no Centro-Oeste, Norte e Nordeste.

Além disso, a Empresa constatou que existe uma deficiência no canal *mobile* (acesso por meio de dispositivos portáteis, como o celular) do *e-commerce*. Apesar de representar mais de 80% do fluxo do site da companhia, a taxa de conversão dos clientes que acessam a Empresa pelo celular e que efetivamente terminam a compra é de menos de 0,7%. Considerando um aumento dessa taxa de conversão para níveis de 1,2%, um pouco abaixo do que é a taxa de conversão no *desktop*, que hoje é de 1,5%, a Empresa já conseguiria alavancar fortemente seu faturamento.

Quadro 11: *E-commerce - Crescimento Histórico*. Fonte: Elaboração Própria.

<i>E-commerce - Crescimento Histórico</i>		2019	2020	2021	2022
Crescimento Anual de Vendas (%)		30%	46%	4%	28%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)		2%	-16%	34%	27%

Quadro 12: *E-commerce - Premissas de Crescimento*. Fonte: Elaboração Própria.

<i>E-commerce - Premissas de Crescimento</i>		2023P	2024P	2025P	2026P
Crescimento Anual de Vendas (%)		25%	20%	20%	10%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)		10%	5%	4%	4%
<i>E-commerce - Premissas de Crescimento</i>		2027P	2028P	2029P	2030P
Crescimento Anual de Vendas (%)		8%	5%	5%	3%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)		3%	3%	3%	3%

Gráfico 24: *E-commerce - Volume Total de Vendas e Preço Médio*. Fonte: Elaboração Própria.

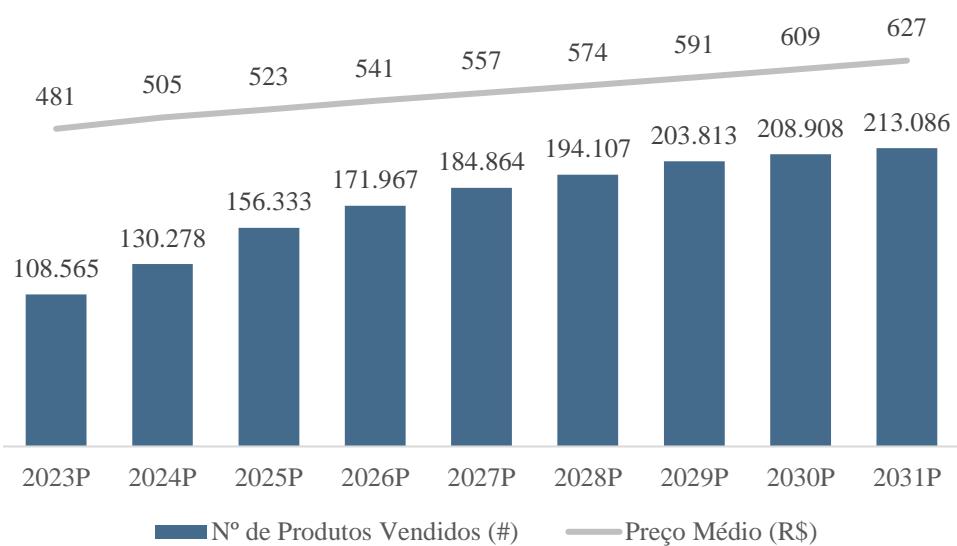


Gráfico 25: E-commerce - Receita de Vendas Projetada (em R\$ milhares). Fonte: Elaboração Própria.



6.2.1.3 Multimarcas

Para projeção do volume de vendas das multimarcas, foi utilizado como *driver* a expectativa da Empresa para o crescimento no número de produtos vendidos por loja multimarca parceira. Este número é multiplicado pelo número de lojas parceiras para obter o volume total de produtos vendidos para multimarcas. Basta multiplicar pelo preço médio por produto para obter o faturamento projetado das multimarcas.

A Empresa tem recebido muitas solicitações de lojas multimarcas de diversas regiões para revender os calçados da marca. Apenas em 2022, a Empresa recebeu 150 propostas e já mapeou 800 lojas multimarcas em que poderia estar, sejam elas outras unidades de lojas com qual já tem parceria atualmente, sejam novas parcerias.

Nota-se que o preço médio de vendas para multimarcas é menor, dado que são vendas feitas em atacado, nas quais os parceiros ainda terão que aplicar uma margem de lucro.

Quadro 13: Multimarcas - Crescimento Histórico. Fonte: Elaboração Própria.

Multimarcas - Crescimento Histórico		2019	2020	2021	2022
Crescimento Anual de Vendas por Multimarca (%)		13%	-5%	38%	16%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)		9%	-9%	26%	9%

Quadro 14: Multimarcas- Premissas de Crescimento. Fonte: Elaboração Própria.

Lojas Próprias - Premissas de Crescimento		2023P	2024P	2025P	2026P
Crescimento Anual de Vendas por Multimarca (%)		10%	8%	5%	5%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)		8%	5%	4%	4%
Lojas Próprias - Premissas de Crescimento	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Crescimento Anual de Vendas por Multimarca (%)	3%	2%	2%	1%	1%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)	3%	3%	3%	3%	3%

Gráfico 26: Multimarcas - Vendas por Loja e Nº de Lojas. Fonte: Elaboração Própria.

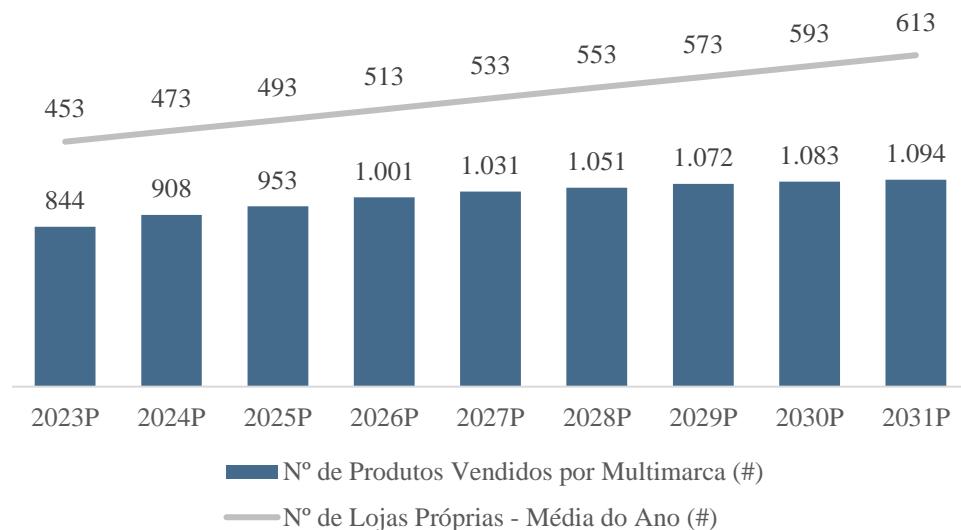


Gráfico 27: Multimarcas - Volume Total de Vendas e Preço Médio. Fonte: Elaboração Própria.

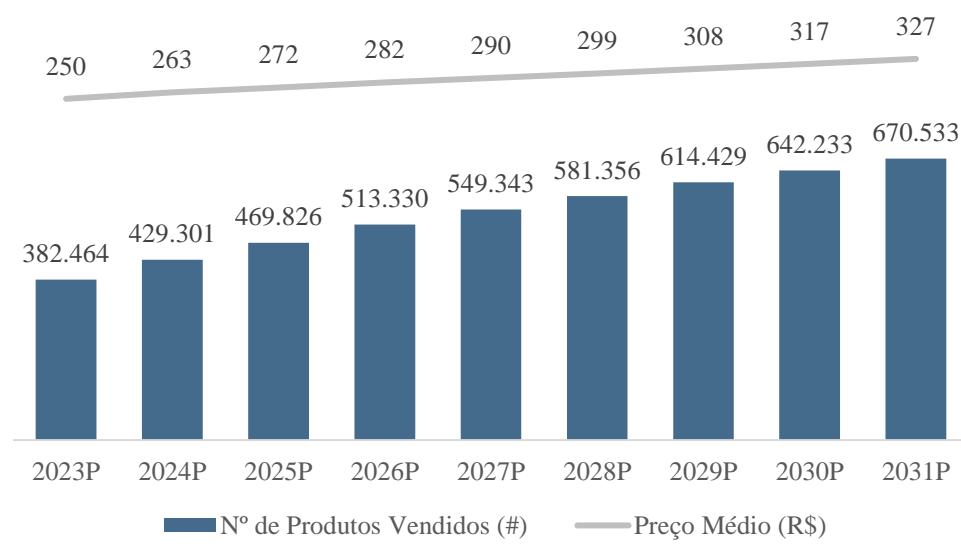


Gráfico 28: Multimarcas - Receita de Vendas Projetada (em R\$ milhares). Fonte: Elaboração Própria.



