

BENNY MATHIASON LEWI

**Análise do Setor de Academias no Brasil e Atratividade de Um
Investimento de *Private Equity* no Segmento *Low Cost***

São Paulo
2022

BENNY MATHIASON LEWI

**Análise do Setor de Academias no Brasil e Atratividade de Um
Investimento de *Private Equity* no Segmento *Low Cost***

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

Orientador: Mauro Zilbovicius

São Paulo
2022

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.

Lewi, Benny Mathiason

Análise do setor de academias no brasil e atratividade de um investimento de *Private Equity* no segmento *Low Cost* / B M. Lewi – São Paulo, 2022.

108 p.

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

1. Setor de academias 2. Análise Estratégica 3. *Private Equity* I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t

Dedico este trabalho ao meu avô Moisés Lewi z"l, com quem tive o privilégio de conviver. Agradeço pelos valores transmitidos e lições de vida, por ter convertido as dificuldades do seu caminho em exemplos de resiliência, sabedoria, alegria e gratidão.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, à minha mãe, Alice, que me ensinou que nem tudo é simples e dicotômico, ao meu pai, Henrique, que me fez valorizar e aprender também nos momentos de descontração e à minha irmã, Evelyn, pelo companheirismo em todos os momentos. Dedico as minhas conquistas a vocês.

Aos meus amigos por tornarem a vida mais agradável e divertida e pelo apoio no meu autoconhecimento.

Ao Professor Mauro Zilbovicius pela sua contribuição neste trabalho, com um olhar de leitor apurado, comentários sempre pertinentes e pela relação de confiança estabelecida.

A todos que me deram oportunidades e permitiram que eu pudesse me desenvolver, meus sinceros agradecimentos.

RESUMO

Este Trabalho de Formatura se concentrou em entender a atratividade que a indústria de academias *low cost* teria para receber investimento de um fundo de *Private Equity*. Assim, realizou-se uma revisão da literatura metodológica, englobando temas relacionados ao conceito de Estratégia e de investimentos da modalidade de *Private Equity*, além do aprofundamento em estudos setoriais e nas maiores companhias do segmento. Em seguida, foram exploradas as características da indústria no Brasil, sua evolução e relações com o ambiente externo. Na sequência, foi abordado o panorama concorrencial, incluindo os grupos estratégicos e táticas competitivas genéricas de atuação neste espaço. Valendo-se do conhecimento levantado, foram analisadas as três maiores redes do segmento, a estrutura de receita e custos e a expectativa de retorno de um investidor financeiro. Por fim, foram descritos os méritos e riscos de um investimento no segmento e sugeridos novos estudos complementares.

Palavras-chave: Setor de academias. Análise Estratégica. *Private Equity*.

ABSTRACT

This paper focused on understanding the attractiveness that the low-cost gym industry would have to receive investment from a Private Equity fund. To this end, a review of the methodological literature was carried out, including themes related to the concept of Strategy and investments in the Private Equity modality, in addition to deepening in sectoral studies and in the largest companies of the segment. Then, the characteristics of the industry in Brazil, its evolution and relations with the external environment were explored. Next, the competitive landscape was discussed, including the strategic groups and generic competitive tactics for operating in this domain. Using the knowledge gathered, the three largest chains in the segment were analyzed, as well as the revenue and cost structure and the expected return of a financial investor. Finally, the merits and risks of an investment in the segment were described and further studies were suggested.

Keywords: Gym industry. Strategic analysis. Private Equity.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Exemplos de empresas que receberam investimentos de fundos de <i>Private Equity</i>	27
Figura 2 - Diferenças entre PE, VC e Ações Listadas	29
Figura 3 - Estrutura de um fundo de investimento de Private Equity	31
Figura 4 - Perfil de retorno dos fundos de Private Equity	34
Figura 5 - As cinco forças competitivas	35
Figura 6 - Estratégias genéricas	38
Figura 7 - Membros de academias nos EUA por gênero	67
Figura 8 - Matriz BCG para os segmentos de academias presencias	74
Figura 9 - Ciclo de vida para os segmentos de academias presencias	78
Figura 10 - Forças de Porter para a indústria de academias	83
Figura 11 - Resultados do Reclame Aqui das principais redes de academia <i>low cost</i> brasileiras	88

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Investimentos de <i>Private Equity</i> no setor de academias	57
Tabela 2 - Resumo dos segmentos de academias presencias	73
Tabela 3 - Maiores redes de academia do mundo em número de alunos.....	81
Tabela 4 - Comparação de métricas das principais redes de academia <i>low cost</i> brasileiras	87
Tabela 5 - Métricas e múltiplos de mercado de empresas comparáveis.....	95

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Volume de investimentos de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> (em bilhões de reais)	44
Gráfico 2 - Abertura de contas na B3 por investidores individuais (em milhões de pessoas)	44
Gráfico 3 - Volume de capital levantado anualmente em IPOs (em bilhões de reais)	45
Gráfico 4 - Crescimento do PIB entre 2010 e 2021 no Brasil	45
Gráfico 5 - Evolução da taxa de câmbio BRL/USD	46
Gráfico 6 - Evolução da meta SELIC	46
Gráfico 7 - Evolução do número de casos de Covid no Brasil desde o início da pandemia	48
Gráfico 8 - Evolução do número de mortes por Covid no Brasil desde o início da pandemia	48
Gráfico 9 - Pirâmide etária brasileira em 2021	51
Gráfico 10 - Prioridades dos brasileiros para 2021	52
Gráfico 11 - Impacto do <i>fitness</i> digital no tempo gasto em academias tradicionais	54
Gráfico 12 - Tamanho de mercado de países selecionados em bilhões de dólares (2019)	58
Gráfico 13 - Gasto médio anual em academias de países selecionados em dólares (2019)	59
Gráfico 14 - Número médio de clientes por academia em 2019	60
Gráfico 15 - Evolução do número de clientes de academias no Brasil (em milhões)	61
Gráfico 16 - Evolução do número de academias no Brasil (em milhares)	61
Gráfico 17 - Penetração da população no segmento de academias em países selecionados em 2019	62
Gráfico 18 - Penetração da população no segmento de academias no Brasil entre 2013 e 2019	63
Gráfico 19 - <i>Market share</i> do setor de academias em 2019	64
Gráfico 20 - Principais motivos para não praticar exercícios físicos no Brasil	65

Gráfico 21 - Número de usuários de academias nos EUA em 2010 e 2019 (milhões).....	66
Gráfico 22 - Membros de academias nos EUA por nível de escolaridade (em milhões).....	68
Gráfico 23 - Membros de academias nos EUA por renda familiar (em milhões).....	69
Gráfico 24 - <i>Market share</i> do segmento <i>low cost</i> no setor de academias em 2011	80
Gráfico 25 - <i>Market share</i> do segmento <i>low cost</i> no setor de academias em 2019	80
Gráfico 26 - Interesse pelos termos “Smart Fit”, “Bluefit”, “Selfit”, “Bodytech” e “Velocity” no Brasil em pesquisas no Google entre 08/10/2017 e 01/10/2022	81
Gráfico 27 - Exemplo de reconciliação de MOIC (criação de valor) para um investimento em uma rede de academias <i>low cost</i> brasileira.....	97
Gráfico 28 - Variação do preço da ação de redes de academias <i>low cost</i> listadas em bolsa de valores entre 14/07/2021 (data do IPO da Smart Fit) e 25/11/2022	108

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Políticas públicas para a promoção da indústria de academias no mundo	23
Quadro 2 - Matriz SWOT e grupos estratégicos.....	42
Quadro 3 - Iniciativas digitais no setor de academias	55
Quadro 4 - Tendências do setor de academias ligadas à busca por praticidade.....	56
Quadro 5 - Resumo das tendências que estão afetando o setor de academias	57
Quadro 6 - Tipos de clientes em academias	69
Quadro 7 - Modelos de negócios encontrados na indústria de academias	71
Quadro 8 - Resumo das tendências de crescimento e impacto da pandemia nos segmentos de academias presencias	79
Quadro 9 - Exemplos de grandes redes de academias <i>low cost</i> por país.....	82
Quadro 10 - Oportunidades e ameaças das principais redes de academia <i>low cost</i> brasileiras	88
Quadro 11 - Forças e fraquezas da Smart Fit	90
Quadro 12 - Forças e fraquezas da Bluefit.....	91
Quadro 13 - Forças e fraquezas da Selfit.....	92

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>
ACSM	<i>American College of Sports Medicine</i>
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
B2B	<i>Business-to-business</i>
B2C	<i>Business-to-consumer</i>
CAGR	<i>Compound Average Growth Rate</i>
CAPEX	<i>Capital Expenditure</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
DFI	<i>Development Finance Institutions</i>
EBITDA	<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i>
EUA	Estados Unidos da América
FIP	Fundos de Investimento em Participações
HVLP	<i>High Value and Low Price</i>
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IHRSA	<i>International Health, Racquet and Sportsclub Association</i>
IFC	International Finance Corporation
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
LBO	<i>Leveraged Buyout</i>
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i>
MOIC	<i>Multiple on Invested Capital</i>
NOPAT	<i>Net Operating Profit After Taxes</i>
ONU	Organização das Nações Unidas
PE	<i>Private Equity</i>
PIB	Produto Interno Bruto
PIPE	<i>Private Investment in Public Equity</i>
ROIC	<i>Return on Invested Capital</i>
TIR	Taxa Interna de Retorno
SBPT	Sociedade Brasileira de <i>Personal Trainers</i>
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
SWOT	<i>Strengths, Weakness, Opportunities, Threats</i>
VC	<i>Venture Capital</i>
WHO	<i>World Health Organization</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	22
1.1 APRESENTAÇÃO DO TEMA E OBJETIVOS	22
1.2 RELEVÂNCIA DO TEMA	22
1.3 MOTIVAÇÕES DO TRABALHO	23
1.4 METODOLOGIA.....	24
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO	25
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	26
2.1 A INDÚSTRIA DE <i>PRIVATE EQUITY</i>	26
2.1.1 O que é <i>Private Equity</i> ?	26
2.1.2 Tipos de investimento	27
2.1.3 Agentes envolvidos na indústria de <i>Private Equity</i>	29
2.1.4 Estrutura e ciclo de vida de um fundo de <i>Private Equity</i>	31
2.1.5 Métricas de retorno em <i>Private Equity</i>	32
2.2 ESTRATÉGIA.....	34
2.2.1 O que é estratégia?	34
2.2.2 Cinco forças de Porter	35
2.2.3 Grupos estratégicos.....	36
2.2.4 Estratégias competitivas genéricas.....	37
2.2.5 Critérios competitivos.....	38
2.2.7 Evolução da indústria.....	40
2.2.8 Análise SWOT	41
3 ANÁLISE DO MERCADO.....	43
3.1 CONTEXTO MACROECONÔMICO.....	43
3.2 IMPACTOS DA PANDEMIA	47
3.3 TENDÊNCIAS	50
3.3.1 Maior preocupação com saúde.....	51
3.3.2 Transformação digital	53
3.3.3 Busca por praticidade	55
3.3.4 Surgimento de modelos de negócio atrativos	56
3.3.5 Resumo	57
3.4 HISTÓRICO E SITUAÇÃO DO SEGMENTO NO BRASIL.....	58
3.4.1 Tamanho do mercado.....	58

3.4.2 Crescimento do mercado	60
3.4.3 Penetração do mercado	62
3.5 PERFIS DE CLIENTES	64
4 ANÁLISE DO AMBIENTE COMPETITIVO	71
4.1 GRUPOS ESTRATÉGICOS	71
4.2 ESTRATÉGIAS COMPETITIVAS GENÉRICAS	75
4.3 PROCESSOS EVOLUTIVOS	76
4.4 ASCENSÃO DO <i>LOW COST</i>	79
4.5 AS 5 FORÇAS COMPETITIVAS	82
4.5.1 Rivalidade entre os concorrentes	83
4.5.2 Poder de negociação dos clientes	84
4.5.3 Poder de negociação dos fornecedores	84
4.5.5 Ameaça de produtos substitutos	85
5 DIAGNÓSTICO DO PANORAMA CONCORRENCEIAL BRASILEIRO	
LOW COST	87
5.1 SMART FIT	89
5.2 BLUEFIT	90
5.3 SELFIT	91
5.4 RECEITAS, CUSTOS E DESPESAS	92
5.5 EXPECTATIVA DE RETORNO	95
6 CONCLUSÕES	98
6.1 OBJETIVOS ALCANÇADOS	98
6.1.1 Méritos de uma transação	99
6.1.2 Riscos e considerações de uma transação	100
6.2 SUGESTÕES PARA FUTUROS ESTUDOS	101
REFERÊNCIAS	102
ANEXO	108

1 INTRODUÇÃO

1.1 APRESENTAÇÃO DO TEMA E OBJETIVOS

O Trabalho de Formatura tem como objetivo a análise do setor de academias, mais especificamente do segmento *low cost* no Brasil, do ponto de vista de um possível investidor financeiro. Dessa forma, pretende-se investigar a dinâmica do mercado, das perspectivas futuras, do ambiente competitivo e das principais empresas já atuantes neste universo, buscando compreender os méritos e identificar os riscos de um novo investimento por parte de uma gestora de *Private Equity*.

1.2 RELEVÂNCIA DO TEMA

Do ponto de vista econômico e social, a indústria de academias tem tido um impacto significativo para o Brasil, tendo gerado US\$ 1,4 bilhão em 2021, criando 185,7 mil empregos diretos e 39,1 mil empregos apoiados de forma indireta (ACAD Brasil, 2022).

Ainda, a indústria de academias é importante para além de possíveis questões estéticas, como uma questão de saúde (PEREIRA, 1988). Nesse sentido, a inatividade física pode promover doenças, como diabetes e hipertensão e, assim, um custo de US\$ 5,7 bilhões para a estrutura de saúde do Brasil, combinada com uma redução da produtividade dos trabalhadores e, portanto, gerando perdas de US\$ 11,2 bilhões ao ano ao PIB do país (ACAD Brasil, 2022).

Desse modo, a indústria de academias tem sido tema de políticas públicas para promoção do condicionamento físico ao redor do mundo, conforme o Quadro a seguir.

Quadro 1 - Políticas públicas para a promoção da indústria de academias no mundo

EUA	O Programa Nacional de Prevenção do Diabetes reúne organizações de saúde e fitness; Academias podem se cadastrar junto ao governo federal como Provedores de Programas de Mudança de Estilo de Vida.
Chile	Academias de ginástica são isentas do IVA (imposto unificado).
Colômbia	Academias estão sujeitas ao IVA, mas os centros de saúde não estão; Clubes de saúde e fitness que investem em serviços como nutricionistas ou médicos de medicina esportiva podem ser elegíveis para exceções de IVA.
Bélgica	Tem redução da alíquota do IVA de 6% para o esporte; academias pagam taxa de IVA reduzida, entre redução de 6% e total de 21%.
Japão	Projeto Vida Inteligente: Organizações que promovem o fitness são reconhecidas com prêmio de Ministro da Saúde; há encontros ao longo do ano para que a indústria e o governo troquem ideias.
China	Entre 2014 e 2020, o governo emitiu 18 políticas nacionais da indústria de esportes e fitness; o Plano Nacional de Aptidão (2021-2025) inclui: fornecimento de mais instalações de fitness; realização de eventos nacionais de fitness; promoção de atividades de fitness entre as principais demografias; tudo com o objetivo de facilitar o desenvolvimento da indústria de esportes e fitness.

Fonte: ACAD Brasil (2022).

Portanto, o tema escolhido é de grande importância e nota-se que o seu aprofundamento e a construção de uma visão mais clara do setor, trazendo maior segurança para potenciais investidores e para o desenvolvimento da indústria local, pode causar impactos positivos para a saúde da população brasileira e para a economia da região.