6.2.1.4 Franquias

Para projeção do volume de vendas para as franquias, foi utilizado como *driver* a expectativa da Empresa para o crescimento no número de produtos vendidos por franquia. Este número é multiplicado pelo número de franquias para obter o volume total de produtos vendidos. Basta multiplicar pelo preço médio por produto para obter o faturamento projetado das franquias.

A Empresa tem recebido muitas solicitações de potenciais franqueadores de diversas regiões para abrirem lojas da marca. Assim como já foi abordado capítulo 4, a Empresa pretende totalizar 116 franquias até 2027.

Nota-se que o preço médio de vendas para franquias é menor, dado que são vendas feitas em atacado, nas quais os parceiros ainda terão que aplicar uma margem de lucro.

Quadro 15: Franquias - Crescimento Histórico. Fonte: Elaboração Própria.

Franquias - Crescimento Histórico			2020	2021	2022
Crescimento Anual de Vendas por Franquia (%)			-17%	12%	14%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)			-3%	18%	12%

Quadro 16: Franquias - Premissas de Crescimento. Fonte: Elaboração Própria.

Franquias - Premissas de Crescimento		2023P	2024P	2025P	2026P
Crescimento Anual de Vendas por Franquia (%)		15%	15%	15%	15%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)		10%	5%	4%	4%
Franquias - Premissas de Crescimento	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Crescimento Anual de Vendas por Franquia (%)	10%	10%	8%	5%	3%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)	3%	3%	3%	3%	3%

Gráfico 29: Franquias - Vendas por Franquias e Nº de Franquias. Fonte: Elaboração Própria.

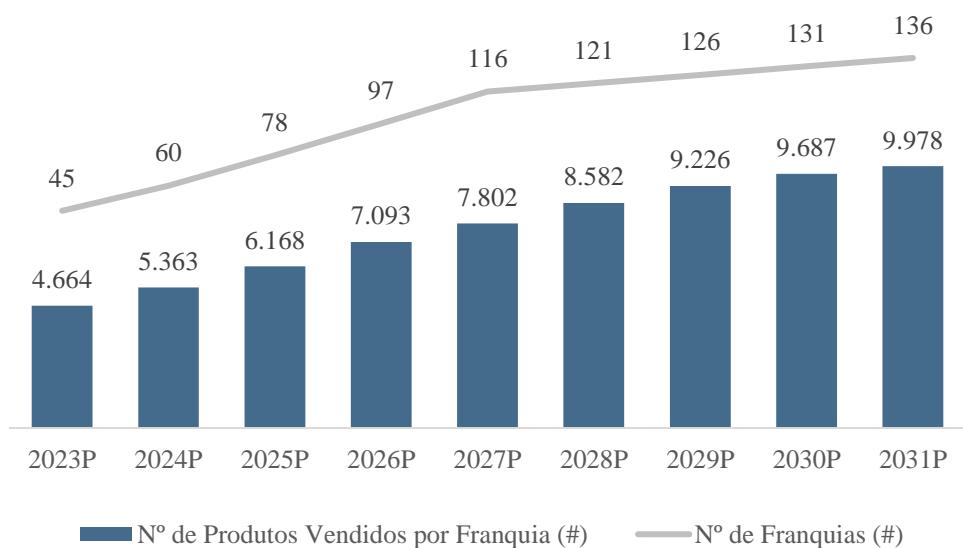


Gráfico 30: Franquias - Volume Total de Vendas e Preço Médio. Fonte: Elaboração Própria.

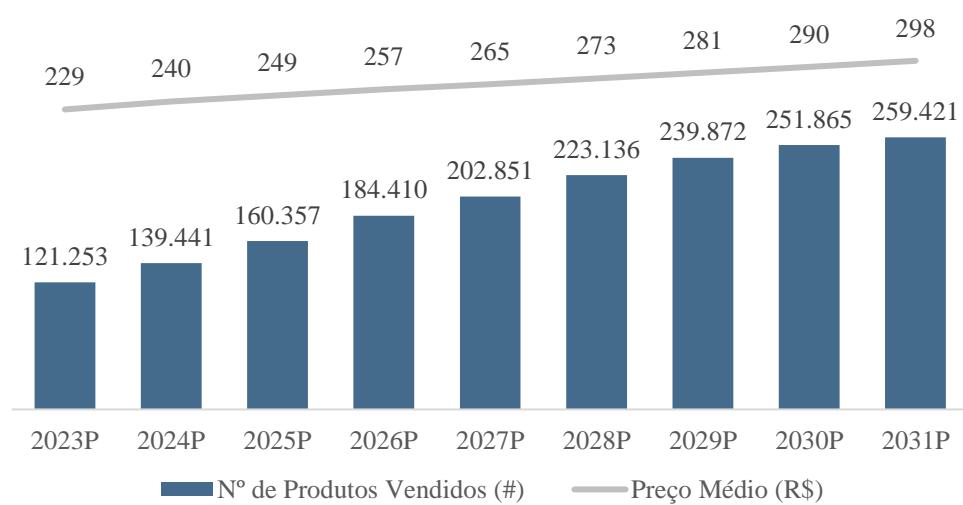


Gráfico 31: Franquias - Receita de Vendas Projetada (em R\$ milhares). Fonte: Elaboração Própria.



Além das receitas de vendas, foram projetadas as receitas de serviços, baseado na taxa de *royalties* de 30% praticado pela Empresa sobre o valor das vendas de produtos para franquias, além da taxa de franqueamento de R\$ 30.000 para cada franquia aberta.

Gráfico 32: Franquias - Receita de Serviços (em R\$ milhares). Fonte: Elaboração Própria.



6.2.1.5 Exportações

Para projeção do volume de vendas de exportação, foi utilizado como *driver* o volume total de produtos exportados. Foi multiplicado o preço médio por produto para obter o faturamento projetado de exportações.

Como as exportações, em números absolutos, são pouco representativas, a Empresa projeta fortes crescimentos de volume de vendas para fora, dado a nova parceira que está realizando com *marketplaces*¹³ dos Estados Unidos.

Quadro 17: Exportações - Crescimento Histórico. Fonte: Elaboração Própria.

Exportações - Crescimento Histórico		2019	2020	2021	2022
Crescimento Anual de Vendas (%)		16%	-25%	55%	26%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)		14%	-22%	36%	20%

Quadro 18: Exportações - Premissas de Crescimento. Fonte: Elaboração Própria.

Exportações - Premissas de Crescimento		2023P	2024P	2025P	2026P
Crescimento Anual de Vendas (%)		20%	20%	20%	20%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)		10%	5%	4%	4%
Exportações - Premissas de Crescimento		2027P	2028P	2029P	2030P
Crescimento Anual de Vendas (%)		10%	10%	10%	8%
Ajuste Anual de Preço Médio de Venda (%)		3%	3%	3%	3%

Gráfico 33: Exportações - Volume Total de Vendas e Preço Médio. Fonte: Elaboração Própria.



¹³ Marketplaces são plataformas digitais que reúnem diversos vendedores e compradores em um único ambiente, permitindo a realização de transações comerciais online. Neles, os consumidores têm acesso a uma ampla variedade de produtos e serviços oferecidos por diferentes lojistas, enquanto os vendedores podem alcançar uma audiência maior e aproveitar a infraestrutura e a visibilidade proporcionadas pelo marketplace.

Gráfico 34: Exportações - Receita de Vendas Projetada (em R\$ milhares). Fonte: Elaboração Própria.



6.2.1.6 Receita Consolidada

O Gráfico 35 apresenta a receita consolidada da Empresa e o Gráfico 36 apresenta a representatividade por canal da receita da Empresa. Em linha com as discussões anteriores, as vendas do *e-commerce* e para as franquias aumentarão sua representatividade, diluindo as vendas para multimarcas, que ainda permanecerão bem relevantes.

Gráfico 35: Faturamento Consolidado (em R\$ milhares). Fonte: Elaboração Própria.

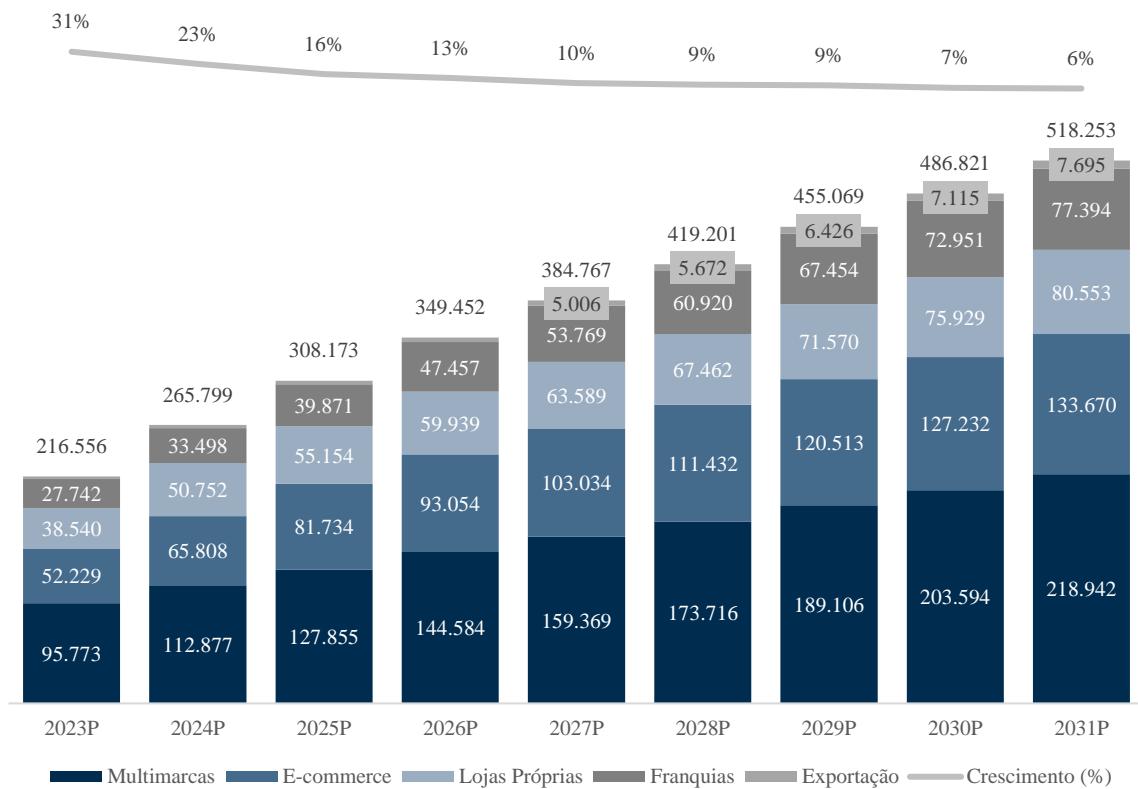
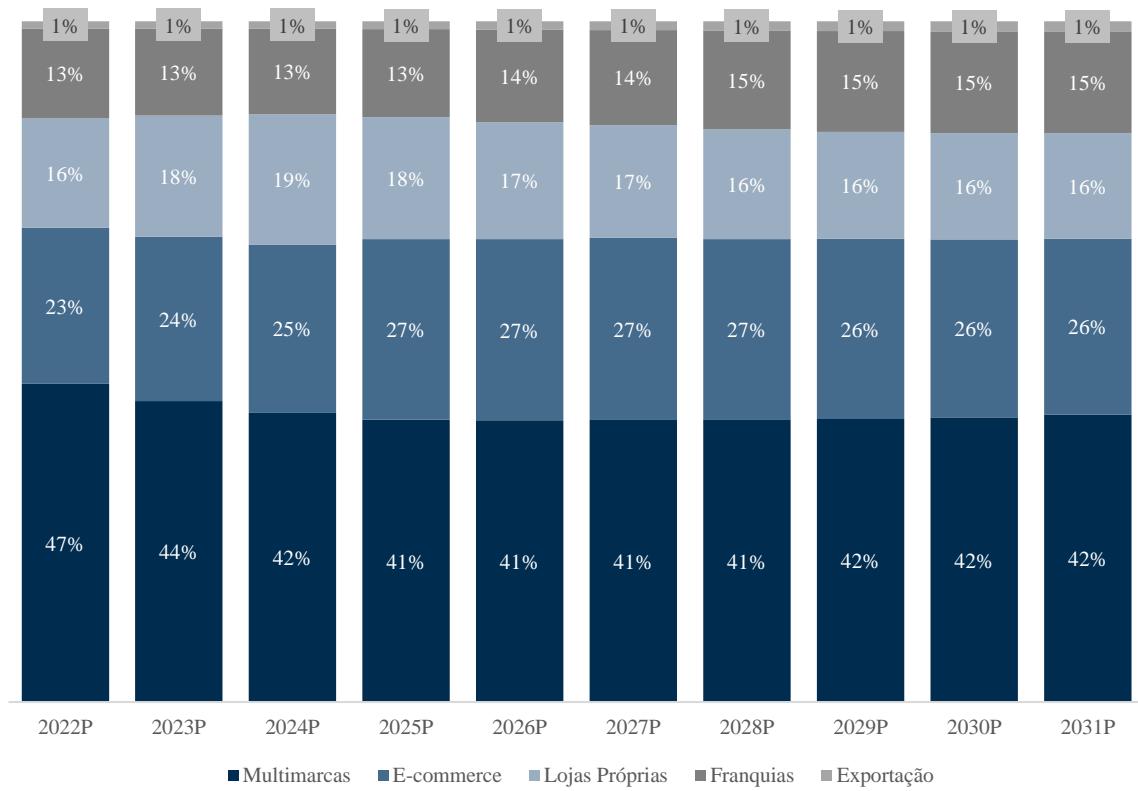


Gráfico 36: Representatividade por Canal no Faturamento Consolidado (%). Fonte: Elaboração Própria.

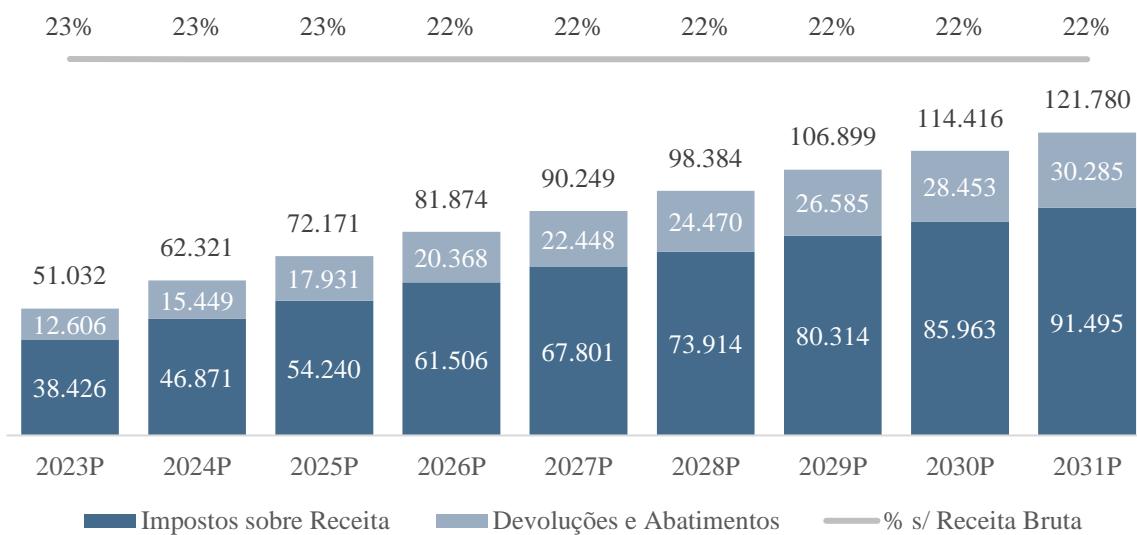


6.2.2 Impostos sobre Receita

Os impostos sobre receita foram calculados conforme as seguintes alíquotas pagas pela Empresa:

- PIS: 1,65% sobre a Receita Bruta;
- COFINS: 7,6% sobre a Receita Bruta;
- ICMS: 5,8% sobre a Receita de Vendas, conforme a alíquota efetiva histórica média;
- IPI: 1,8% sobre a receita de vendas, conforme a alíquota efetiva histórica média
- ISS: 3,0% sobre a receita de serviços, conforme a alíquota efetiva histórica;
- CPRB: 1,0% sobre a Receita Bruta.