1.3 MOTIVAÇÕES DO TRABALHO

O autor realizou estágio em uma das maiores gestoras de investimentos independentes do Brasil, responsável pela gestão de fundos nas verticais: Multimercado, Ações, Crédito, Previdência, *Real Estate* e *Private Equity*. Como parte da equipe responsável pela prospecção e análise de oportunidades de investimentos da vertical de *Private Equity*, o estudo da atratividade de uma indústria, tema deste trabalho, é naturalmente interessante para o autor.

Além disso, a escolha pela indústria de academias, sobretudo pelo *low cost*, se deu por quatro principais fatores: (i) o fato do segmento ter recebido grande atenção

de fundos de *Private Equity* pelo mundo nos últimos anos, com investimentos tendo sido executados em vários países; (ii) o mercado grande e em crescimento, com potenciais oportunidades e justificando a relevância de um aprofundamento; (iii) o mercado bastante impactado pela pandemia e por tendências globais; que torna necessária a revisão de muito do que já se conhecia sobre o setor; e (iv) a disponibilidade de informações, considerando a existência de inúmeros relatórios sobre o setor, de uma empresa listada na bolsa de valores brasileira e de outras duas companhias que realizaram prospecto para listagem em 2021.

Ainda, este estudo permitiu a aplicação prática de diversas competências adquiridas através de disciplinas do curso de graduação em Engenharia de Produção da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, sejam estas técnicas, conceituais e comportamentais, e que estão, de certa forma, refletidas no trabalho.

1.4 METODOLOGIA

As análises realizadas foram, principalmente, de caráter qualitativo, apesar de diversas informações quantitativas terem sido exploradas para o entendimento do problema de forma objetiva e para a comprovação das hipóteses levantadas. Dessa forma, a metodologia seguiu as atividades a seguir:

- **Identificação do problema:** definição de um problema que fosse pertinente para: (i) o autor, ou seja, um tema que instigasse sua curiosidade para aprofundamento; (ii) a empresa na qual foi realizado o estágio supervisionado; através de análises que pudessem gerar recomendações reais para a sua atividade fim; e (iii) a academia e a sociedade, através do desenvolvimento e publicação do estudo, disseminando conhecimento de um problema relevante pela aplicação de conceitos e habilidades desenvolvidas no curso de Engenharia de Produção.
- **Estudo bibliográfico:** levantamento e leitura de materiais de suporte: (i) ao problema, como estudos setoriais, relatórios de bancos de investimentos e apresentações públicas de empresas do setor; (ii) aos métodos de abordagem, incluindo as ferramentas de análise e publicações de temas variados, como estratégia, contabilidade e avaliação de investimentos.
- **Análise da indústria:** aplicação das ferramentas, modelos e análises da literatura no problema em questão.

- **Avaliação crítica dos resultados:** geração de recomendações e consolidação dos aprendizados e conclusões obtidos a partir das análises desenvolvidas.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

Para além da apresentação das referências utilizadas no desenvolvimento do trabalho e anexos, o estudo foi dividido em 6 capítulos:

- **Capítulo 1 - Introdução:** apresenta o problema, os objetivos e a estrutura do Trabalho de Formatura, bem como sua relação com o estágio e o curso de Engenharia de Produção realizados pelo autor.
- **Capítulo 2 - Revisão da literatura:** traz o suporte teórico necessário para o entendimento das análises que compõe o trabalho, englobando conceitos de Estratégia e contextualização de investimentos de *Private Equity*.
- **Capítulo 3 - Análise do mercado:** explica as circunstâncias em que o trabalho está sendo escrito, incluindo o panorama macroeconômico e de investimentos, e apresenta o setor de academias em particular, abordando os impactos causados pela Covid-19, tendências que afetam o segmento, evolução do setor no Brasil, comparação com a situação do mercado em outros países do mundo e características dos principais clientes.
- **Capítulo 4 - Análise do ambiente competitivo:** elabora sobre o ambiente competitivo do setor de academias, apresentando os grupos estratégicos, as técnicas competitivas, a evolução dos segmentos de academias presenciais e análises concorrenenciais para o *low cost*.
- **Capítulo 5 - Diagnóstico do panorama concorrencial brasileiro *low cost*:** descreve o segmento *low cost* de forma mais específica, apresentando as fontes de receita, custos e despesas das empresas que atuam com este posicionamento, expectativas de retorno para o investidor e traz uma visão da diferenciação e estratégia competitiva de cada uma das três maiores redes brasileiras de academias de baixo custo.
- **Capítulo 6 - Conclusões:** discute os principais objetivos encontrados no trabalho, principalmente em relação aos fatores de atratividade e riscos de um investimento de *Private Equity* no setor estudado, além de sugestões de novos estudos que podem ser realizados para o aprofundamento do tema.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Esta seção tem como propósito a contextualização do leitor em relação aos principais conceitos e temas que são discutidos nos próximos capítulos do trabalho, de modo a garantir a compreensão do mesmo por leitores que estejam pouco familiarizados com algumas das ideias que são apresentadas, além da explicação do levantamento bibliográfico realizado sobre os procedimentos de abordagem do problema.

Assim, a seção foi dividida entre a explicação sobre a indústria de *Private Equity*, já que o trabalho se baseia no estudo do setor de academias sob a ótica de uma gestora de fundos de investimento desta modalidade e no esclarecimento de alguns conceitos relacionados à Estratégia, buscando apresentar, inclusive, algumas das metodologias que foram empregadas no estudo.

2.1 A INDÚSTRIA DE *PRIVATE EQUITY*

2.1.1 O que é *Private Equity*?

O *Private Equity* é uma estratégia de investimento de risco, que consiste na aquisição de participação societária em empresas de capital fechado (com exceção da estratégia de PIPE), com a finalidade de arrecadar ganhos de capital relevantes em sua venda posterior no médio e longo prazo, a partir da participação ativa do gestor na criação de valor por meio de suporte na governança corporativa e no desenvolvimento do negócio com foco em crescimento e rentabilidade (ABVCAP, 2020).

A natureza deste modelo é essencialmente ilíquida por se tratar, como dito, de investidas privadas e também de fundos de condomínio fechado, sem possibilidade de resgate intermediário e com devolução do capital somente no desinvestimento, tipicamente 5 a 10 anos depois do início do fundo (ABVCAP, 2020), de forma que tão importante quanto a existência de oportunidades atrativas de investimento, é necessária a existência de oportunidades de saída para venda da participação adquirida.

Esta classe de ativos tem sido importante na criação de empresas líderes de mercado de seus segmentos de atuação no Brasil, conforme a Figura a seguir, e no

suporte à abertura de capital das investidas, que performaram significativamente melhor no ano seguinte ao IPO do que as companhias que não tiveram gestoras de *Private Equity* na sua base de acionistas (SPECTRA, 2022).

Figura 1 - Exemplos de empresas que receberam investimentos de fundos de *Private Equity*

SERVIÇOS FINANCEIROS	EDUCAÇÃO	CONSUMO & VAREJO	SAÚDE	OUTROS
      	       	        	         	         

Fonte: Elaborado pelo autor.

2.1.2 Tipos de investimento

O conjunto do que se conhece por *Private Equity* envolve diversas estratégias diferentes de investimento de menor liquidez, que variam conforme a maturidade das empresas investidas procuradas, sua previsibilidade de fluxos de caixa futuros esperados e a intenção de aquisição de participações majoritárias (controle) ou minoritárias das adquiridas. A seguir encontram-se as principais estratégias, conforme definidas pelo PitchBook (2017) e Skynova (2022):

- Investimento Anjo: efetuado por pessoas físicas com capital próprio em empresas nascentes, geralmente em troca de participações minoritárias.
- *Venture Capital* (VC): investimento em participações minoritárias de *startups* ou companhias em estágio inicial, com pouco ou nenhum histórico operacional, mas perspectivas de crescimento e potencial de longo-prazo, incluindo desde o “capital semente” até as primeiras séries de investimento de empresas.
- *Growth Equity*: capital como foco em crescimento/expansão do modelo de negócio para empresas que já possuem algum histórico operacional, geralmente em troca de participações minoritárias.

- *Leveraged Buyout* (LBO): aquisição com alavancagem, ou seja, com um misto de *equity* e dívida de terceiros, sendo que esta última é repassada para o balanço da companhia adquirida. Este tipo de investimento costuma ocorrer por meio da aquisição do controle de empresas maduras, com forte geração de caixa e performance não cíclica.
- Infraestrutura: aquisição de participação em ativos de energia tradicional e renovável, transporte e *utilities* (gás, água, entre outros), com alta previsibilidade de fluxos de caixa.
- *Real Estate*: capital para construção, desenvolvimento e operação de ativos imobiliários.
- *Distressed Investment*: investimento em reestruturação de companhias maduras que passam por problemas de liquidez, capitalização ou performance abaixo do esperado.
- *Private Investment in Public Equity* (PIPE): aquisição de participação minoritária relevante (na maior parte dos casos) em companhias listadas em bolsas de valores, frequentemente por quantias abaixo do preço de mercado e com obtenção de governança, como representação em Conselho de Administração e poder de veto em determinadas matérias acordadas.
- Mezanino: instrumentos intermediários entre o financiamento por dívida e *equity* puro, como dívidas subordinadas ou ações preferenciais, podendo envolver tanto pagamento em dinheiro quanto em participação acionária, e que costumam ser utilizados pelas companhias para projetos específicos.

Outra importante consideração é a diferença entre (i) investimentos primários, ou seja, o aporte de capital diretamente na investida em troca de novas ações emitidas pela mesma, com diluição dos acionistas que não participarem do aumento de capital; e (ii) investimentos secundários, através da compra de participação acionária de um outro acionista da companhia, e, portanto, sem aumento de capital na investida. Enquanto o Investimento Anjo, o *Venture Capital* e o *Growth Equity* costumam ter a maior parte dos recursos destinados ao investimento primário, o *Leveraged Buyout*, em geral, está envolvido em investimentos secundários.

Além disso, apesar do termo *Private Equity* englobar todas as estratégias mencionadas, ele é comumente utilizado (ABDI, 2009) para designar os investimentos

em empresas que não possuem ações listadas em bolsa de valores nas estratégias de *Growth Equity* ou *Leveraged Buyout*, sendo, portanto, executado no universo de empresas maduras e em crescimento, com modelos de negócio já comprovados. A Figura abaixo ilustra o que costuma ser denominado de *Private Equity* e as principais divergências para o *Venture Capital* e o modelo tradicional de investimento em ações listadas.

Figura 2 - Diferenças entre PE, VC e Ações Listadas

	Venture Capital	Private Equity	Ações Listadas
Estágio de empresa	➤ Fase inicial	Empresas maduras de tamanho médio e grande	Empresas maduras de tamanho grande
Participação societária	➤ Investidor com participação minoritária relevante	Investidor pode ser minoritário ou controlador	Investidor com participação minoritária irrelevante
Número de Investidas por Fundo	➤ 15-30	6-10	Varia de acordo com a estratégia do gestor
Influência do investidor	➤ Média	Alta	Baixa
Objetivo de retorno	➤ 30%-40% a.a.	20%-30% a.a.	Abaixo de 20%
Liquidez	➤ Baixa	Baixa	Alta

Fonte: XP *Private Equity* (2020), elaborado pelo autor.

Vale mencionar que a maior diversificação dos aportes do *Venture Capital* é uma tática de mitigação de risco, já que investem em empresas de estágios mais iniciais, com maior relação de risco e retorno esperado, enquanto os gestores de ações listadas investem em empresas mais maduras e com menor risco de liquidez para saída/desinvestimento. Além disso, a influência do investidor tem correlação positiva com o tamanho da participação que costuma adquirir nas investidas.

2.1.3 Agentes envolvidos na indústria de *Private Equity*

Para o bom funcionamento da indústria de *Private Equity*, é importante que haja uma interação adequada entre os diferentes agentes que compõe a indústria, incluindo a troca de informações e fluxo de capital entre as partes. A seguir estão listados os principais envolvidos no ciclo de vida de um fundo de PE:

- Investidores: incluem pessoas físicas, como indivíduos de alto poder aquisitivo e *family offices* e também investidores institucionais nacionais e estrangeiros, como fundos de fundos, fundos de pensão de empresas públicas e privadas, fundos soberanos de países, fundos patrimoniais (“*endowments*”) de universidades e instituições de desenvolvimento (DFI), como por exemplo o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) ou a International Finance Corporation (IFC). Vale mencionar que, recentemente, estes fundos estão sendo distribuídos também a investidores de varejo, ou seja, clientes com *ticket* compromissado mais baixo (EXAME, 2021).
- Gestores de fundos: responsáveis prospecção, análise e tomada de decisão dos investimentos e desinvestimentos do fundo, bem como em contribuir na geração de valor das investidas. Geralmente, são remunerados por uma taxa de administração que depende do volume captado ou do valor dos ativos sob gestão que compõe o portfólio do fundo, e por uma taxa de performance como recompensa pela rentabilidade excedente em relação a um índice de referência pré-determinado. Existem gestores que atuam no time de gestão das investidas, mas o mais comum é o suporte das investidas no nível do Conselho de Administração e de comitês internos.
- Empreendedores e times de gestão: fundadores das empresas investidas ou profissionais de mercado contratados para administrar as empresas investidas e executar o plano de desenvolvimento das mesmas.
- Bancos de investimentos e *boutiques* de M&A: encarregados da prospecção e apresentação de oportunidades de investimento aos gestores de fundos, bem como preparação de materiais de suporte para análise da investida, auxílio na negociação dos contratos de aquisição e ponto de contato entre os gestores de PE e os vendedores da potencial investida.
- Outros prestadores de serviço: ao longo do ciclo de vida de um fundo de *Private Equity*, existem diversos outros agentes atuantes, como (i) empresas de auditoria, que atuam no nível da revisão dos números do fundo e fazem diligência contábil nas potenciais adquiridas. (ii) empresas de consultoria, que auxiliam na diligência estratégica, ambiental etc. das potenciais investidas; (iii) escritórios de advocacia, que atuam na diligência jurídica de possíveis investidas e na negociação dos contratos de aquisição; (iv) distribuidores de

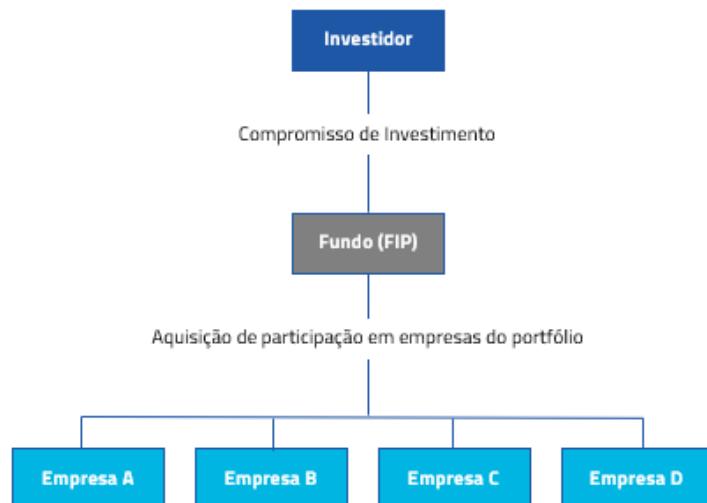
fundos, que disponibilizam cotas dos fundos para os investidores; e (v) administradores de fundos, que fazem o controle dos fundos de acordo com os regulamentos dos mesmos.

Além disso, o alinhamento de interesses entre as partes é também algo extremamente importante para o desempenho dos fundos. Por isso, é comum que os gestores do fundo também invistam parte relevante de seu patrimônio, manifestando alinhamento com os investidores. Da mesma forma, o time de gestão alocado nas companhias investidas frequentemente recebe remuneração atrelada à performance do investimento ou participação acionária da companhia, para maximizar seu interesse na valorização do ativo.

2.1.4 Estrutura e ciclo de vida de um fundo de *Private Equity*

No Brasil, os fundos desta modalidade são organizados sob a forma de Fundos de Investimento em Participações (“FIPs”), instituídos pela Instrução CVM 391, que representam a organização de recursos financeiros em veículos de condomínio fechado, ou seja, com resgate de cotas apenas ao término do período de duração do fundo ou caso seja determinada a sua liquidação, com a finalidade de aquisição de ações ou outros valores mobiliários das empresas investidas e que requerem que o fundo tenha participação no processo decisório estratégico e de gestão das investidas (B3, 2022).