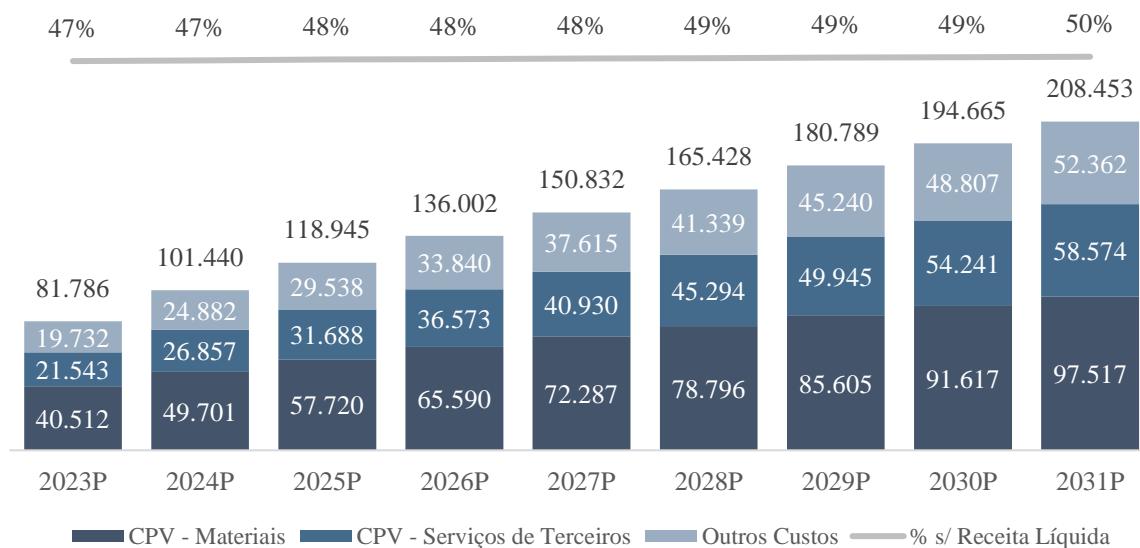
Gráfico 37: Impostos sobre Receita (em R\$ milhares). Fonte: Elaboração Própria.



6.2.3 Custos Operacionais

Os custos operacionais foram calculados mantendo a representatividade histórica dos gastos sobre a receita líquida. Entretanto, foram incrementados custos adicionais de serviços de terceiros e de mão de obra, considerando que, cada vez mais, a Empresa terá que escoar parte de sua produção para ateliês terceiros, visando aumentar sua capacidade produtiva, e considerando também a contratação de funcionários adicionais para a fábrica.

Gráfico 38: Custos Operacionais Projetados (em R\$ milhares). Fonte: Elaboração Própria.

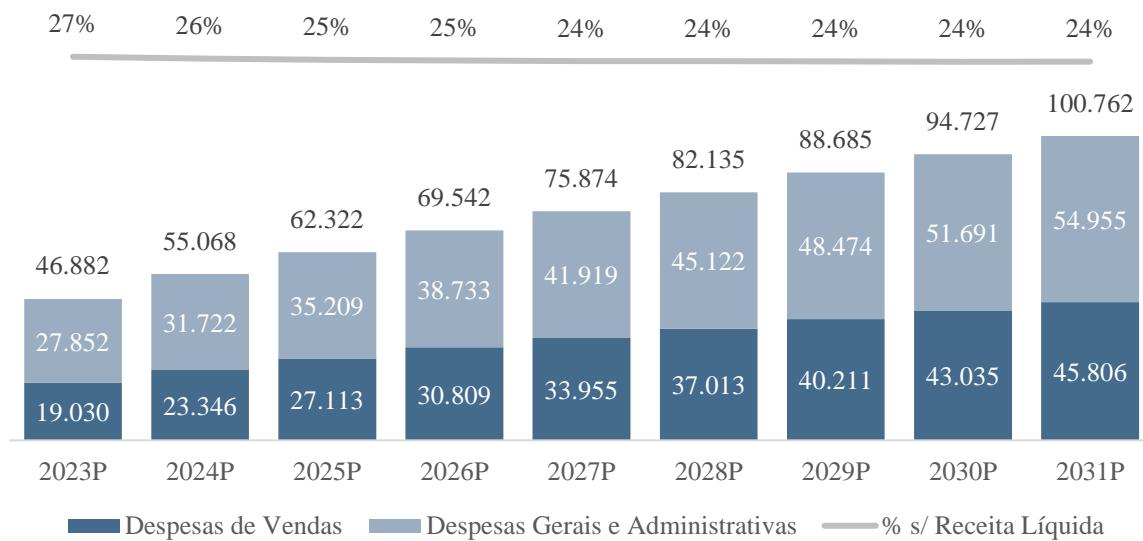


6.2.4 Despesas Operacionais

As despesas operacionais foram divididas em dois grupos para fins de projeção:

- (i) Despesas de Vendas: englobam despesas referentes a publicidade e propaganda, fretes e comissões de vendas e foram projetadas de acordo com percentuais históricos da receita líquida;
- (ii) Despesas Gerais e Administrativos: englobam despesas referentes a utilidades, imóveis, serviços de terceiros (contabilidade, consultoria, serviços jurídicos, etc.), provisões para créditos de liquidação duvidosa, folha de pagamento referente a funcionários administrativos, remuneração de diretoria, entre outros. Estes foram projetados de acordo com a inflação projetada ou de acordo com o percentual histórico da receita líquida, conforme sua natureza despesa fixa ou variável. Além disso, foram projetadas as contratações de dois diretores que já estão no radar da Empresa, de marketing e de atacado e vendas.

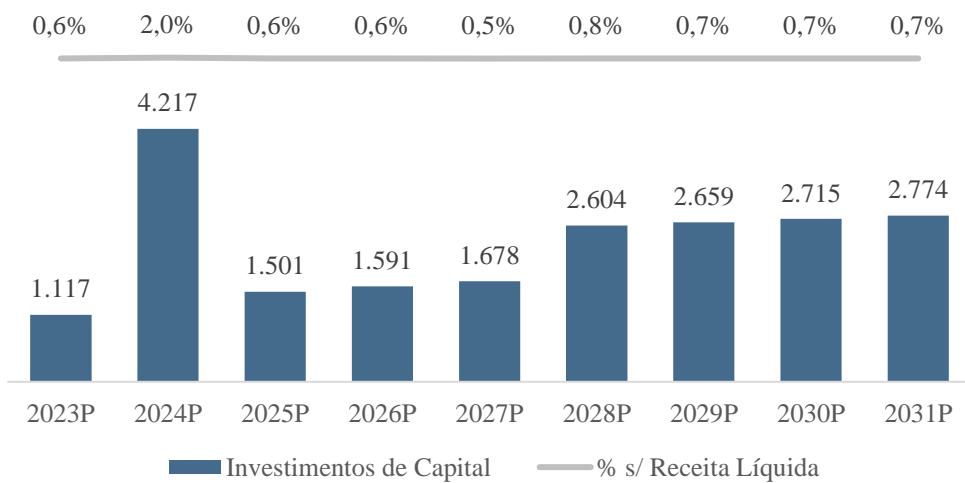
Gráfico 39: Despesas Operacionais Projetadas (em R\$ milhares). Fonte: Elaboração Própria.



6.2.5 Investimentos de Capital

Os investimentos de capital foram projetados considerando a manutenção dos ativos atuais da Empresa, considerando que estes depreciam ao longo dos anos. Além disso, a Empresa está prevendo um investimento em expansão da fábrica em 2024, em um patamar estimado de R\$ 3.000.000,00. Foram também considerados os investimentos de capital para abertura das duas lojas próprias, em 2023 e 2024.

Gráfico 40: Investimento de Capital Projetado (em R\$ milhares). Fonte: Elaboração Própria.



6.2.6 Depreciação e Amortização

A depreciação e amortização dos ativos foram calculadas conforme médias históricas percentuais em relação ao imobilizado líquido da Empresa.

Gráfico 41: Depreciação e Amortização Projetadas (em R\$ milhares). Fonte: Elaboração Própria.



6.2.7 Variação no Capital de Giro

O capital de giro representa os recursos financeiros necessários para manter as operações de uma empresa em funcionamento. É o valor utilizado para pagar despesas operacionais, como compra de matéria-prima, pagamento de salários e fornecedores, entre outros. O capital de giro é essencial para garantir a continuidade das atividades e é calculado subtraindo-se o passivo circulante (obrigações de curto prazo) do ativo circulante (recursos de curto prazo). Quanto mais a Empresa a sua necessidade de capital de giro, maior será a necessidade de caixa desta para manter sua operação.