Figura 3 - Estrutura de um fundo de investimento de Private Equity



Fonte: Elaborado pelo autor e meramente ilustrativa.

Segundo a Signal Capital (2022), esses FIPs costumam ter um ciclo de vida dividido em etapas bem definidas que se sobrepõe de acordo com o momento de cada investida e se iniciam em momentos distintos da existência do fundo, conforme abaixo:

1. Período de captação (12 a 18 meses): etapa na qual o gestor do fundo busca compromissos de capital de investidores para aportar no período de investimento e para pagamento de despesas do fundo. Este capital comprometido pelos investidores é solicitado ao longo do ciclo de vida do fundo, conforme a necessidade.
2. Período de investimento (1 a 5 anos): fase em que o gestor seleciona empresas para fazerem parte do portfólio do fundo por meio de um processo de análise rigoroso.
3. Período de criação de valor nas companhias investidas (1 a 10 anos): estágio no qual o gestor se empenha na valorização das empresas adquiridas através da indicação de executivos, implementação de sistemas de remuneração, melhoria de governança, suporte em processos de fusões e aquisições, entre outros.
4. Período de desinvestimento (5 a 10 anos): como na maioria dos casos, os investimentos de *Private Equity* são ilíquidos, esta etapa é de extrema importância para o sucesso do investimento. A saída dos investimentos pode-se dar através da venda para um *player* estratégico do segmento de atuação da investida, para um outro investidor financeiro ou através da venda da participação ao mercado público, por meio de listagem na bolsa de valores. O capital recebido através da venda é distribuído aos investidores do fundo, e vale citar que o gestor pode realizar saídas parciais com a finalidade de reduzir o risco ou maximizar o retorno do investimento.

2.1.5 Métricas de retorno em *Private Equity*

De acordo com uma pesquisa Harvard Business School (GOMPERS, 2015), na qual 79 gestoras de *Private Equity* com ativos sob gestão somados de US\$ 750 bilhões responderam sobre as principais metodologias que utilizam para análise de seus investimentos, notou-se uma preferência clara por duas métricas, que são observadas por quase a totalidade das firmas envolvidas no estudo:

1. Taxa Interna de Retorno (TIR): representa a taxa de desconto que iguala os fluxos de caixa recebidos por dividendos e pelas vendas de participação realizadas pelos fundos trazidos a valor presente com o investimento inicial e as somas de investimentos adicionais realizadas pelo fundo também trazidas a valor presente. Desta forma, esta métrica mede a rentabilidade média anual do investimento e, portanto, considera tanto os valores aportados e recebidos, quanto a duração do investimento, sendo que um desinvestimento rápido impacta a TIR positivamente.
2. Múltiplo sobre o Capital Investido (MOIC): os investidores também utilizam a razão entre as somas dos fluxos de caixa recebidos e a soma dos valores investidos na transação, como medida de valor gerado pelo investimento. Diferentemente da TIR, o MOIC não é afetado pela duração do investimento e representa uma métrica absoluta de retorno do capital.

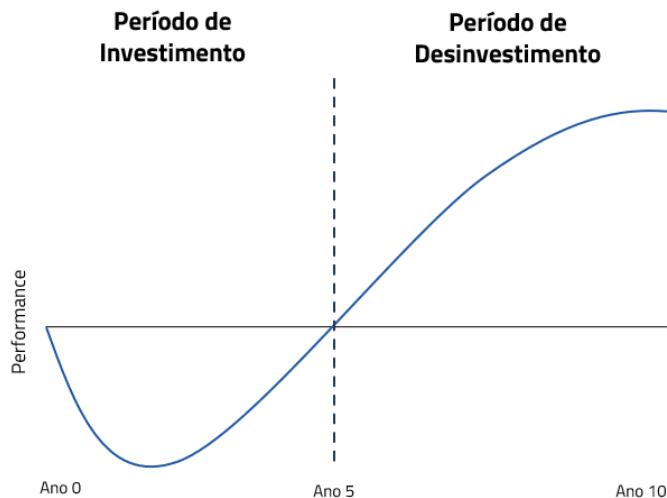
Assim, os investidores consideram a combinação das duas métricas citadas, de modo complementar, para avaliar o sucesso de um investimento, já que estão interessados tanto no ganho efetivo de capital quanto no tempo necessário para geração deste retorno.

Considerando o risco envolvido na execução de investimentos de *Private Equity*, dado pela imprevisibilidade dos fluxos de caixa das investidas, baixa liquidez dos investimentos e expectativa de retorno apenas no médio prazo, os investidores esperam ser remunerados com retornos elevados pelo compromisso de seu capital. Segundo Gompers (2015), a TIR mediana esperada pelos fundos é de 25%, com expectativas maiores por gestoras com menor valor sob gestão ou com operações internacionais, e MOIC mediano de 2,5x o volume investido, ou seja, aproximadamente 20% ao ano para um horizonte de investimento de 5 anos. O MOIC médio obtido na pesquisa foi de 2,85x o capital investido (equivalente a 23% de TIR em 5 anos), indicando que o MOIC alvo das gestoras implica em uma TIR ligeiramente menor do que a TIR alvo (GOMPERS, 2015). Vale mencionar, que o retorno esperado para aprovação de um investimento também pode ser maior ou menor do que o alvo padrão, caso constatado um nível de risco diferente do habitual.

Ademais, a TIR dos fundos de PE costuma se assemelhar a uma letra “J” (SIGNAL CAPITAL, 2022), pois durante o período de investimento, marcado geralmente pelos primeiros 5 anos, o retorno é impactado negativamente pelos custos

do fundo e investimentos ainda marcados ao preço de aquisição, e depois passam a aumentar nos anos seguintes, conforme o amadurecimento das empresas investidas.

Figura 4 - Perfil de retorno dos fundos de Private Equity



Fonte: Signal Capita, elaborado pelo autor e meramente ilustrativa.

2.2 ESTRATÉGIA

2.2.1 O que é estratégia?

O termo “estratégia” tem seu princípio no universo militar da antiguidade e origem do grego “*strategos*”, que designa a função de um general, a partir da junção das palavras “*stratos*”, que significa exército e “*agos*”, que denota liderança (Martins, 2010). O ofício do líder militar, descrito pelo termo “estratégia”, passou a ser distante dos locais de batalha e no cume de montanhas, onde teria capacidade de observar a batalha e escolher táticas, posicionamentos, perspectivas e planejamentos de longo prazo, com a capacidade de influenciar o lado que tenderá a vitória (CARVALHO; LAURINDO, 2010).

Seu conceito moderno, aplicado a negócios, surge apenas no século XVIII na Europa, a partir justamente do estudo do sucesso em campanhas militares através de princípios científicos e iluministas (HURST, 2001). Assim, o termo pode ser descrito, atualmente, como uma procura deliberada e, portanto, revolucionária, por um planejamento para obter, fortalecer e materializar vantagens competitivas e mudanças nas relações competitivas, que inclui desde um entendimento das características internas à organização até a compreensão sobre a concorrência, sendo que esta é

ainda anterior ao conceito da estratégia (HENDERSON, 1989), e sobre o ambiente externo à indústria.

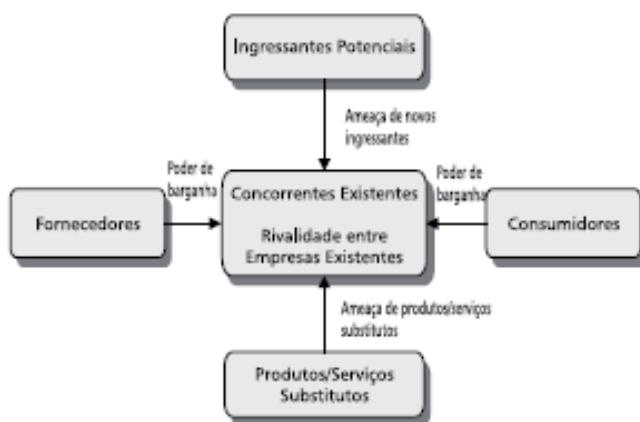
Além disso, estratégia implica em disciplina e continuidade, sendo um processo de determinação de “singularidade transitória” (MARKIDES, 1999), através de escolhas claras, mas que sejam constantemente revisitadas, e envolvem também *trade-offs*, a partir de decisões e compromissos que geram benefícios em algumas frentes e tenham um custo de oportunidade, com o sacrifício de benefícios que poderiam ser gerados em outras frentes.

2.2.2 Cinco forças de Porter

Desta forma, o êxito de uma estratégia competitiva em negócios depende, como dito, do entendimento do ambiente, que inclui todas as interações das empresas com as outras partes interessadas em uma indústria, que é definida como um conjunto de companhias que oferecem produtos ou serviços próximos entre si (PORTER, 1980).

Neste contexto, o economista e engenheiro Michael Porter desenvolveu um modelo baseado em cinco principais forças competitivas, que definem as relações competitivas de uma indústria e permitem a sua análise estrutural (PORTER, 1979): (i) a ameaça de novos ingressantes; (ii) a ameaça de produtos/serviços substitutos; (iii) o poder de barganha dos consumidores; (iv) o poder de barganha dos fornecedores; e (v) a rivalidade entre os concorrentes existentes.

Figura 5 - As cinco forças competitivas



Fonte: CARVALHO; LAURINDO, 2010.

Conforme Porter (1979), a consequência de uma alta intensidade dessas forças é um ambiente de maior competição e com menores potenciais de rentabilidade para as empresas que compõe a indústria sendo estudada. Além disso, quando todas as forças do modelo podem ser caracterizadas como de alta intensidade, a indústria irá tender a uma situação da economia de concorrência perfeita, na qual os participantes não possuem poder de definição de preços, os produtos/serviços das diversas companhias atuantes no mercado são considerados idênticos pelos clientes, existe um número muito grande de consumidores e fornecedores e, portanto, o equilíbrio natural dos preços é dado pela correspondência da oferta e demanda. Na hipótese contrária, em que todas as forças apresentadas são fracas, denomina-se o setor de “cinco estrelas”, devido à alta capacidade de lucros altos (CARVALHO; LAURINDO, 2010).

Na maior parte das indústrias, porém, as forças variam em intensidade e estão em constante mudança, conforme a sua evolução, de forma que o estudo do modelo é fundamental para a compreensão de atratividade circunstancial, ainda mais em ambientes de muitas incertezas, considerando aspectos ligados à cadeia produtiva (representadas pelas forças do eixo horizontal do modelo) e à concorrência (eixo vertical).

2.2.3 Grupos estratégicos

Apesar das companhias adotarem estratégias em “singularidades transitórias” e, portanto, posicionamentos únicos para um dado momento, é possível delimitar conjuntos de companhias em uma mesma indústria que adotam estratégias idênticas ou similares quanto à uma série de fatores, como em relação à qualidade do produto, ponto de preço, clientes alvo, canais de venda, verticalização da cadeia produtiva, nível de tecnologia empregado, estrutura financeira e operacional, entre outros. Estes conjuntos são chamados de “grupos estratégicos” (CARVALHO; LAURINDO, 2010).

A análise dos grupos estratégicos é bastante importante como parte do estudo estrutural da indústria, já que os conjuntos interferem na intensidade das forças competitivas do modelo desenvolvido por Porter. Além disso, a concorrência da indústria é impactada diretamente pela quantidade de conjuntos estratégicos, número de companhias em cada grupo, grau de diferenciação da estratégia entre os agrupamentos e outros fatores.

É útil também realizar observações dentro do universo de cada grupo estratégico, já que outros fatores, como a concorrência interna, o tamanho relativo da empresa no grupo e a habilidade de execução operacional da estratégia vão também afetar a lucratividade das empresas (CARVALHO; LAURINDO, 2010).

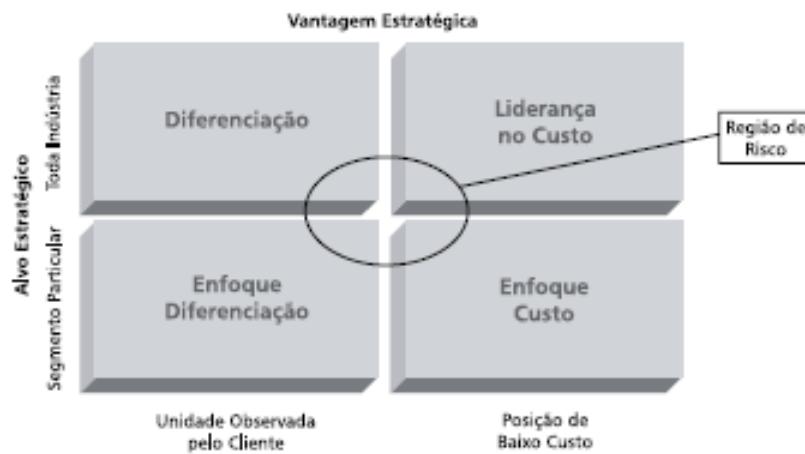
2.2.4 Estratégias competitivas genéricas

Além da performance de uma empresa devido ao desempenho da indústria na qual ela está inserida, seus resultados também são função do seu desenvolvimento relativo aos pares do segmento, caracterizado por sua estratégia genérica para adquirir vantagens competitivas no meio em que atua. Dessa forma, uma empresa que não possui uma estratégia clara ou bem definida tende a apresentar problemas de imagem para atrair conceito para a marca e a confiança dos clientes e, portanto, seu desempenho seria explicado praticamente apenas pelo componente da indústria, sendo inferior ao das outras companhias da indústria, por consequência.

Não obstante à sua imagem externa, a falta de clareza da estratégia pode também causar problemas de articulação interna da empresa, como na definição de metas e destinação dos recursos, em uma situação que é denominada de “região de risco” (CARVALHO; LAURINDO, 2010).

Conforme Porter (1979), as vantagens competitivas podem se caracterizar no âmbito da indústria inteira por: (i) liderança em custos, a capacidade de ofertar produtos/serviços com gastos mais baixos; e (ii) diferenciação, que representa alguma singularidade valorizada pelo cliente; e em um segmento em específico através do foco em custos e/ou diferenciação. Vale mencionar que essas estratégias genéricas não estão necessariamente ligadas ao tamanho da empresa, não são incompatíveis uma com a outra, podendo existir estratégias híbridas e que uma não é naturalmente melhor que a outra, sendo indispensável a análise do contexto da empresa e da indústria para chegar em conclusões de superioridade (CARVALHO; LAURINDO, 2010).

Figura 6 - Estratégias genéricas



Fonte: CARVALHO; LAURINDO, 2010.

Assim, cada estratégia genérica requer alinhamento com as competências da empresa, condições organizacionais e implicam em *trade-offs*. A liderança em custos, por exemplo, costuma apresentar maior demanda dos clientes, mas menor variedade de produtos, enquanto a diferenciação pode implicar em maiores margens operacionais, com clientes pagando um prêmio pelo desejo do produto/serviço mais sofisticado, mas um risco maior caso a unicidade deixe de ser atrativa pela inovação dos concorrentes ou qualquer outro motivo.

De acordo com Mauboussin (2022), essas vantagens competitivas que buscam conceder à empresa uma condição rentável e sustentável para competir em sua indústria, podem ser expressas em termos financeiros por meio do indicador ROIC, que pode ser decomposto pela multiplicação de dois termos: (i) margem NOPAT, ou seja, o lucro operacional líquido depois dos impostos dividido pela receita; e (ii) rotatividade/utilização do capital investido, dado pela receita dividida pelo capital investido, sendo que o capital investido é resultado da soma do capital de giro líquido e de outros ativos de longo prazo da companhia. Assim, ter o primeiro termo elevado aponta para diferenciação, enquanto quando o segundo termo é grande indica que o foco do diagnóstico deve ser a liderança em custos.