Gráfico 42: Variação de Capital de Giro Projetado. Fonte: Elaboração Própria.

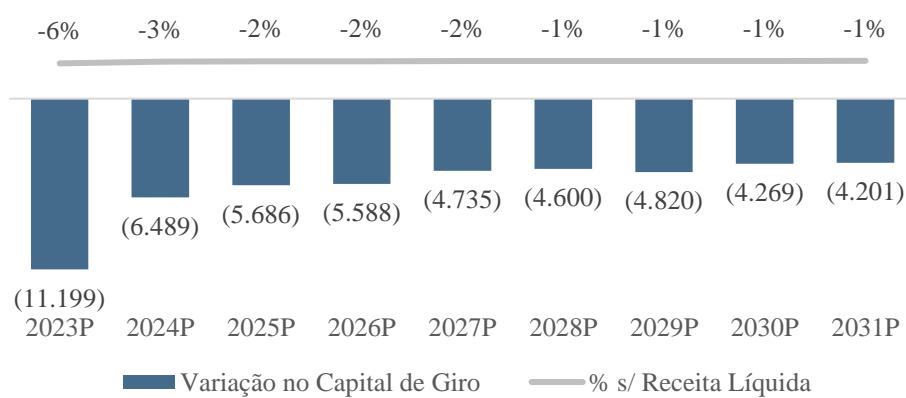


Gráfico 43: Capital de Giro Projetado. Fonte: Elaboração Própria.

Capital de Giro	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
(+) Ativos Circulantes	43.951	64.058	78.576	91.246	103.683
Contas a receber de Clientes	30.210	44.065	54.060	62.783	71.343
Dias de Receita Líquida	81	91	91	91	91
Estoques	12.609	18.369	22.536	26.172	29.740
Dias de Custos Operacionais	123	137	137	137	137
Tributos a Recuperar	577	777	951	1.099	1.248
Dias de Impostos	5	5	5	5	5
Outros Ativos Circulantes	555	846	1.029	1.192	1.352
Dias de Receita Líquida	2	2	2	2	2
(-) Passivos Circulantes	28.111	37.020	45.048	52.033	58.881
Fornecedores	7.267	9.487	11.639	13.517	15.360
Dias de Custos Operacionais	71	71	71	71	71
Obrigações Trabalhistas e Sociais	4.302	4.946	5.762	6.509	7.181
Dias de Gastos com Pessoal	90	90	90	90	90
Obrigações Fiscais e Tributárias	11.349	15.807	19.330	22.348	25.364
Dias de Impostos	101	104	104	104	104
Provisões Diversas	620	809	992	1.153	1.310
Dias de Receita Líquida	2	2	2	2	2
Outros Valores	4.573	5.971	7.325	8.507	9.667
Dias de Receita Líquida	12	12	12	12	12
(=) Capital de Giro	15.840	27.039	33.528	39.213	44.801
Variação de Capital de Giro		(11.199)	(6.489)	(5.686)	(5.588)
Capital de Giro	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
(+) Ativos Circulantes	114.269	124.559	135.323	144.829	154.158
Contas a receber de Clientes	78.628	85.708	93.113	99.653	106.070
Dias de Receita Líquida	91	91	91	91	91
Estoques	32.777	35.728	38.816	41.542	44.217
Dias de Custos Operacionais	137	137	137	137	137
Tributos a Recuperar	1.373	1.495	1.622	1.731	1.836
Dias de Impostos	5	5	5	5	5
Outros Ativos Circulantes	1.491	1.628	1.772	1.903	2.034
Dias de Receita Líquida	2	2	2	2	2
(-) Passivos Circulantes	64.732	70.422	76.366	81.604	86.731
Fornecedores	16.928	18.453	20.047	21.455	22.837
Dias de Custos Operacionais	71	71	71	71	71
Obrigações Trabalhistas e Sociais	7.785	8.390	9.023	9.627	10.237
Dias de Gastos com Pessoal	90	90	90	90	90

Obrigações Fiscais e Tributárias	27.922	30.393	32.970	35.190	37.338
Dias de Impostos	104	104	104	104	104
Provisões Diversas	1.443	1.573	1.709	1.829	1.947
Dias de Receita Líquida	2	2	2	2	2
Outros Valores	10.654	11.613	12.616	13.503	14.372
Dias de Receita Líquida	12	12	12	12	12
(=) Capital de Giro					
Variação de Capital de Giro	(4.735)	(4.600)	(4.820)	(4.269)	(4.201)

7 AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA

A avaliação econômico-financeira da Empresa, como visto anteriormente, será realizada baseado na metodologia do fluxo de caixa descontado, que utilizará as premissas apresentadas no capítulo 6, bem como os conceitos de taxa de desconto, apresentados no capítulo 2.

Serão apresentados os demonstrativos financeiros projetados no Quadro 19, Quadro 20, Quadro 21 e Quadro 22 e a análise vertical do DRE projetado na Figura 3 e Figura 4.

A partir destes, deriva-se o FCFF, apresentado no Quadro 23 de acordo com a fórmula apresentada no tópico 2.2.2.1, sendo o fluxo de caixa livre para a Empresa do ano de 2031 utilizado para cálculo do fluxo de caixa na perpetuidade, conforme o racional apresentado no tópico 2.2.2.3.

Dados todos esses fluxos de caixa projetados, estes serão trazidos a valor presente por meio de uma taxa de desconto calculada conforme a fórmula de WACC apresentado no tópico 2.2.2.10 e as premissas apresentadas no Quadro 24.

Quadro 19: DRE Projetado (2023-2026). Fonte: Elaboração Própria.

DRE Projetado (2023-2026)				
Milhares de R\$	2023	2024	2025	2026
Receita Bruta	225.449	276.299	320.674	364.259
<i>Crescimento (%)</i>	-	22,6%	16,1%	13,6%
Receita de Venda	216.556	265.799	308.173	349.452
Receita de Serviços	8.893	10.499	12.501	14.807
Deduções sobre Receita Bruta	(51.032)	(62.321)	(72.171)	(81.874)
Devolução e Abatimentos	(12.606)	(15.449)	(17.931)	(20.368)
Impostos sobre Receita	(38.426)	(46.871)	(54.240)	(61.506)
Receita Líquida	174.417	213.978	248.503	282.385
<i>% s/ Rec. Bruta líq. de Devoluções</i>	81,9%	82,0%	82,1%	82,1%
Custo	(81.786)	(101.440)	(118.945)	(136.002)
CMV	(7.636)	(9.368)	(10.879)	(12.362)
CPV - Materiais	(40.512)	(49.701)	(57.720)	(65.590)
CPV - Serviços de Terceiros	(21.543)	(26.857)	(31.688)	(36.573)
CPV - Gastos Gerais de Fabricação	(2.693)	(3.304)	(3.837)	(4.361)
CPV - Mão de Obra	(9.402)	(12.210)	(14.821)	(17.117)
Lucro Bruto	92.630	112.538	129.558	146.383
<i>% Margem Bruta</i>	53,1%	52,6%	52,1%	51,8%
Desp. de Vendas	(19.030)	(23.346)	(27.113)	(30.809)
Publicidade e propaganda	(6.093)	(7.475)	(8.681)	(9.865)
Fretes - Saída	(5.674)	(6.960)	(8.084)	(9.186)
Comissões de representantes	(7.263)	(8.910)	(10.348)	(11.759)
Desp. Gerais e Administrativas	(27.852)	(31.722)	(35.209)	(38.733)
Imóvel	(4.063)	(4.962)	(5.880)	(6.858)
Pessoal	(10.394)	(10.851)	(11.230)	(11.623)
Pró-Labore	(2.365)	(2.469)	(2.555)	(2.645)
Gastos Gerais	(5.703)	(6.996)	(8.125)	(9.233)
Serviços de Terceiros	(4.111)	(5.043)	(5.857)	(6.655)
Outras Despesas	(1.217)	(1.401)	(1.561)	(1.719)
EBITDA	45.748	57.470	67.236	76.840
<i>% Margem EBITDA</i>	26,2%	26,9%	27,1%	27,2%
Depreciação e Amortização	(966)	(1.068)	(1.471)	(1.561)
EBIT	44.783	56.402	65.765	75.279
<i>% Margem EBIT</i>	25,7%	26,4%	26,5%	26,7%
Resultado Financeiro	3.364	2.829	2.555	2.431
Resultado Não Operacional	-	-	-	-
EBT	48.146	59.231	68.320	77.711
<i>% Margem EBT</i>	27,6%	27,7%	27,5%	27,5%
Imposto de Renda	(16.370)	(20.138)	(23.229)	(26.422)
Lucro Líquido	31.777	39.092	45.091	51.289
<i>% Margem Líquida</i>	18,2%	18,3%	18,1%	18,2%

Quadro 20: DRE Projetado (2027-2031). Fonte: Elaboração Própria.