2.2.5 Critérios competitivos

Os consumidores, como tomadores de decisão que escolhem produtos/serviços em detrimento de outros, possuem critérios para as suas seleções.

Segundo Slack (1999), o peso de cada critério varia conforme a indústria e podem ser classificados em três tipos: (i) pouco relevantes, ou seja, que causam baixo impacto na decisão dos consumidores; (ii) qualificadores; que apresentam um nível esperado para serem considerados como opções pelos clientes e impactam nas escolhas apenas se superado este nível; e (iii) ganhadores de pedido, os mais importantes na visão dos clientes, sendo que um melhor posicionamento nesses critérios tende a conquistar o consumidor.

O conhecimento da classificação desses critérios para a indústria em que uma empresa atua é importante para a definição de requisitos do produto/serviço, das prioridades que devem ser consideradas para melhoria e, em vista disso, para a competitividade da companhia frente aos seus pares.

Além disso, a literatura de Slack (1999) ajuda a explicar por que empresas que atuam com estratégia de diferenciação não podem ignorar o fator preço, mesmo que possa ter um menor peso para a decisão dos clientes ou as que atuam com liderança em custos, não podem simplesmente desconsiderar a flexibilidade sem nenhuma análise para tal.

2.2.6 Matriz BCG

Outra metodologia que será empregada no trabalho é a matriz desenvolvida pela consultoria estratégica *Boston Consulting Group* originalmente para análise do portfólio de produtos de uma empresa. A ferramenta divide o portfólio em dois eixos: (i) vertical, com o crescimento e investimentos de caixa; e (ii) horizontal, com a participação de mercado, que assume ser um representante adequado do posicionamento competitivo e custos relativos (CARVALHO; LAURINDO, 2010).

Desta forma, os produtos são divididos entre quatro quadrantes, com posições que podem variar com a evolução do mercado e das decisões das empresas, conforme a seguir:

- Pontos de Interrogação: itens com baixa participação de mercado, mas em indústrias que podem ser atrativas devido ao seu crescimento expressivo. Desse modo, geram fluxos de caixa negativos e precisam ser financiados, sendo que a escolha correta dos produtos deste quadrante para receberem investimentos pode convertê-los em estrelas.

- Cães: negócios com baixo *market share* e baixo crescimento, que geram fluxos modestos, são vulneráveis a movimentos ofensivos dos concorrentes e devem ser avaliados para que sejam eliminados do portfólio da companhia.
- Estrelas: itens com alto *market share* e grande crescimento. Assim, necessitam de grandes volumes de investimento para sustentar a evolução, mas já possuem uma posição importante para contribuir com a lucratividade da empresa. Ainda, podem se transformar em vacas leiteiras com a diminuição do crescimento do segmento em que atuam.
- Vacas Leiteiras: negócios com alta participação de mercado em indústrias de baixo crescimento, de forma que geram altos fluxos de caixa positivos e que podem ser utilizados para financiar o desenvolvimento de produtos que tenham maior potencial de crescimento e necessidade de investimentos.

2.2.7 Evolução da indústria

Como a análise estrutural da indústria e as forças que afetam o ambiente competitivo são dinâmicas, é importante entender a evolução dos mercados que justifica a prática de algumas das estratégias encontradas atualmente e contribui para o entendimento dos possíveis cenários futuros, de modo que as empresas possam tentar antecipar tendências a partir de suas estratégias e buscar um posicionamento competitivo adequado, que permita uma boa rentabilidade futura, já que o custo da mudança se torna maior ao longo do tempo.

Com o intuito de compreender o caminho para o qual a indústria deve seguir, é válido estar atento aos sinais de mercado dos concorrentes, que podem trazer informações sobre os seus movimentos competitivos futuros, que, por sua vez, irão impactar no rumo da indústria. Porém, é necessário analisar esses sinais de forma crítica, já que podem ser tentativas deliberadas de iludir os outros participantes de um mercado concorrido e não necessariamente irão se materializar em movimentos competitivos (CARVALHO; LAURINDO, 2010).

Neste sentido, Porter propôs dois modelos para análise da evolução da indústria: (i) o ciclo de vida; e (ii) os processos evolutivos.

Segundo Carvalho e Laurindo (2010), o ciclo de vida é uma técnica que divide a evolução da indústria como um todo nos estágios de introdução, crescimento, maturidade e declínio, cada qual com características bem definidas de clientes,

produtos/serviços, margens operacionais, nível de concorrência, entre outros. As indústrias possuem discrepâncias para a duração e para os níveis de concorrência de cada estágio. Além disso, apesar do gráfico de vendas ao longo do tempo apresentar, em geral, formato de “S”, podem ocorrer passagens que saltam estágios, reposicionamentos promovidos pelas empresas e inovações, implicando em outros formatos de gráfico.

Já o modelo dos processos evolutivos, sugere o acompanhamento de estímulos e ameaças que tenham potencial de causar mudanças nas forças competitivas de sua estrutura atual para uma outra diferente, como parte de influências de iniciativas das próprias empresas. Alguns exemplos desses processos dinâmicos são o acúmulo de experiências, a redução da incerteza, a aprendizagem dos compradores e mudanças na política governamental (CARVALHO; LAURINDO, 2010).

2.2.8 Análise SWOT

Por fim, outra metodologia utilizada no trabalho é a análise SWOT (*Strengths, Weakness, Opportunities, Threats*), que consolida uma visão em relação aos fatores internos e controláveis que afetam à companhia, representados pelas forças e fraquezas e dos fatores externos, evidenciado pelas oportunidades e ameaças. Estes fatores, por sua vez, estão relacionados entre si, já que as características particulares positivas e negativas da empresa sendo examinada em relação aos seus pares, sejam aspectos estruturais ou de capacidade de execução da estratégia, servem de base para o controle das oportunidades, que podem ser exploradas, e das ameaças de mercado, que precisam ser contidas.

Esta matriz é de extrema importância para entendimento do cenário presente pelas equipes de gestão e administradores das companhias, que através dos seus resultados podem definir metas, planos de ação e estratégias coerentes com os pontos analisados na matriz, que maximizem a chance de sucesso futuro da empresa. O Quadro a seguir, de Carvalho e Laurindo (2010), indica como os grupos estratégicos afetam a estratégia a partir da análise SWOT:

Quadro 2 - Matriz SWOT e grupos estratégicos

S Pontos fortes	W Pontos fracos
<p>Fatores que constroem barreiras de mobilidade.</p> <p>Fatores que reforçam o poder de negociação de seu grupo com compradores e fornecedores.</p> <p>Fatores que isolam seu grupo da rivalidade de outras empresas.</p> <p>Escala maior em relação a seu grupo estratégico.</p> <p>Fatores que permitem custos menores de entrada em seu grupo estratégico.</p> <p>Forte capacidade de implementação de sua estratégia em relação a seus concorrentes.</p> <p>Recursos e habilidades que permitem superar barreiras de mobilidade e penetrar em grupos estratégicos mais interessantes.</p>	<p>Fatores que debilitam barreiras de mobilidade.</p> <p>Fatores que enfraquecem o poder de negociação de seu grupo com compradores e fornecedores.</p> <p>Fatores que expõem seu grupo da rivalidade de outras empresas.</p> <p>Escala menor em relação a seu grupo estratégico.</p> <p>Fatores que causam custos maiores de entrada em seu grupo estratégico.</p> <p>Capacidade menor de implementação de sua estratégia em relação a seus concorrentes.</p> <p>Falta de recursos e habilidades que pudesse permitir superar barreiras de mobilidade e penetrar em grupos estratégicos mais interessantes.</p>
O Oportunidades	A Ameaças
<p>Criação de um novo grupo estratégico.</p> <p>Mudança para um grupo estratégico em posição mais favorável.</p> <p>Fortalecimento da posição estrutural do grupo existente ou da posição da empresa no grupo.</p> <p>Mudança para um novo grupo e fortalecimento da posição estrutural deste grupo estratégico.</p>	<p>Outras empresas entrem em seu grupo estratégico.</p> <p>Fatores que reduzam as barreiras de mobilidade do grupo estratégico, diminuam o poder em relação a compradores ou fornecedores, piores a posição em relação a produtos substitutos ou exponham a uma maior rivalidade.</p> <p>Investimentos que visam melhorar a posição da empresa aumentando as barreiras de mobilidade.</p> <p>Tentativas de superar barreiras de mobilidade para entrar em grupos estratégicos mais interessantes ou inteiramente novos.</p>

Fonte: CARVALHO; LAURINDO, 2010.

3 ANÁLISE DO MERCADO

Em primeiro lugar, foi desenvolvida uma análise das circunstâncias e conjunturas encontradas no momento de escrita deste trabalho e como estas afetam as dinâmicas do mercado de academias, principalmente no Brasil. Dessa forma, apresenta-se uma análise do contexto macroeconômico, impactos que a pandemia de Covid-19 trouxe para o setor, tendências demográficas, culturais e tecnológicas, além de uma introdução do histórico deste negócio no país e perfil dos clientes que frequentam as academias.

3.1 CONTEXTO MACROECONÔMICO

Por mais que não estejam sob controle de gestores de *Private Equity* e nem do time de executivos das empresas investidas, as variáveis macroeconômicas podem ser determinantes para o sucesso de um investimento. Dessa forma, uma tese de investimento está também localizada no tempo e em um contexto específico de movimentos pelo qual o mundo está passando.

No momento em que este estudo está sendo escrito, o mundo está passando por um período desafiador associado com uma inflação elevada e menor liquidez depois de um período de abundância de capital inédito impulsionado por programas fiscais e monetários de combate às dificuldades que a pandemia do Covid-19 trouxeram para a economia (NEOFEED, 2022).

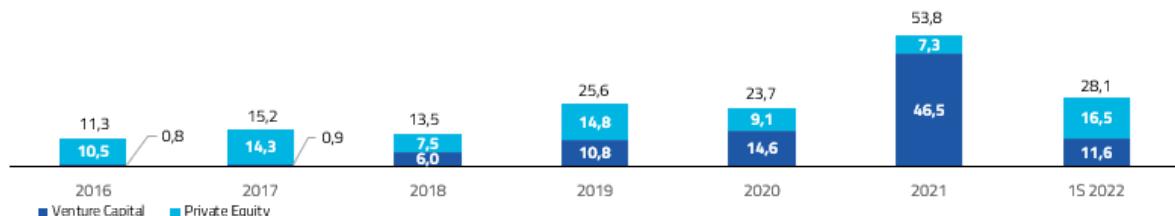
Como medida de estímulo ao consumo e investimentos privados, o Banco Central do Brasil diminuiu a meta para a taxa SELIC, isto é, a taxa básica de juros da economia que impacta diretamente nos juros cobrados em empréstimos e no retorno de aplicações financeiras no país.

Dessa forma, a meta para a SELIC atingiu uma mínima histórica de 2,0%, reduzindo o custo do capital e aumentando o valor presente de fluxos de caixa esperados na perpetuidade, fazendo com que muitas empresas de alto crescimento atraíssem investimentos e fossem preferidas em relação a empresas que já apresentam uma geração de caixa elevada, conhecidas como “empresas de valor”.

Como resultado dessa “abundância de capital” (que foi seguida, posteriormente, por uma maior cautela em relação à disponibilidade de capital para investimentos de risco com o aumento dos juros), pode-se observar um aumento

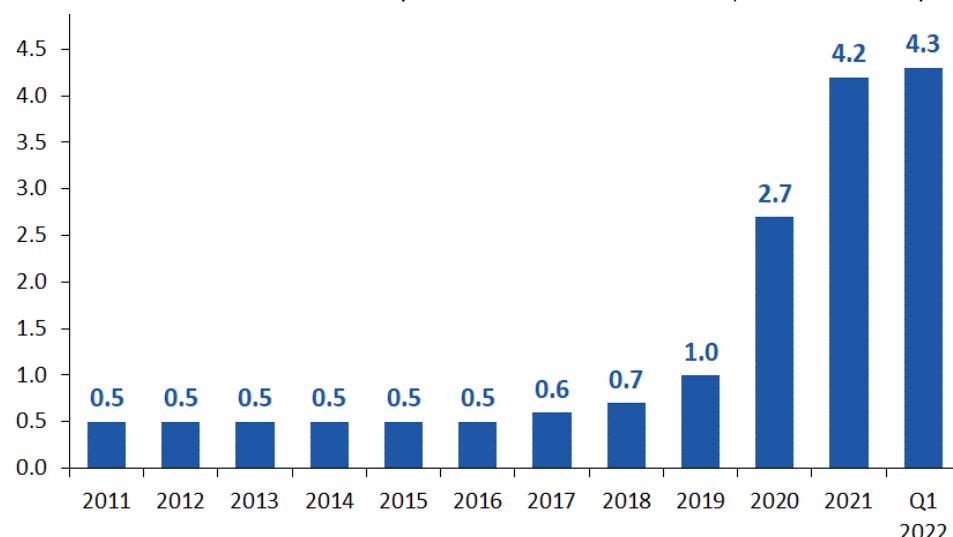
extremamente expressivo do volume de investimentos de *Venture Capital* no Brasil, que atingiu em 2021 um valor maior do que a soma do montante investido nos 5 anos anteriores e fez com que o número de “unicórnios”, ou seja, *startups* que valem mais de 1 bilhão de dólares, saltasse de 4 para 27 em 2021 no país. Além disso, viu-se também um aumento do número de investidores individuais na bolsa de valores brasileira e a abertura da janela de IPOs para uma série de empresas que ainda não eram lucrativas, principalmente do setor de tecnologia. Entre os IPOs dessa safra, encontra-se o da rede de academias Smart Fit em julho de 2021, com uma demanda superior a 20 vezes o valor total da transação (EXAME, 2021). Além disso, duas de suas concorrentes (Selfit e Bluefit) fizeram pedido de IPO poucos meses depois, mas que acabaram não se concretizando com o fechamento da janela e menor propensão dos investidores a risco (ESTADÃO, 2022).

Gráfico 1 - Volume de investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital* (em bilhões de reais)



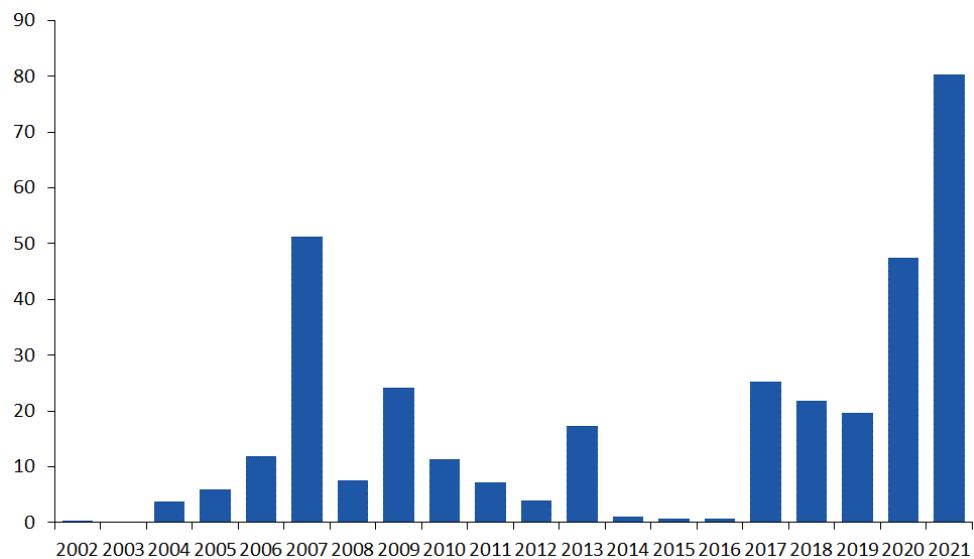
Fonte: ABVCAP e KPMG (2022), elaborado pelo autor.

Gráfico 2 - Abertura de contas na B3 por investidores individuais (em milhões de pessoas)



Fonte: B3 (2022), elaborado pelo autor.

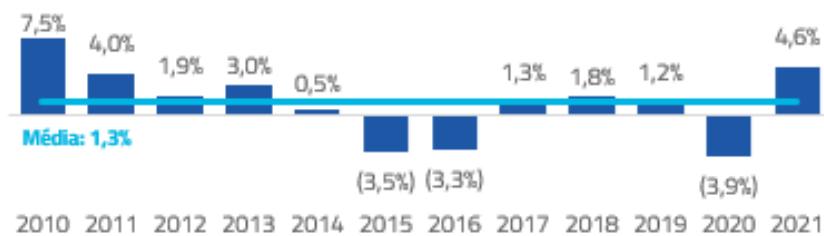
Gráfico 3 - Volume de capital levantado anualmente em IPOs (em bilhões de reais)



Fonte: B3 (2022), elaborado pelo autor.

Outro efeito dos estímulos aplicados na economia pode ser observado justamente no PIB brasileiro. Depois de uma contração de 3,9% em 2020 como consequência da crise, não apenas sanitária, mas também econômica trazida pela pandemia, o país teve uma recuperação rápida no ano seguinte, com o PIB crescendo 4,6%.

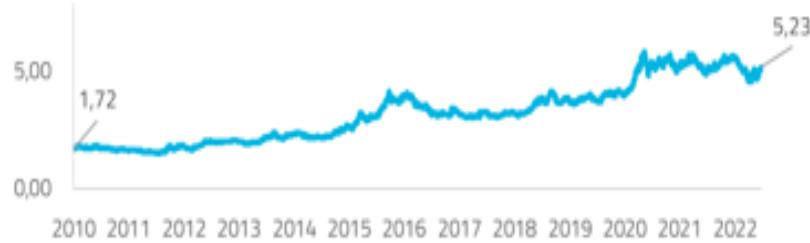
Gráfico 4 - Crescimento do PIB entre 2010 e 2021 no Brasil



Fonte: Banco Central do Brasil (2022), elaborado pelo autor.

Ademais, a pandemia de Covid-19 direcionou o fluxo de capital para países desenvolvidos e considerados de menor risco, o que teve um impacto significativo no aumento da taxa de câmbio do real em relação ao dólar, que cresceu de forma acelerada no primeiro semestre de 2020. Este efeito também trouxe desafios para o setor de academias, que em alguns casos importa equipamentos de ginástica dos melhores fornecedores internacionais.

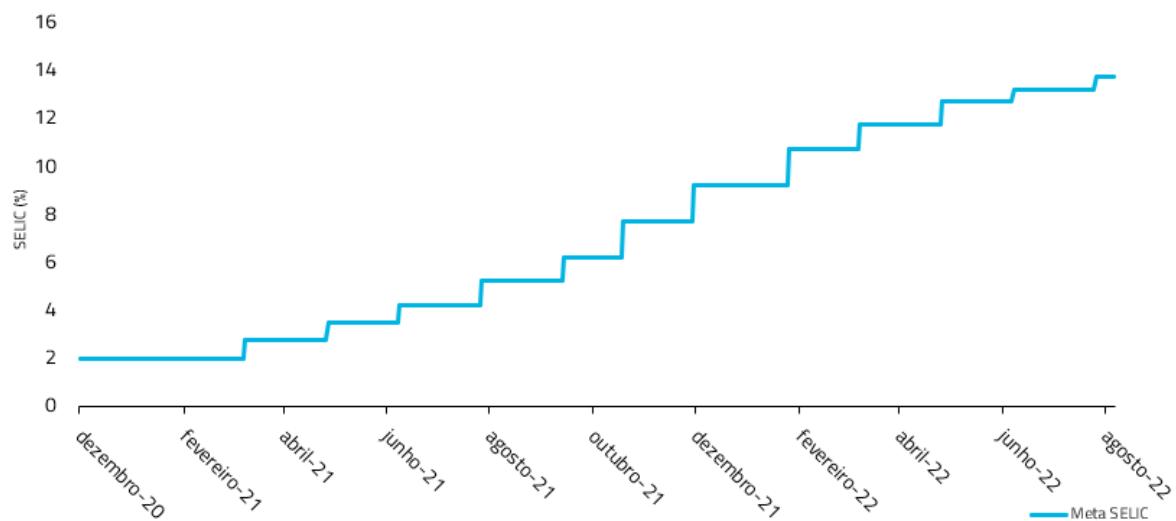
Gráfico 5 - Evolução da taxa de câmbio BRL/USD



Fonte: Capital IQ - Plataforma de inteligência financeira (30/06/2022), elaborado pelo autor.

Outro ponto interessante sobre o contexto macroeconômico é a sua dinamicidade e, dessa forma, logo após esse período de exuberância de confiança no mercado financeiro, a situação se reverteu drasticamente. Assim, começou a ser observado um aumento expressivo da inflação globalmente, que trouxe insegurança para o mercado. O Banco Central Brasileiro, por sua vez, iniciou um movimento de aperto monetário, agindo mais rápido do que a maioria dos bancos centrais mundiais, e a meta SELIC foi de 2,0% para 13,75% em um curto intervalo de tempo.

Gráfico 6 - Evolução da meta SELIC



Fonte: Banco Central do Brasil (2022), elaborado pelo autor.

O aumento dos juros combinado com as condições desfavoráveis do mercado de capitais, que não apresentou nenhuma transação de IPO no primeiro semestre de 2022 criou um aumento significativo do volume e da qualidade de oportunidades para *Private Equity*, gerando bons preços de entrada, já que outras fontes de capital, como empréstimos bancários e ofertas primárias no mercado público, ficaram mais caras e

menos acessíveis. Sendo assim, já no primeiro semestre de 2022, o volume investido em *Private Equity*, ou seja, em empresas mais maduras, foi maior do que o investido em *Venture Capital* no país.

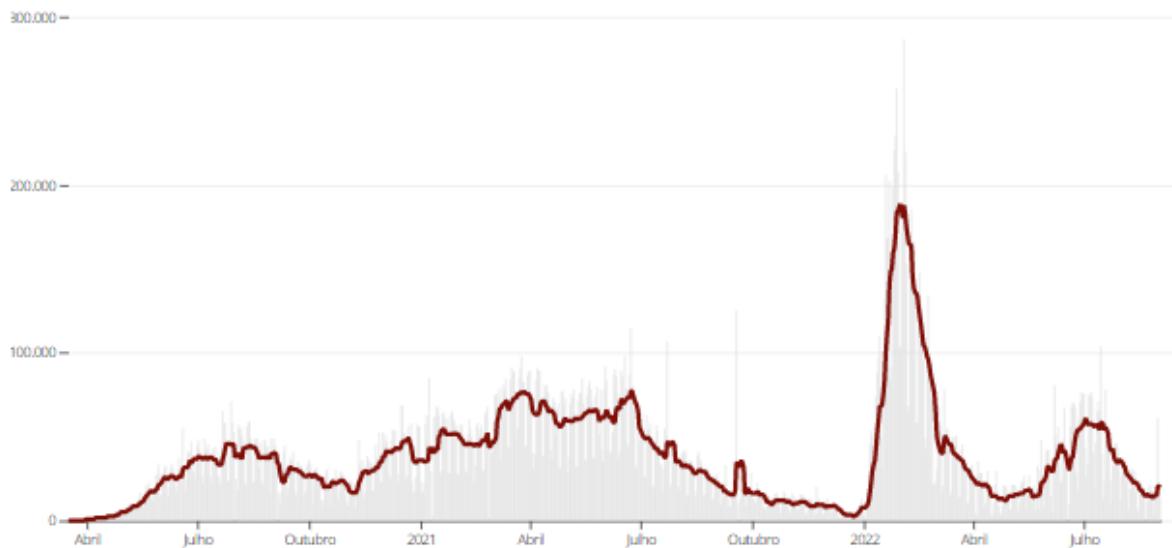
É importante ressaltar que junto com essa mudança de cenário, os investidores ficaram mais cautelosos e passaram a buscar teses mais comprovadas e empreendedores mais experientes (McKinsey, 2022), o que reduziu o “*valuation*” de muitas empresas. Porém, o ritmo de correção do “*valuation*” no mercado público (empresas listadas na bolsa de valores) foi bem mais rápido do que o ocorrido no mercado privado (empresas de capital privado), dado que muitos empreendedores estavam com uma mentalidade de negação da nova realidade após terem precificado seus negócios quando o mercado estava em ascensão (Benchmark, 2022). Isto, sem dúvida, deve ser observado com um olhar de alerta pelos investidores de *Private Equity*, que na busca por retornos atrativos, não podem pagar preços de entrada muito destoantes dos valores justos.

Por fim, para as empresas de academia, a alta da inflação afetou tanto seus custos, principalmente de aluguel e salário de funcionários, quanto sua receita, com a diminuição do número de alunos e aumento das taxas de inadimplência, dada a menor renda disponível.

3.2 IMPACTOS DA PANDEMIA

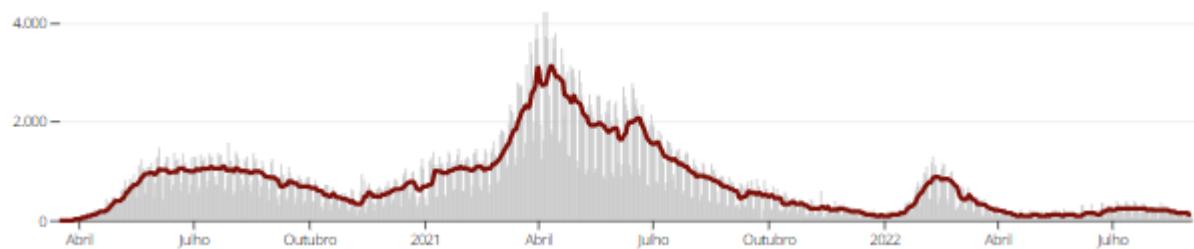
A pandemia causada pelo coronavírus, que teve início na China e se alastrou pelo mundo, afetou significativamente o Brasil, tanto em número de casos, ultrapassando a marca de 34 milhões de casos conhecidos da doença, quanto de mortes provocadas pelo vírus, que alcançou mais de 600 mil no país desde março de 2020 (G1, 2022).

Gráfico 7 - Evolução do número de casos de Covid no Brasil desde o início da pandemia



Fonte: G1 (2022).

Gráfico 8 - Evolução do número de mortes por Covid no Brasil desde o início da pandemia



Fonte: G1 (2022).

Em especial, as academias foram um dos segmentos mais afetados pela crise sanitária. Segundo uma pesquisa do SEBRAE em parceria com a Fundação Getúlio Vargas, o faturamento do setor esteve 52% abaixo do que seria considerado normal para o mês em maio de 2021 e 72% dos empresários do ramo afirmaram que estavam tendo dificuldades para manter o negócio (SEBRAE, 2021).

A dificuldade enfrentada pelas empresas do ramo de academias durante à pandemia ocorreu tanto por receio de grande parte da população de se exercitar em lugares fechados e compartilhar os mesmos equipamentos que os outros clientes, quanto por iniciativas impostas pelo governo para controlar a pandemia e evitar o aumento do número de casos e mortes.

Na cidade de São Paulo, as academias foram classificadas como serviços não essenciais, em um primeiro momento, pelo DECRETO Nº 64.881 de 22/3/2020 e

foram obrigadas a fechar. Além disso, o Governo do Estado montou um plano de monitoramento da gravidade da pandemia e de atividades que poderiam funcionar em função do controle que estava sendo realizado, classificando a situação numa escala de fases que variava de 1 (mais grave e com maior número de restrições) a 5 (menos grave e com liberação do funcionamento de um maior número de atividades). As academias, foram autorizadas a funcionar de forma completa apenas na fase 5 e com restrições a partir da fase 4.

Entre as restrições que foram impostas para regular o funcionamento das academias podem ser citadas:

- Taxas máximas de ocupação menores do que a capacidade dos estabelecimentos;
- Limitação do horário de funcionamento dos estabelecimentos;
- Uso de máscaras obrigatório;
- Impedimento do oferecimento de aulas coletivas;
- Obrigação do controle da entrada de clientes com agendamento prévio;
- Higienização obrigatória de cada equipamento por pelo menos três vezes ao dia;
- Proibição do uso de bebedouros e chuveiros nos estabelecimentos.

Mesmo com a posterior flexibilidade maior que o Governo ofereceu ao segmento de academias, estas medidas impactaram as empresas de forma relevante. Com a perda de faturamento registrada pelas empresas, os acionistas se viram na necessidade de buscar empréstimos para garantir o fluxo de pagamento de suas obrigações e de realizar demissões para garantir a continuidade de seus negócios.

O setor passou a ser visto com grande cautela, inclusive, pelas instituições financeiras, que só concederam crédito para menos da metade dos pedidos que receberam (SEBRAE, 2021).

Além disso, do ponto de vista do consumidor, pode-se observar um comportamento mais cauteloso, com a preferência por planos mensais, pagos em dinheiro ou débito, e que simplificam o cancelamento, além do próprio aumento do número de planos cancelados, redução de novas matrículas e aumento das taxas de inadimplência (FERRAZ, 2021).

Dessa forma, algumas academias com saúde financeira frágil acabaram encerrando suas atividades e aumentando a concentração do setor. Como é comum em períodos de crise, isso representou uma oportunidade de crescimento para empresas líderes de mercado e para companhias mais capitalizadas e que sobreviveram ao período de dificuldade generalizada do setor. Estas viram alunos de academias que fecharam na busca por outros estabelecimentos durante a retomada do segmento que teve início com a campanha de vacinação da população, um indicativo de que bons negócios crescem e resistem a ciclos adversos.

Do lado dos gestores de investimentos essas oportunidades também surgem, vinda de empresas buscando reequilibrar sua estrutura de capital fragilizada pelo momento de crise e de companhias procurando injeção de capital para crescimento inorgânico, podendo adquirir outros *players* fragilizados por preços atrativos. Um eventual investimento no setor neste momento está associado, portanto, a um risco de retomada e reestruturação dos negócios.

3.3 TENDÊNCIAS

De forma a compreender melhor a atratividade do mercado de academias no Brasil para investimentos, se faz necessário entender algumas tendências seculares mundiais e seus efeitos no segmento de academias, tanto no país quanto globalmente. Isso ocorre, pois é impossível compreender as oportunidades de investimentos em um segmento sem antes obter entendimento sobre como este será afetado pelo contexto e época em que o investimento está inserido.

Apesar deste tópico tratar de projeções e buscar avaliar criticamente o panorama futuro a partir de informações atuais, que podem não se materializar tanto devido a eventos inesperados e com potencial de mudar o rumo de várias das análises aqui descritas, quanto pela própria natureza imprecisa do exercício de predizer o futuro, a atividade de investimento envolve riscos e o alcance de retornos superiores está justamente no ato de vislumbrar o que ainda não se vê.