DRE Projetado (2027-2031)					
Milhares de R\$	2027	2028	2029	2030	2031
Receita Bruta	401.468	437.627	475.455	508.856	541.622
Crescimento (%)	10,2%	9,0%	8,6%	7,0%	6,4%
Receita de Venda	384.767	419.201	455.069	486.821	518.253
Receita de Serviços	16.701	18.426	20.386	22.035	23.368
Deduções sobre Receita Bruta	(90.249)	(98.384)	(106.899)	(114.416)	(121.780)
Devolução e Abatimentos	(22.448)	(24.470)	(26.585)	(28.453)	(30.285)
Impostos sobre Receita	(67.801)	(73.914)	(80.314)	(85.963)	(91.495)
Receita Líquida	311.219	339.243	368.556	394.440	419.841
% s/ Rec. Bruta líq. de Devoluções	82,1%	82,1%	82,1%	82,1%	82,1%
Custo	(150.832)	(165.428)	(180.789)	(194.665)	(208.453)
CMV	(13.625)	(14.851)	(16.135)	(17.268)	(18.380)
CPV - Materiais	(72.287)	(78.796)	(85.605)	(91.617)	(97.517)
CPV - Serviços de Terceiros	(40.930)	(45.294)	(49.945)	(54.241)	(58.574)
CPV - Gastos Gerais de Fabricação	(4.806)	(5.239)	(5.691)	(6.091)	(6.483)
CPV - Mão de Obra	(19.185)	(21.248)	(23.413)	(25.448)	(27.499)
Lucro Bruto	160.387	173.814	187.767	199.776	211.389
% Margem Bruta	51,5%	51,2%	50,9%	50,6%	50,3%
Desp. de Vendas	(33.955)	(37.013)	(40.211)	(43.035)	(45.806)
Publicidade e propaganda	(10.872)	(11.851)	(12.875)	(13.779)	(14.667)
Fretes - Saída	(10.124)	(11.035)	(11.989)	(12.831)	(13.657)
Comissões de representantes	(12.959)	(14.126)	(15.347)	(16.425)	(17.483)
Desp. Gerais e Administrativas	(41.919)	(45.122)	(48.474)	(51.691)	(54.955)
Imóvel	(7.858)	(8.912)	(10.022)	(11.191)	(12.420)
Pessoal	(11.972)	(12.331)	(12.701)	(13.082)	(13.475)
Pró-Labore	(2.724)	(2.806)	(2.890)	(2.977)	(3.066)
Gastos Gerais	(10.175)	(11.092)	(12.050)	(12.896)	(13.727)
Serviços de Terceiros	(7.335)	(7.995)	(8.686)	(9.296)	(9.895)
Outras Despesas	(1.854)	(1.987)	(2.125)	(2.249)	(2.372)
EBITDA	84.513	91.679	99.082	105.049	110.627
% Margem EBITDA	27,2%	27,0%	26,9%	26,6%	26,3%
Depreciação e Amortização	(1.651)	(1.678)	(1.705)	(1.732)	(1.761)
EBIT	82.862	90.001	97.378	103.317	108.866
% Margem EBIT	26,6%	26,5%	26,4%	26,2%	25,9%
Resultado Financeiro	2.418	2.490	2.565	2.642	2.721
Resultado Não Operacional	-	-	-	-	-
EBT	85.279	92.491	99.942	105.959	111.587
% Margem EBT	27,4%	27,3%	27,1%	26,9%	26,6%
Imposto de Renda	(28.995)	(31.447)	(33.980)	(36.026)	(37.940)
Lucro Líquido	56.284	61.044	65.962	69.933	73.647
% Margem Líquida	18,1%	18,0%	17,9%	17,7%	17,5%

Figura 3: Análise Vertical do DRE (2023-2027). Fonte: Elaboração Própria.

Análise Vertical do DRE (2023-2026)				
Em %	2023	2024	2025	2026
Receita Bruta	129,3%	129,1%	129,0%	129,0%
Receita de Venda	96,1%	96,2%	96,1%	95,9%
Receita de Serviços	3,9%	3,8%	3,9%	4,1%
Deduções sobre Receita Bruta	(22,6%)	(22,6%)	(22,5%)	(22,5%)
Devolução e Abatimentos	(5,6%)	(5,6%)	(5,6%)	(5,6%)
Impostos sobre Receita	(17,0%)	(17,0%)	(16,9%)	(16,9%)
Receita Líquida	77,4%	77,4%	77,5%	77,5%
Custo	(46,9%)	(47,4%)	(47,9%)	(48,2%)
CMV	(4,4%)	(4,4%)	(4,4%)	(4,4%)
CPV - Materiais	(23,2%)	(23,2%)	(23,2%)	(23,2%)
CPV - Serviços de Terceiros	(12,4%)	(12,6%)	(12,8%)	(13,0%)
CPV - Gastos Gerais de Fabricação	(1,5%)	(1,5%)	(1,5%)	(1,5%)
CPV - Mão de Obra	(5,4%)	(5,7%)	(6,0%)	(6,1%)
Lucro Bruto	53,1%	52,6%	52,1%	51,8%
Desp. de Vendas	(10,9%)	(10,9%)	(10,9%)	(10,9%)
Publicidade e propaganda	(3,5%)	(3,5%)	(3,5%)	(3,5%)
Fretes - Saída	(3,3%)	(3,3%)	(3,3%)	(3,3%)
Comissões de representantes	(4,2%)	(4,2%)	(4,2%)	(4,2%)
Desp. Gerais e Administrativas	(16,0%)	(14,8%)	(14,2%)	(13,7%)
Imóvel	(2,3%)	(2,3%)	(2,4%)	(2,4%)
Pessoal	(6,0%)	(5,1%)	(4,5%)	(4,1%)
Pró-Labore	(1,4%)	(1,2%)	(1,0%)	(0,9%)
Gastos Gerais	(3,3%)	(3,3%)	(3,3%)	(3,3%)
Serviços de Terceiros	(2,4%)	(2,4%)	(2,4%)	(2,4%)
Outras Despesas	(0,7%)	(0,7%)	(0,6%)	(0,6%)
EBITDA	26,2%	26,9%	27,1%	27,2%
Depreciação e Amortização	(0,6%)	(0,5%)	(0,6%)	(0,6%)
EBIT	25,7%	26,4%	26,5%	26,7%
Resultado Financeiro	1,9%	1,3%	1,0%	0,9%
Resultado Não Operacional	-	-	-	-
EBT	27,6%	27,7%	27,5%	27,5%
Imposto de Renda	(9,4%)	(9,4%)	(9,3%)	(9,4%)
Lucro Líquido	18,2%	18,3%	18,1%	18,2%

Figura 4: Análise Vertical do DRE (2027-2031). Fonte: Elaboração Própria.

Análise Vertical do DRE (2027-2031)					
Em %	2027	2028	2029	2030	2031
Receita Bruta	129,0%	129,0%	129,0%	129,0%	129,0%
Receita de Venda	95,8%	95,8%	95,7%	95,7%	95,7%
Receita de Serviços	4,2%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%
Deduções sobre Receita Bruta	(22,5%)	(22,5%)	(22,5%)	(22,5%)	(22,5%)
Devoluçãoes e Abatimentos	(5,6%)	(5,6%)	(5,6%)	(5,6%)	(5,6%)
Impostos sobre Receita	(16,9%)	(16,9%)	(16,9%)	(16,9%)	(16,9%)
Receita Líquida	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%	77,5%
Custo	(48,5%)	(48,8%)	(49,1%)	(49,4%)	(49,7%)
CMV	(4,4%)	(4,4%)	(4,4%)	(4,4%)	(4,4%)
CPV - Materiais	(23,2%)	(23,2%)	(23,2%)	(23,2%)	(23,2%)
CPV - Serviços de Terceiros	(13,2%)	(13,4%)	(13,6%)	(13,8%)	(14,0%)
CPV - Gastos Gerais de Fabricação	(1,5%)	(1,5%)	(1,5%)	(1,5%)	(1,5%)
CPV - Mão de Obra	(6,2%)	(6,3%)	(6,4%)	(6,5%)	(6,5%)
Lucro Bruto	51,5%	51,2%	50,9%	50,6%	50,3%
Desp. de Vendas	(10,9%)	(10,9%)	(10,9%)	(10,9%)	(10,9%)
Publicidade e propaganda	(3,5%)	(3,5%)	(3,5%)	(3,5%)	(3,5%)
Fretes - Saída	(3,3%)	(3,3%)	(3,3%)	(3,3%)	(3,3%)
Comissões de representantes	(4,2%)	(4,2%)	(4,2%)	(4,2%)	(4,2%)
Desp. Gerais e Administrativas	(13,5%)	(13,3%)	(13,2%)	(13,1%)	(13,1%)
Imóvel	(2,5%)	(2,6%)	(2,7%)	(2,8%)	(3,0%)
Pessoal	(3,8%)	(3,6%)	(3,4%)	(3,3%)	(3,2%)
Pró-Labore	(0,9%)	(0,8%)	(0,8%)	(0,8%)	(0,7%)
Gastos Gerais	(3,3%)	(3,3%)	(3,3%)	(3,3%)	(3,3%)
Serviços de Terceiros	(2,4%)	(2,4%)	(2,4%)	(2,4%)	(2,4%)
Outras Despesas	(0,6%)	(0,6%)	(0,6%)	(0,6%)	(0,6%)
EBITDA	27,2%	27,0%	26,9%	26,6%	26,3%
Depreciação e Amortização	(0,5%)	(0,5%)	(0,5%)	(0,4%)	(0,4%)
EBIT	26,6%	26,5%	26,4%	26,2%	25,9%
Resultado Financeiro	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%
Resultado Não Operacional	-	-	-	-	-
EBT	27,4%	27,3%	27,1%	26,9%	26,6%
Imposto de Renda	(9,3%)	(9,3%)	(9,2%)	(9,1%)	(9,0%)
Lucro Líquido	18,1%	18,0%	17,9%	17,7%	17,5%

Quadro 21: Balanço Patrimonial Projetado (2023-2026). Fonte: Elaboração Própria.

Balanço Patrimonial Projetado (2023-2026)					
Milhares de R\$	2023	2024	2025	2026	
Ativos	96.513	115.336	128.998	142.460	
Ativos Circulantes	90.381	106.056	119.687	133.120	
Caixa e Equivalentes de Caixa	26.323	27.480	28.441	29.437	
Contas a receber de Clientes	44.065	54.060	62.783	71.343	
Estoques	18.369	22.536	26.172	29.740	
Tributos a Recuperar	777	951	1.099	1.248	
Outros ativos circulantes	846	1.029	1.192	1.352	
Ativos Não-Circulantes	6.132	9.280	9.310	9.341	
Depósitos judiciais	168	168	168	168	
Outros valores	-	-	-	-	
Imobilizado	5.963	9.112	9.142	9.173	
Passivo + Patrimônio Líquido	96.513	115.336	128.998	142.460	
Passivo Circulante	37.020	45.048	52.033	58.881	
Fornecedores	9.487	11.639	13.517	15.360	
Obrigações Trabalhistas	4.946	5.762	6.509	7.181	
Obrigações Tributárias	15.807	19.330	22.348	25.364	
Provisões Diversas	809	992	1.153	1.310	
Outros valores	5.971	7.325	8.507	9.667	
Empréstimos de Curto Prazo	-	-	-	-	
Passivo Não-Circulante	-	-	-	-	
Empréstimos de Longo Prazo	-	-	-	-	
Debêntures	-	-	-	-	
Patrimônio Líquido	59.493	70.287	76.965	83.579	
Capital Social	12.092	12.092	12.092	12.092	
Lucros e Prejuízos Acumulados	98.970	138.062	183.154	234.443	
(-) Dividendos Distribuídos	(51.569)	(79.867)	(118.280)	(162.955)	

Quadro 22: Balanço Patrimonial Projetado (2027-2031). Fonte: Elaboração Própria.

Balanço Patrimonial Projetado (2027-2031)					
Milhares de R\$	2027	2028	2029	2030	2031
Ativos	153.956	166.083	178.738	190.192	201.527
Ativos Circulantes	144.589	155.789	167.490	177.960	188.283
Caixa e Equivalentes de Caixa	30.320	31.230	32.166	33.131	34.125
Contas a receber de Clientes	78.628	85.708	93.113	99.653	106.070
Estoques	32.777	35.728	38.816	41.542	44.217
Tributos a Recuperar	1.373	1.495	1.622	1.731	1.836
Outros ativos circulantes	1.491	1.628	1.772	1.903	2.034
Ativos Não-Circulantes	9.367	10.294	11.248	12.231	13.244
Depósitos judiciais	168	168	168	168	168
Outros valores	-	-	-	-	-
Imobilizado	9.199	10.126	11.080	12.063	13.076
Passivo + Patrimônio Líquido	153.956	166.083	178.738	190.192	201.527
Passivo Circulante	64.732	70.422	76.366	81.604	86.731
Fornecedores	16.928	18.453	20.047	21.455	22.837
Obrigações Trabalhistas	7.785	8.390	9.023	9.627	10.237
Obrigações Tributárias	27.922	30.393	32.970	35.190	37.338
Provisões Diversas	1.443	1.573	1.709	1.829	1.947
Outros valores	10.654	11.613	12.616	13.503	14.372
Empréstimos de Curto Prazo	-	-	-	-	-
Passivo Não-Circulante	-	-	-	-	-
Empréstimos de Longo Prazo	-	-	-	-	-
Debêntures	-	-	-	-	-
Patrimônio Líquido	89.224	95.660	102.371	108.588	114.796
Capital Social	12.092	12.092	12.092	12.092	12.092
Lucros e Prejuízos Acumulados	290.727	351.772	417.734	487.666	561.314
(-) Dividendos Distribuídos	(213.595)	(268.203)	(327.454)	(391.169)	(458.609)

Quadro 23: Cálculo do WACC. Fonte: Elaboração Própria.

Custo de Capital (k_e)	
Rf (US T-Bond 10 year yield) - Média 2012-2021	0,74%
Risco S&P500 - Média 2012-2021	13,80%
Beta Desalavancado (Calçados) - Damodaran	1,01
Beta Alavancado	1,02
Risco Tamanho – Ibbotson	4,66%
Risco País (EMBI+) - 15/06/2023	2,30%
k_e Nominal (US\$)	21,07%
Inflação USA Longo Prazo	2,55%
Inflação Brasil Longo Prazo	3,00%
k_e Nominal (R\$)	21,60%
Custo de Dívida (k_d)	
k_d	15,63%
WACC	
Equity (R\$ milhares)	257.820
Dívida (R\$ milhares)	1.114
Dívida/Equity	0,43%
% Equity	99,6%
% Dívida	0,43%
WACC	21,50%

Quadro 24: FCFF da Empresa. Fonte: Elaboração Própria.

FCFF					
Em R\$ milhares	2023P	2024P	2025P	2026P	
EBIT	44.783	56.402	65.765	75.279	
(-) Impostos	(15.226)	(19.177)	(22.360)	(25.595)	
NOPAT	29.557	37.225	43.405	49.684	
(+) Depreciação e Amortização	966	1.068	1.471	1.561	
(+/-) Variação no Capital de Giro	(11.199)	(6.489)	(5.686)	(5.588)	
(-) Capex	(1.117)	(4.217)	(1.501)	(1.591)	
FCFF	18.206	27.588	37.689	44.066	
Perpetuidade					
Período	0,5	1,5	2,5	3,5	
Fator de Desconto	1,1	1,3	1,6	2,0	
Valor Presente	16.517	20.599	23.162	22.289	
	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
EBIT	82.862	90.001	97.378	103.317	108.866
(-) Impostos	(28.173)	(30.600)	(33.108)	(35.128)	(37.014)
NOPAT	54.689	59.401	64.269	68.189	71.851
(+) Depreciação e Amortização	1.651	1.678	1.705	1.732	1.761
(+/-) Variação no Capital de Giro	(4.735)	(4.600)	(4.820)	(4.269)	(4.201)
(-) Capex	(1.678)	(2.604)	(2.659)	(2.715)	(2.774)
FCFF	49.927	53.874	58.495	62.937	66.638
Perpetuidade					
	371.025				
Período	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5
Fator de Desconto	2,4	2,9	3,5	4,3	5,2
Valor Presente	20.785	18.460	16.496	14.608	83.611

Somando os fluxos de caixa livre para a Empresa descontados pelo WACC de 21,50%, encontra-se o valor da Empresa de R\$ 236.527.934,08.