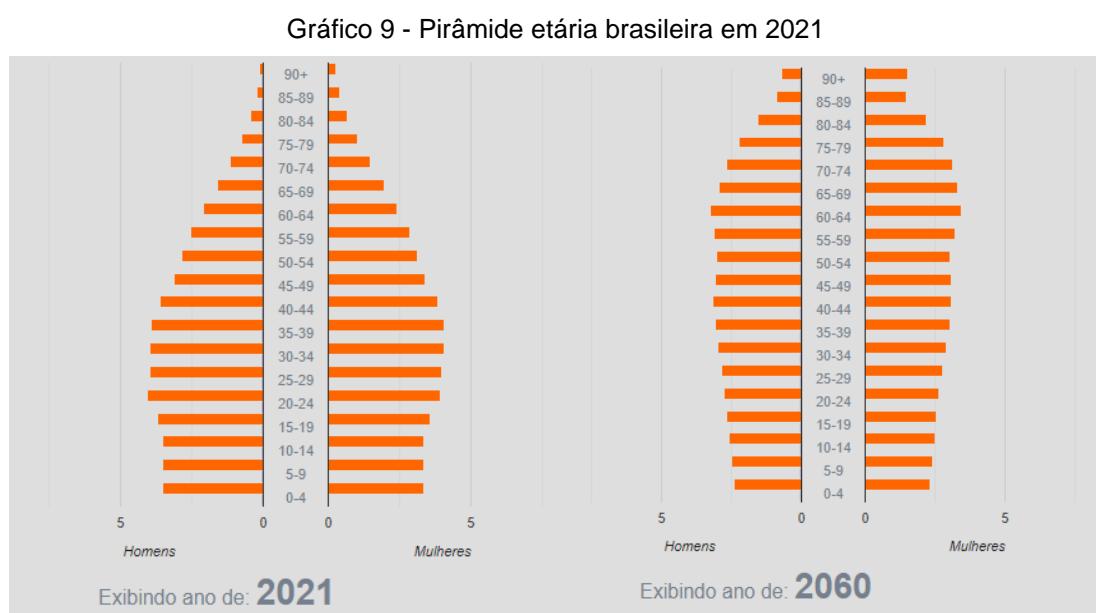
Assim, a literatura sobre o tema foi importante para buscar compreender e avaliar criticamente o panorama futuro, buscando percepções sobre os impactos que fatores culturais e evoluções tecnológicas podem ter no tamanho e características do mercado deste estudo e na disruptão dos modelos de negócio atuais, que podem abrir espaço para o surgimento da estratégia do “Oceano Azul” (KIM e MAUBORGNE,

2005). Segundo estes autores, empresas que foquem nas demandas do cliente e não na oferta das suas concorrentes, podem encontrar espaço para inovar e criar demandas para mercados inexplorados, em vez de competir por *market share* em mercados já saturados (“Oceano Vermelho”). De forma geral, a estratégia do oceano azul costuma surgir de inovações tecnológicas, pioneirismos e marcas fortes.

Portanto, serão descritos a seguir os impactos que temas encontrados na literatura e analisados pelo autor, como a maior preocupação com a saúde, transformação digital, minimalismo e surgimento de novos modelos de negócios, podem ter no setor de academias no Brasil.

3.3.1 Maior preocupação com saúde

Em primeiro lugar, o Brasil, que tem a 5^a maior população mundial, tem visto um “achatamento” de sua pirâmide etária com o envelhecimento dos cidadãos relacionado ao aumento da expectativa de vida e diminuição da taxa de natalidade (WHO – agência da ONU, 2010). Estas mudanças estão relacionadas a fatores, como: (i) urbanização adequada; (ii); acesso à qualidade de vida (saneamento, saúde e educação); (iii) avanços da medicina; e (iv) programas de controle de natalidade (educação sexual, planejamento familiar e acesso a métodos anticoncepcionais).

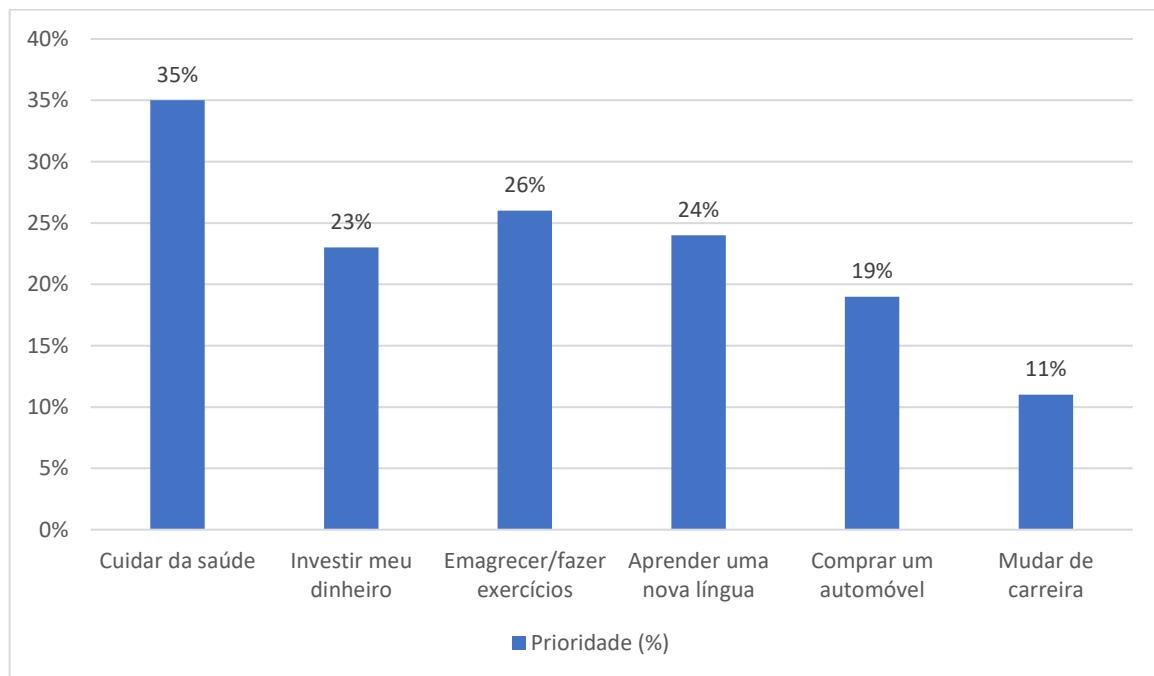


Fonte: IBGE (2022), adaptado pelo autor.

Além do fato da população brasileira estar envelhecendo, seus hábitos atuais estão aquém de alguns índices recomendados de saúde: 47% dos indivíduos praticam atividade física insuficiente e 22,1% são obesos (ACAD Brasil, 2021). Dessa forma, os gastos com saúde, que totalizaram 10% do PIB em 2020, devem ter um crescimento anual de 6,9% até 2025 (ACAD Brasil, 2021), considerando que investimentos nesta área passam a ser tratados com iniciativas governamentais. Ademais, segundo o comitê consultivo de diretrizes para atividade física, a prática exercícios físicos moderada e regular pode reduzir o risco de doenças, como hipertensão, derrame, depressão e até contribuir para a melhoria do sono (ACAD Brasil, 2021).

Um outro fator que pode ter impacto no setor de academias é que a saúde e atividade física vêm se tornando um ponto de extrema atenção para as pessoas, ainda com os impactos da pandemia do Covid-19. Uma estudo do comportamento do consumidor feito pelo Google a partir da entrevista de 1.000 brasileiros entre 18 e 64 anos, indicou “cuidar da saúde” e “emagrecer/fazer exercícios” como prioridades dos cidadãos do país para 2021.

Gráfico 10 - Prioridades dos brasileiros para 2021



Fonte: Google Study (Consumer Survey, 2021), elaborado pelo autor.

Desse modo, dado a tendência de envelhecimento da população brasileira, o fato da atividade física estar sendo tratada como pauta em questões de saúde pública

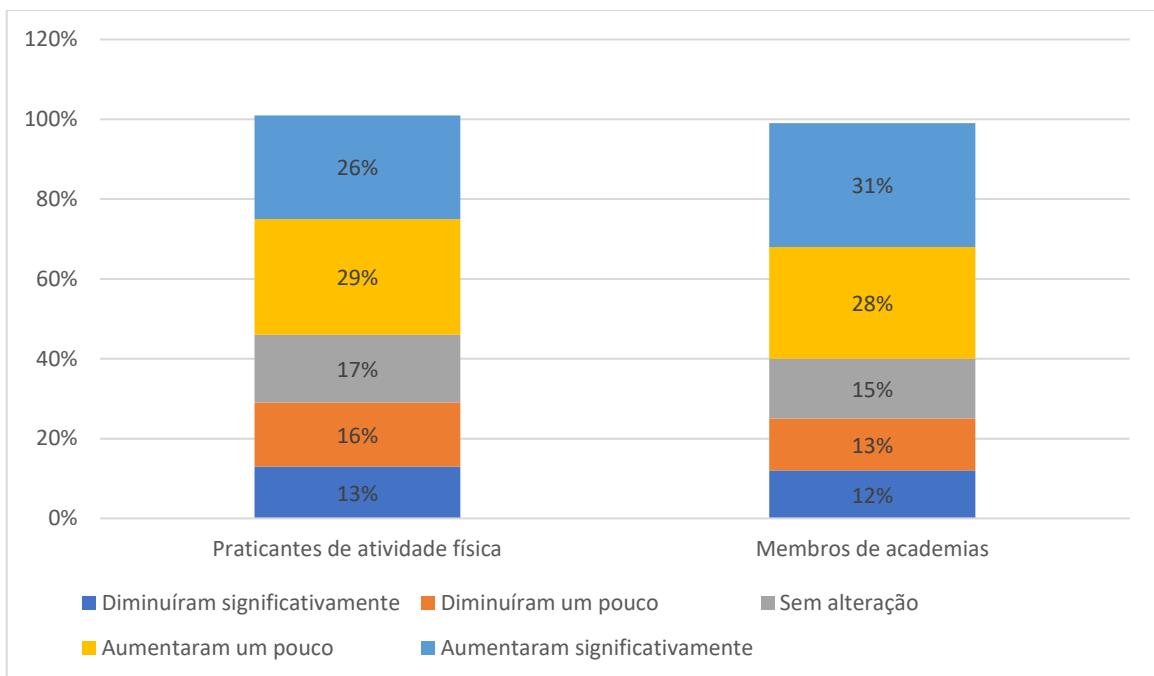
pelo governo e a mudança de hábitos causada ou acelerada pela Covid-19, espera-se um aumento dos gastos com saúde nos próximos anos.

Em última análise, esta maior preocupação com a saúde por parte da população deve provocar maior procura pelo serviço oferecido pelas academias e, portanto, expansão do mercado. Como o tamanho do mercado é formado pelo volume de pagantes multiplicado pelo preço pago, o fator citado neste item tem potencial para provocar tanto um crescimento no número de pagantes quanto uma predisposição dos mesmos para pagar valores maiores por estes serviços, dado que a saúde se torna um elemento mais relevante para os valores culturais dos clientes como um todo. Vale citar, que esse movimento ocorre de maneira diferente ao redor do mundo por fatores, como a elasticidade-renda da demanda, por exemplo.

3.3.2 Transformação digital

A pandemia do Covid-19 também foi responsável por acelerar um processo de migração para um “mundo digital”, que já vinha ocorrendo. Dessa forma, os serviços digitais oferecidos por algumas empresas e que eram vistos como diferenciais pelos consumidores, passaram a ser considerados como necessários pelos clientes. Isto não foi diferente no segmento de academias.

Apesar disso, conforme uma pesquisa global da consultoria L.E.K, o *fitness* digital e a academia tradicional são serviços complementares, não necessariamente competindo entre si. Além disso, a pesquisa mostrou que o *fitness* digital está presente de forma relevante em todas as gerações e não somente para *millenials* e que não é uma oportunidade de nicho, que eram algumas narrativas fantasiosas sobre este mercado (L.E.K. Consulting, 2019).

Gráfico 11 - Impacto do *fitness* digital no tempo gasto em academias tradicionais

Fonte: L.E.K. Consulting (2019), elaborado pelo autor.

Portanto, levando em consideração a importância que o digital passou a ter para a indústria de academias, as empresas e empreendedores passaram realizar uma série de iniciativas com este intuito, com potenciais de aumentar a receita recebida por cliente e seu engajamento com a marca.

Quadro 3 - Iniciativas digitais no setor de academias

Iniciativa	Visão geral
Gestão e monitoramento dos treinos	As academias estão oferecendo sistemas virtuais de monitoramento dos treinos, com acompanhamento de métricas de progresso dos clientes e comparações com outros alunos.
Gestão e monitoramento de assuntos administrativos	Foram lançados aplicativos que auxiliam na ambientação de clientes novos, bem como na gestão das mensalidades e mudança de plano escolhido, sem necessidade de presença física do aluno.
Experiência omnicanal	Lançamentos de planos que combinam a prática de atividade física presencial nas academias com conteúdo para prática de exercícios remotos. Além disso, na unidade da academia, o cliente pode chamar um instrutor para auxílio através do app.
Aplicativos com serviços complementares	Algumas redes de academia passaram a oferecer outros serviços, como de nutricionista e saúde mental, criando um ecossistema de saúde que vai além dos exercícios físicos e aumenta o valor percebido pelo cliente.
Comunidades virtuais	Fóruns em que os alunos podem se conectar com outros praticantes de atividades físicas, compartilhando seus progressos e criando um senso de comunidade.
Artigos de vestuário	Foram desenvolvidos alguns instrumentos de medição que funcionam como peças de vestuário/acessórios, conhecidos por <i>wearables</i> , e que são capazes de monitorar batimentos cardíacos, posições geográficas, número de passos ou qualidade do sono e, portanto, podem engrandecer a experiência do usuário.

Fonte: L.E.K. Consulting (2021), elaborado pelo autor

3.3.3 Busca por praticidade

Outro fator que vem impactando, não só o mercado de academias, mas também diversos outros setores da economia, é a busca crescente dos consumidores por modelos que sejam práticos e convenientes e, dessa maneira, pudessem otimizar o valor do tempo. Isto se manifestou no setor bancário, através do surgimento de bancos digitais sem a necessidade da presença física do cliente em agências, no segmento de restaurantes, através dos diversos aplicativos de delivery, que expandiram o acesso do consumidor ao serviço entregue nesses estabelecimentos sem que precisasse sair de casa e na indústria de alimentos, por meio do desenvolvimento dos alimentos semiprontos, que requerem apenas aquecimento ou cozimento complementar para estarem prontos para o consumo (ANVISA, 2005).

No mercado de academias, esta mesma tendência está expressa na pesquisa da ACSM (American College of Sports Medicine) de 2022 com profissionais da área, que menciona 43 tendências possíveis para o segmento *fitness* numa escala de 1 a 10, que indica a probabilidade de cada item citado realmente se tornar uma tendência

permanente. Entre alguns dos pontos de maior destaque da pesquisa, foram citados os treinos com o peso do corpo e os treinos em casa, que são alternativas consideradas mais convenientes para a prática de exercício físico.

Quadro 4 - Tendências do setor de academias ligadas à busca por praticidade

Tendência	Visão geral
Treinos com o peso do corpo	O método constitui no uso do peso corporal para uma combinação de exercícios de resistência e movimentos neuro motores em vários planos, como a técnica da calistenia, por exemplo. Como este treinamento requer pouco ou nenhum equipamento, é uma forma barata e funcional de se exercitar de maneira eficaz e que pode ser realizada em qualquer ambiente, seja em uma academia, em casa ou ao ar livre.
Treinos em casa	Esse modelo acabou crescendo enormemente com a necessidade de isolado social imposta pela pandemia da Covid-19. Os treinos em casa incluem tantas atividades com ajuda de profissionais de forma remota em aulas particulares e em grupo, quanto a prática em academias de prédios e o uso de equipamentos integrados com serviço de aulas em <i>streaming</i> (como o Peloton Interactive). Por fim, as aulas em grupo tentam aumentar o engajamento das pessoas e diminuir a sensação de solidão, mesmo em um ambiente remoto.

Fonte: ACSM (2021), elaborado pelo autor.

3.3.4 Surgimento de modelos de negócio atrativos

Por fim, algumas características do setor de academias, como o fato do segmento representar um mercado grande, fragmentado por diversas empresas de bairro em um primeiro momento e em crescimento, somado ao fato de terem surgido marcas e modelos de negócio rentáveis, com geração de caixa positiva e crescente e aparentes vantagens competitivas duradouras, atraiu investimentos de uma série de gestores de *Private Equity* tanto no Brasil quanto em outros lugares do mundo, que viram oportunidades para criação de valor nessas empresas e geração de retornos financeiros.

Tabela 1 - Investimentos de *Private Equity* no setor de academias

Data	Empresa	Investidor	País	Modelo de Negócio
Academias Brasileiras				
set/19	Smart Fit	CPP	Brasil	Low Cost
mai/19	Smart Fit	Pátria	Brasil	Low Cost
mai/18	Smart Fit	GIC	Brasil	Low Cost
dez/17	Bluefit	Leste	Brasil	Low Cost
jan/17	Just Fit	Stratus	Brasil	Low Cost
jul/15	Selfit	HIG Capital	Brasil	Low Cost
abr/12	Bodytech	BTG	Brasil	Premium
Academias Internacionais				
jul/19	Crunch Fitness	TPG Capital	Estados Unidos	Studio
jul/18	Bay Club	KKR	Estados Unidos	Premium
dez/17	Xponential Fitness	Snapdragon, L Catterton	Estados Unidos	Boutique
jul/17	Equinox	L Catterton	Estados Unidos	Premium
mar/16	Bodytech	L Catterton	Colômbia	Premium
mar/15	Life Time Fitness	TPG Capital, LGP, NK Partners	Estados Unidos	Premium
nov/14	Vasa Fitness	Silver Oak	Estados Unidos	Low Cost
mai/14	24 Hour Fitness	AEA Investors, Ontario Teachers' Pension Plan	Estados Unidos	Tradicional
dez/13	Basic Fit	3i Group	Holanda	Low Cost
ago/13	Planet Fitness	TSG Consumer Partners	Estados Unidos	Low Cost
jun/13	The Gym	Phoenix Equity Partners	Reino Unido	Low Cost

Fonte: Capital IQ - Plataforma de inteligência financeira e sites das empresas (2022), elaborado pelo autor.

3.3.5 Resumo

Assim, os pontos citados, vários dos quais foram potencializados pela pandemia, têm capacidade para alterar de forma significativa as características do mercado de academias, tanto do ponto de vista do valor demandado pelo cliente, quanto de agentes empenhados em sua criação de valor e, consequentemente, sua relevância para a economia.

Quadro 5 - Resumo das tendências que estão afetando o setor de academias

Tendência	Consequência
Maior preocupação com saúde	Aumento do tamanho do mercado
Transformação digital	Iniciativas para melhorar a experiência do usuário
Busca por praticidade	Surgimento de alternativas <i>asset-light</i> e serviços de <i>streaming</i>
Surgimento de modelos de negócio atrativos	Investimentos de <i>Private Equity</i>

Fonte: Elaborado pelo autor.

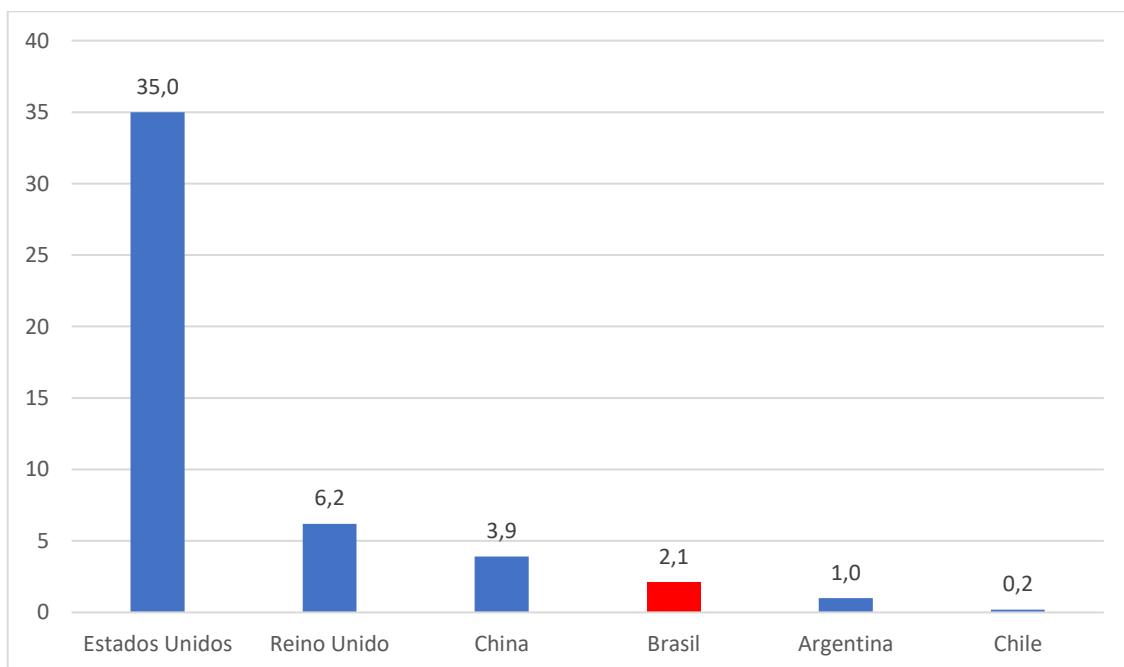
3.4 HISTÓRICO E SITUAÇÃO DO SEGMENTO NO BRASIL

Nesta seção, apresenta-se uma descrição de características do setor de academias no Brasil e algumas comparações com outros países do mundo. Apesar de cada local apresentar uma dinâmica própria, contrapor a situação nacional com a de outros Estados, tanto da América Latina quanto de outros continentes, pode trazer visões interessantes que ajudam a entender as particularidades da região sendo estudada.

3.4.1 Tamanho do mercado

A receita total do setor de academias global em 2019 (pré-pandemia), alcançou um recorde de US\$ 96,7 bilhões (IHRSA, 2020). Ainda que este número seja expressivo, existe uma variabilidade grande entre a dimensão dessa indústria nos diversos países ao redor do mundo, sendo que os 10 maiores países (Estados Unidos, Alemanha, Reino Unido, China, Japão, França, Canadá, Austrália, Itália e Espanha) representaram 67% do mercado global (IHRSA, 2020). Em especial, o Brasil constitui o maior mercado da América Latina, evidenciando a importância do país regionalmente.

Gráfico 12 - Tamanho de mercado de países selecionados em bilhões de dólares (2019)

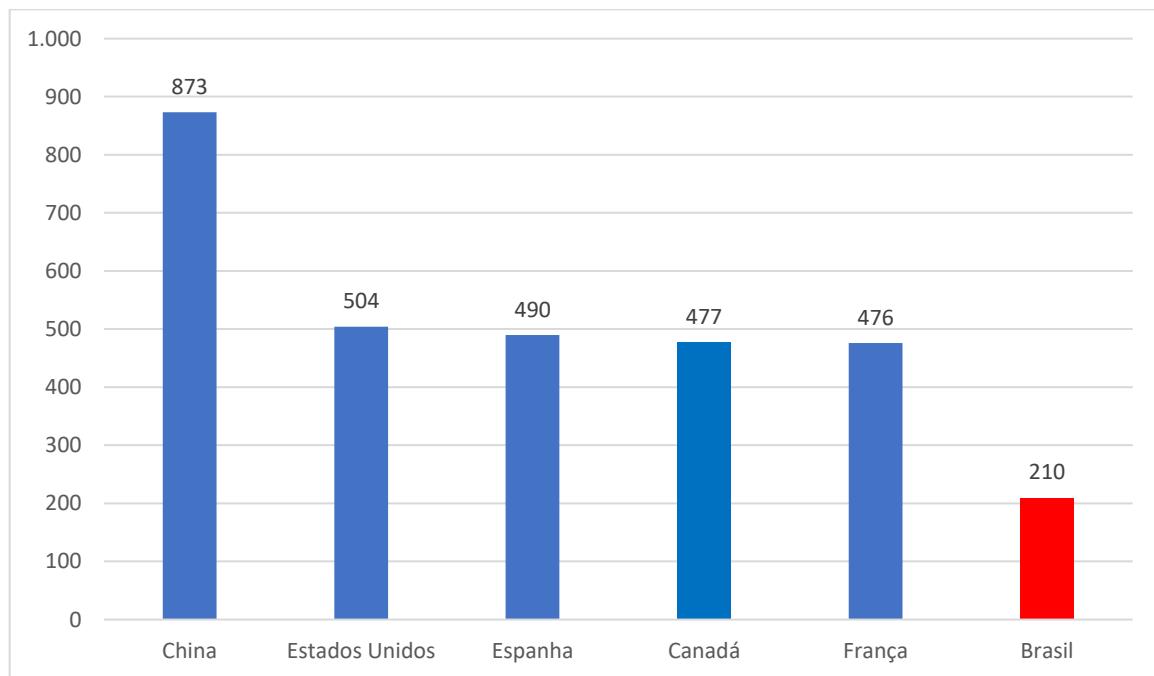


Fonte: IHRSA Global Report 2020, elaborado pelo autor.

Apesar de não aparecer na lista de 10 maiores mercados mundiais de academias, a questão não é a falta de demanda, pois o país é o quarto com maior número de usuário de academias, com 10,3 milhões de usuários e atrás apenas dos Estados Unidos, Alemanha e Reino Unido (IHRSA, 2020). Além disso, o baixo valor de mercado comparado aos países do top 10 também não ocorre por falta de oferta de academias, já que o Brasil apareceu em segundo lugar na lista de países com maior número de academias físicas, com 29,5 mil academias em 2019, estando atrás dos Estados Unidos, que apresentou 41,2 mil unidades (IHRSA, 2020).

O que explica a assimetria entre o tamanho de mercado do setor de academias brasileiro e o número alto de alunos e academias presentes no país, é justamente o gasto médio anual por cliente em dólar americano. Este indicador é mais de quatro vezes menor do que o valor gasto na China e mais de duas vezes menor do que a quantia paga na Espanha, Canadá e França, sendo importante citar diferenças de renda entre os países analisados.

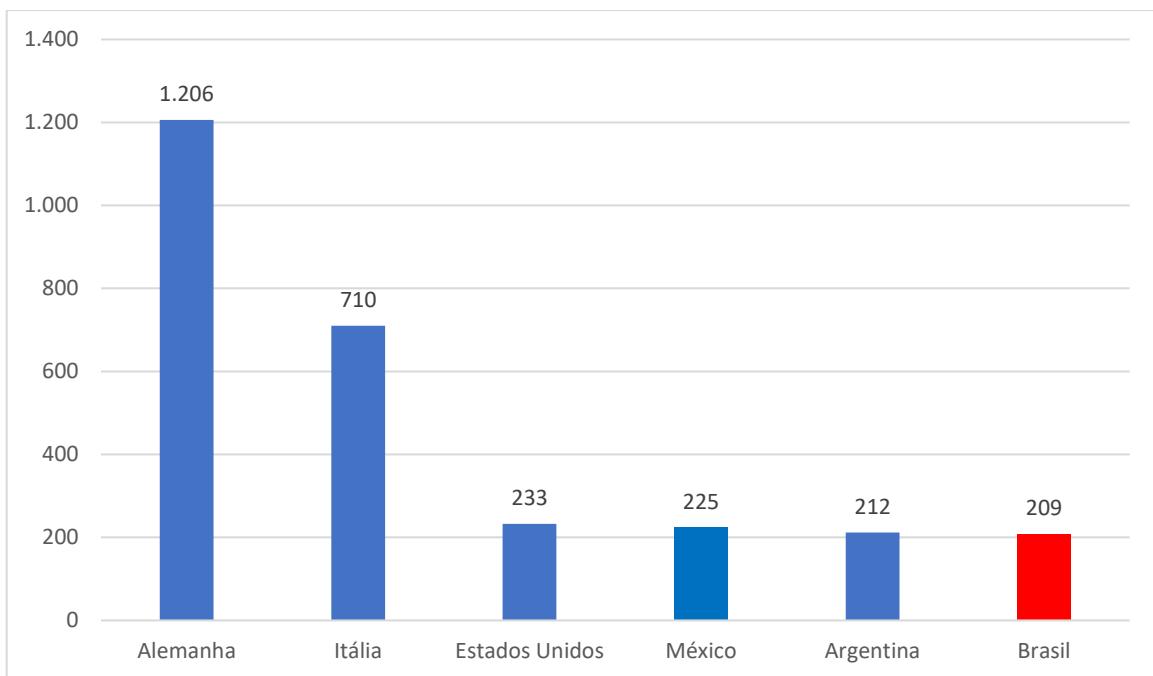
Gráfico 13 - Gasto médio anual em academias de países selecionados em dólares (2019)



Fonte: IHRSA Global Report 2020, elaborado pelo autor.

Por fim, um indicador importante a ser tratado nesta seção é o número médio de clientes por academia. Neste quesito, o Brasil apresenta-se próximo de outros países das Américas, como México, Argentina e Estados Unidos, mas distante dos países do topo dessa lista, como Alemanha e Itália.

Gráfico 14 - Número médio de clientes por academia em 2019



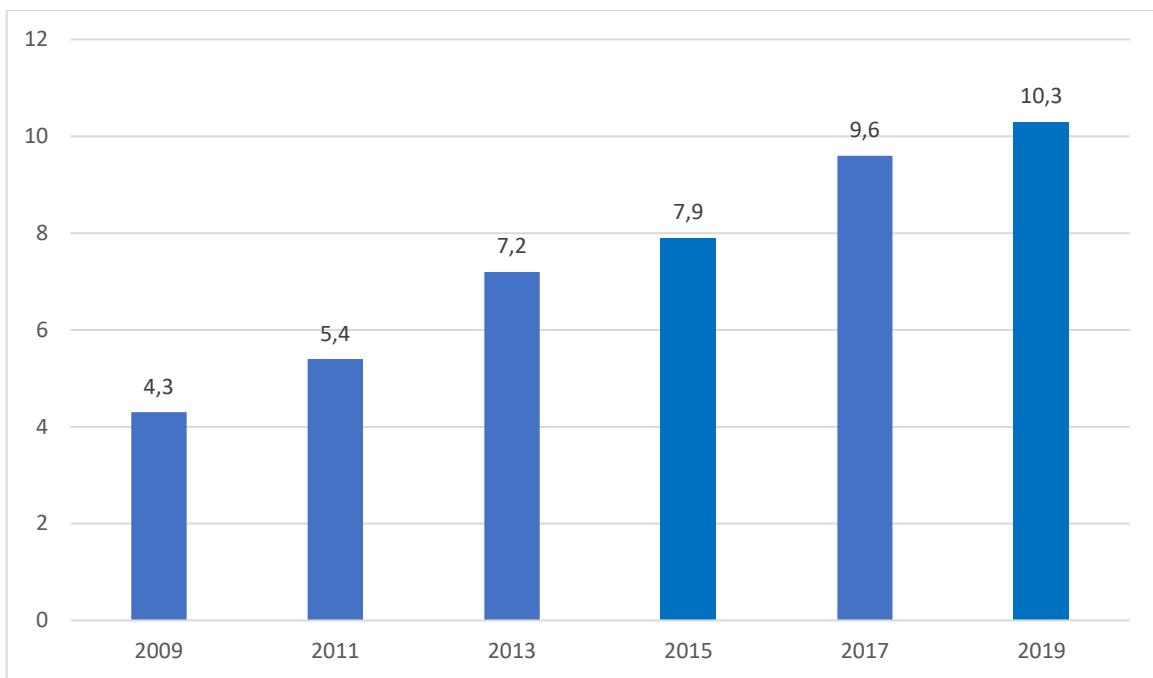
Fonte: IHRSA Global Report 2020, elaborado pelo autor.

3.4.2 Crescimento do mercado

Enquanto o mercado mundial de academias cresceu a um CAGR estimado de 3,7% entre 2009 e 2019 e em linha com o PIB mundial, que teve crescimento anual composto de 3,8% no mesmo período, o mercado brasileiro de academias cresceu em uma velocidade bem maior (CAGR estimado de 5,8%) e, de forma ainda mais impressionante, quando comparado ao crescimento anual composto do PIB brasileiro, que foi de 0,6% no período (BANCO MUNDIAL, 2020).