8 CONCLUSÃO

O objetivo do trabalho foi avaliar uma empresa privada sediada no sudeste do Brasil que desenvolve, fabrica e distribui calçados, bolsas e acessórios femininos de luxo no país.

Inicialmente, no capítulo 2, realizou-se uma revisão bibliográfica com os principais conceitos e métodos relacionados a avaliação de empresas e, dado todas as alternativas, foi selecionado o método de fluxo de caixa descontado para realização do *valuation* da Empresa.

Depois disso, no capítulo 3, foi realizada uma análise setorial para compreender o ecossistema no qual a Empresa estava inserida, afunilando o contexto desde o escopo macroeconômico que a atingia até especificamente a indústria de varejo de calçados no Brasil. Concluiu-se que o setor de varejo é extremamente exposto às questões macroeconômicas e está passando por um momento sensível, dada às altas nas taxas de juros e na inflação, que está desincentivando o consumo por parte dos clientes. O setor de calçados, entretanto, sofre menos do que os outros segmentos do varejo.

No capítulo 4 buscou-se entender todo o modelo de negócios da Empresa, bem como as estratégias futuras da administração para fazê-la crescer. Neste, o autor destacou a importância percebida pelos sócios da Empresa em manter um canal de vendas diversificado, apostando na capilaridade e na presença de marca, sempre focadas no bom relacionamento com o cliente e com seus parceiros, como lojistas de multimarcas e franqueados. Foi constatado que, apesar de todas as turbulências macroeconômicas pelas quais a Empresa passou, seus resultados mostraram-se resilientes frente a crises como a da Covid-19, dado a este modelo de negócios multicanais e com marca forte.

Dado o entendimento completo da Empresa, foi possível, no capítulo 5, aprofundar nos dados quantitativos contábeis da Empresa, entendendo como as dinâmicas internas e externas influenciam os resultados da Empresa. Neste, foram expostos os demonstrativos financeiros da empresa, analisando suas principais contas, para que pudesse ser feito um alicerce para projeção dos resultados futuros. Relacionando os números ao contexto histórico da Empresa, notou-se que em 2018, a Empresa teve uma pequena queda de performance, dado à entrada de um fundo de investimento no conselho administrativo da Empresa, que influenciou em decisões estratégicas para diminuir o preço médio dos produtos da marca. Como as medidas foram em contramão aos valores da Empresa, os clientes sentiram tal contradição e a queda da qualidade dos produtos. Nos períodos subsequentes, entretanto, quando a Empresa optou por

não dar continuidade às intervenções do fundo de investimentos, a Empresa mostrou forte crescimento, tanto em volume de vendas quanto em preço ao consumidor.

No capítulo 6, foram mais bem detalhadas as perspectivas futuras da Empresa, aplicando as premissas de crescimentos, refletidas de discussões e pesquisas feitas pelo autor em conjunto com a Empresa, nos resultados de 2023 a 2031.

Por fim, no capítulo 7, agregando todas as projeções e premissas levantadas, foi possível elaborar um fluxo de caixa descontado, chegando ao valor para a Empresa de R\$ 236.527.934,08.

Percebe-se que uma grande fortaleza da Empresa é o posicionamento de marca que ela estabelece, com produtos *premium*, de alta qualidade, justificando seu preço médio por produto elevado. Em uma experiência anterior da Empresa, na qual esta tentou ser uma marca mais de combate, com preço médio menor, as vendas e a rentabilidade da Empresa caíram.

Além disso, a diversificação de canais que marca a presença da Empresa nos canais de varejo e atacado e nas plataformas físicas e *online* diminuem o risco dela frente a potenciais turbulências que podem surgir em seu futuro. Exemplo disso foi cenário da pandemia da Covid-19, descrito no capítulo 5, no qual as vendas do varejo físico caíram, devido à necessidade de fechar as lojas físicas, mas as vendas no *e-commerce* cresceram aceleradamente.

Assim como comentado no subtópico 2.2.1.1, o presente trabalho apresenta pontos sensíveis de subjetividade durante a elaboração da avaliação da Empresa. Assim como colocou Damodaran (2006), não podem ser desconsideradas incertezas de estimativas, associadas a erros e avaliações incorretas do autor e da Empresa na interpretação de seus números, incertezas específicas da firma, relacionada ao desvio dos resultados futuros da firma em relação às estimativas projetadas, e incertezas macroeconômicas, que compreende a influência de flutuações da economia como um todo sobre o desempenho financeiro da companhia.

Como proposições complementares ao trabalho realizado, o autor poderia realizar a avaliação da Empresa por meio de outras metodologias para comparar ao valor estimado pelo método do fluxo de caixa descontado. Um exemplo disso seria realizar o levantamento de companhias semelhantes à Empresa e que são transacionadas na bolsa de valores e estabelecer métricas para avaliar a Empresa conforme as outras companhias são enxergadas no mercado de capitais. Além disso, poderiam ser levantadas transações semelhantes que ocorreram em

fusões e aquisições de empresas que envolveram ativos semelhantes e aplicar o método de precificação à Empresa.

O presente estudo, além de auxiliar na tomada de decisão dos sócios a respeito de uma potencial venda da Empresa, pode servir de referencial para tomada de decisões estratégicas, baseado nas análise realizadas sobre ela própria e sobre o setor.

9 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

IUDÍCIBUS, Sérgio de et al – Contabilidade introdutória. São Paulo: Atlas. 11.ed., São Paulo: 2010. (é um livro básico cuja metodologia ajuda o aluno a compreender melhor os conceitos contábeis)

MARION, José Carlos. Contabilidade Empresarial. 15^a ed., São Paulo: Atlas, 2009. (livro-texto) (é um livro básico cuja metodologia ajuda o aluno a compreender melhor os conceitos contábeis)

PÓVOA, Alexandre. Valuation: Como precificar ações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. p. 609.

KRAUZE, L.E. Contabilidade Básica: Para não-contadores. São Leopoldo: Editora Unisinos, 2004. 237 p.

MONTOTO, Eugenio. Contabilidade Geral e Avançada. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. 1561 p.

DAMODARAN, A. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. 2. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2006. 685 p.

DAMODARAN, Aswath. Investment Valuation. 2012. 3. ed. Nova Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 974 p.

COPELAND, T; KOLLER, T; MURRIN, J. Avaliação de Empresas Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2006. 499 p. Tradução de Allan Vidigal Hastings.

MORNINGSTAR. 2013 Ibbotson SBBI. Risk Premia Over Time Report. Estimates for 1926–2012. Chicago: Morningstar, Inc., 2013. 43 p.

DAMODARAN ONLINE. Discounted Rate Estimation, Levered and Unlevered Betas by Industry. All Emerging Markets. Shoes. Atualizado em 5 de janeiro de 2023. Disponível em:

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html>. Acesso em 9 de maio de 2023.

THE WORLD BANK. Brazil Home Overview. Atualizado em 7 de outubro de 2022. Disponível em: <<https://www.worldbank.org/en/country/brazil/overview#1>>. Acesso em 8 de novembro de 2022.

IPEA DATA EMBI+ Risco-Brasil. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>>. Atualizado em 19 de novembro de 2022. Acesso em 10 de junho de 2023.

MINISTÉRIO DA SAÚDE. Painel Coronavírus. Disponível em: <<https://covid.saude.gov.br/>>. Atualizado em 12 de maio de 2023. Acesso em 15 de maio de 2023.

IBGE. PNAD Contínua – Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/explica/desemprego.php>>. Acesso em: 10 de junho de 2023.

IBGE. Valor Real das Vendas no Varejo. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/explica/desemprego.php>>. Atualizado em 9 de novembro de 2022. Acesso em: 17 de novembro de 2022.

ITAÚ BBA. Projeções. Longo Prazo – Junho 2023. Disponível em: <<https://www.itau.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/projecoes>>. Atualizado em: 13 de junho de 2023. Acesso em: 15 de junho de 2023.

FECOMERCIOSP. Intenção de Consumo das Famílias. Disponível em: <<https://www.fecomercio.com.br/pesquisas/indice/icf>>. Atualizado em: 7 de novembro de 2022. Acesso em: 20 de novembro de 2022.

MARKETLINE. Marketline Industry Profile. Footwear in Brazil. 2021.