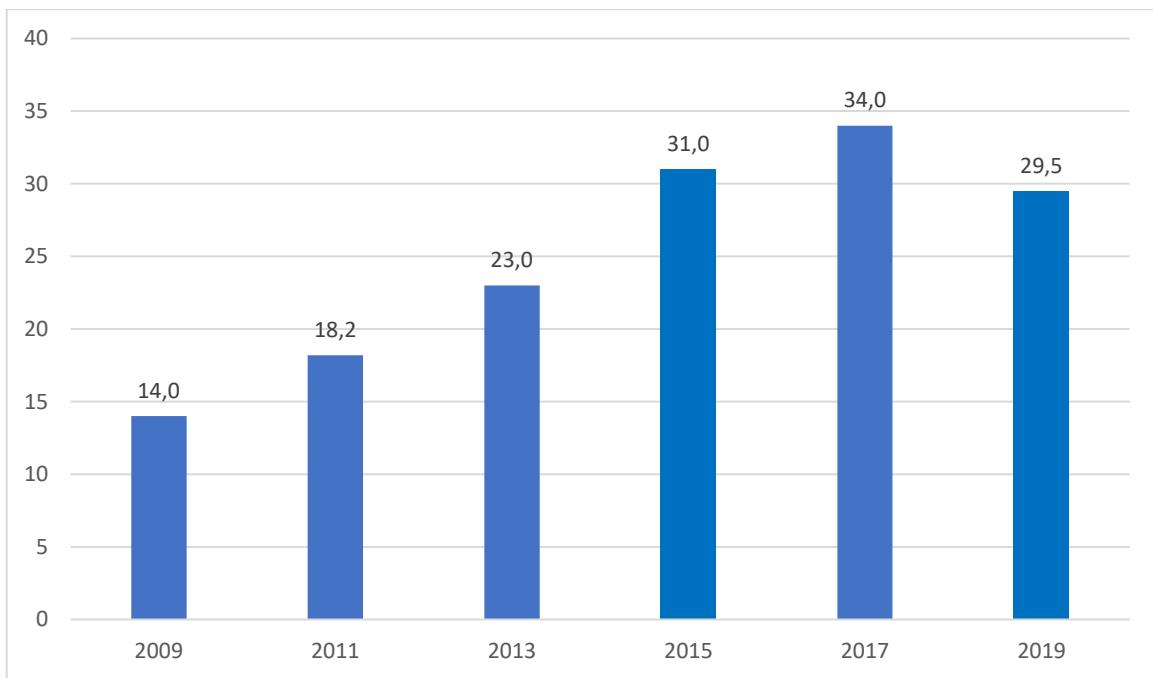
Este alto crescimento do mercado no Brasil, está associado ao crescimento do número de clientes de academias no país, que cresceu de 4,3 milhões em 2009 para 10,3 milhões em 2019. Além disso, o número de unidades de academias espalhadas pelo país também teve um aumento significativo, crescendo de 14 mil para 29,5 mil entre 2009 e 2019.

Gráfico 15 - Evolução do número de clientes de academias no Brasil (em milhões)



Fonte: IHRSA Global Report 2020, elaborado pelo autor.

Gráfico 16 - Evolução do número de academias no Brasil (em milhares)



Fonte: IHRSA Global Report 2020, elaborado pelo autor.

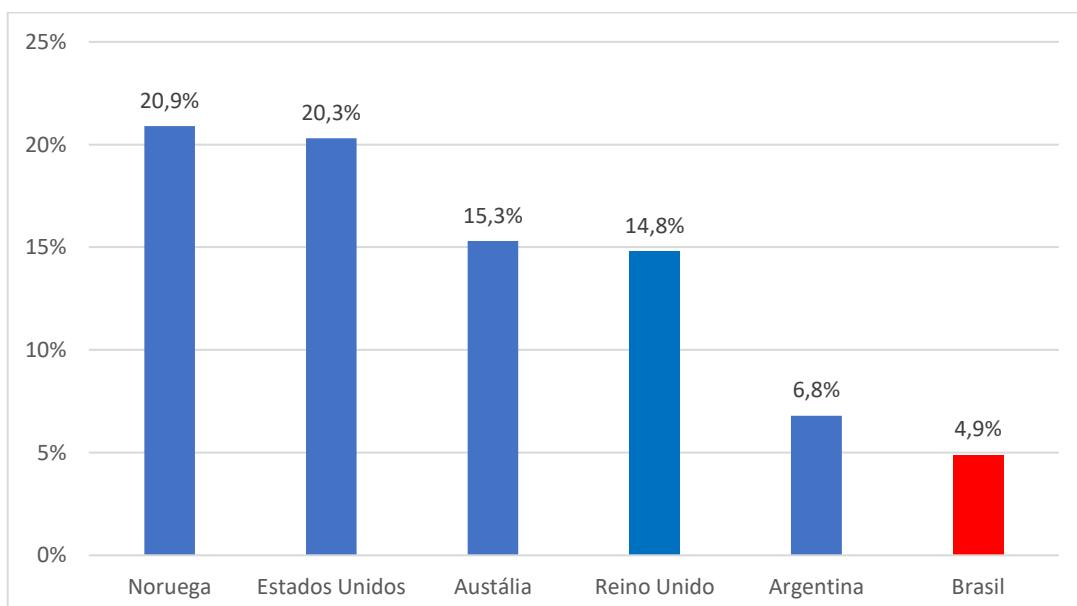
A partir da observação dos últimos dados expostos, nota-se, ainda, três fatores interessantes sobre o mercado brasileiro: (i) a queda no número de estabelecimentos em 2019; (ii) a evolução mais rápida do número de clientes de academias do que a

evolução do tamanho da indústria no Brasil; e (iii) o aumento do número de clientes por academias. O primeiro ponto revela uma situação de ajuste ainda pré-pandemia em um país que tinha muitas academias e poucos clientes por academia, o que naturalmente sugere uma situação insustentável, com existência de unidades que não eram rentáveis. Além disso, as outras duas condições, indicam a ascensão do modelo de academias *low cost* no país, um serviço que apresenta, em média, um número maior de alunos por academia, mas com um gasto por aluno consideravelmente menor, como será visto adiante.

3.4.3 Penetração do mercado

Apesar do número de clientes de academias do Brasil passar da casa dos 10 milhões, como foi dito anteriormente, o país é um dos mais populosos do mundo. Dessa forma, a penetração do segmento, ou seja, a divisão do número de clientes de academias pela população total do país, ainda é baixa quando comparada a de outros países, o que indica que ainda pode haver espaço para crescimento do setor nos próximos anos (apesar das diferenças entre os países, como em relação à renda), na medida em que uma maior parte da população brasileira passa a frequentar academias, o que pode ter o aumento da preocupação com saúde como gatilho para acontecer, por exemplo.

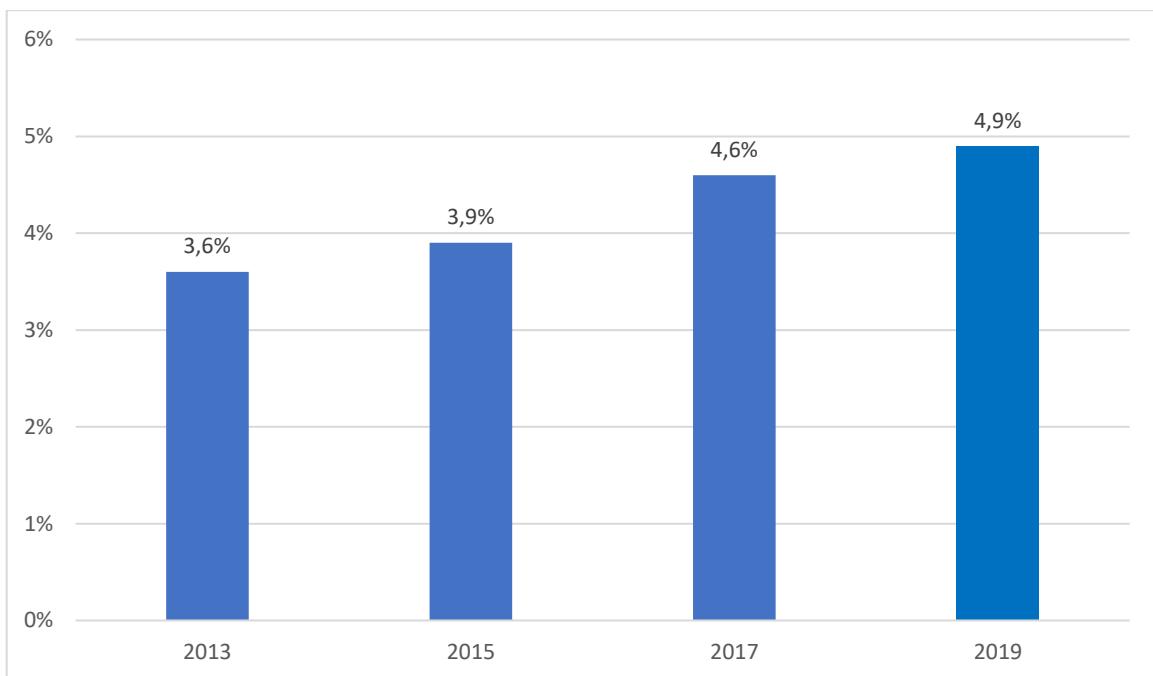
Gráfico 17 - Penetração da população no segmento de academias em países selecionados em 2019



Fonte: IHRSA Global Report 2020, elaborado pelo autor.

Além disso, essa penetração vem aumentando regularmente ao longo dos últimos anos, o que indica que este movimento já está ocorrendo. A penetração da população brasileira aumentou de 3,6% em 2013 para 4,9% em 2019, segundo dados da IHRSA (2020).

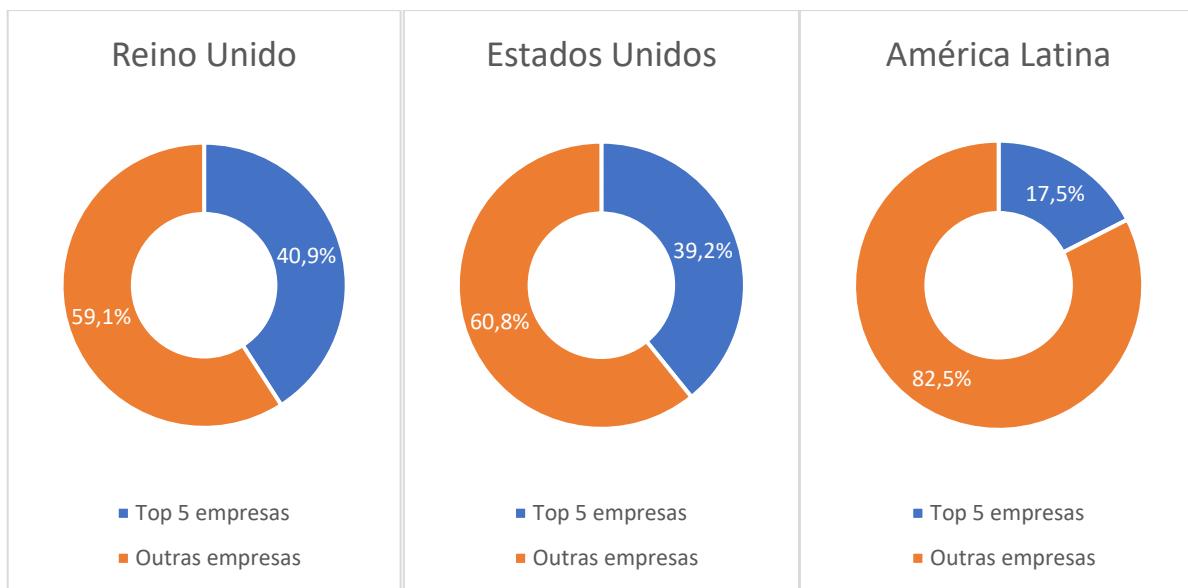
Gráfico 18 - Penetração da população no segmento de academias no Brasil entre 2013 e 2019



Fonte: IHRSA Global Report 2020, elaborado pelo autor.

3.4.4 Fragmentação

Por fim, a oferta na América Latina (e também no Brasil) é bastante pulverizada, já que as 5 maiores redes de academias apresentam *market share* combinado de 17,5%, valor bem menor do que o apresentado em mercados mais maduros deste segmento, como no Reino Unido (40,9%) e no Estados Unidos (39,2%) (IHRSA, 2020). Este fator também pode ajudar a explicar o menor gasto médio por cliente no Brasil, já que o contexto encontrado nos outros países é mais próximo de uma concorrência imperfeita.

Gráfico 19 - *Market share* do setor de academias em 2019

Fonte: IHRSA Global Report 2020, elaborado pelo autor.

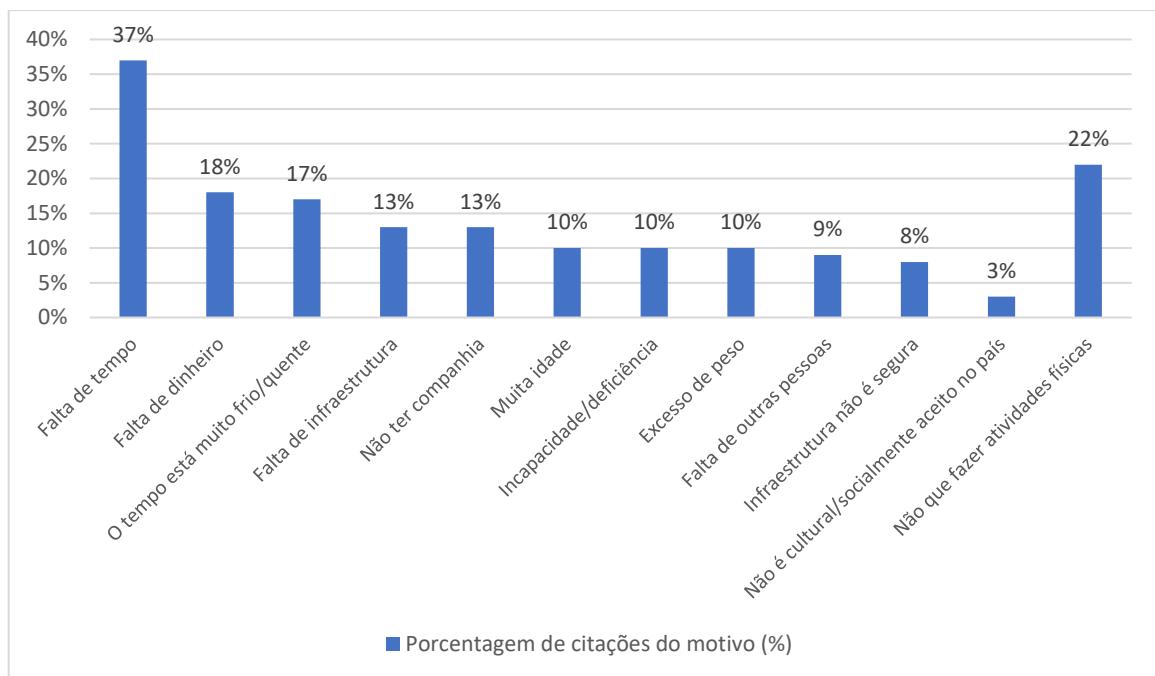
Além disso, a pulverização por si só não indica necessariamente a existência de benefícios em movimentos de consolidação do setor, mas isto combinado ao fato do movimento estar ocorrendo em outras localidades pode ser uma evidência de que existam oportunidades não só de crescimento do mercado, mas também de consolidação, provocando uma situação em que as empresas consolidadoras possam aproveitar dos benefícios da escala, como o poder de negociação na compra de equipamentos e otimização da estrutura administrativa.

3.5 PERFIS DE CLIENTES

Outro ponto importante sobre o mercado são os diferentes tipos de usuários que costumam frequentar as academias, seja por gênero, idade, nível escolar, renda ou até comportamento. Para as empresas que atuam no segmento, conhecer o seu público é essencial para definir estratégias de *marketing* e atender às necessidades qualificadoras e ganhadoras de pedido (Hill, 1999) dos clientes e potenciais clientes.

Em primeiro lugar, um estudo da Ipsos de 2021, apontou os principais motivos que as pessoas dão para não realizarem atividades físicas no Brasil. Destaca-se (i) a falta de tempo, que levou a uma busca por modelos mais práticos, conforme foi visto neste trabalho; e (ii) a falta de dinheiro, com a consequente busca por modelos de menor custo para o consumidor.

Gráfico 20 - Principais motivos para não praticar exercícios físicos no Brasil

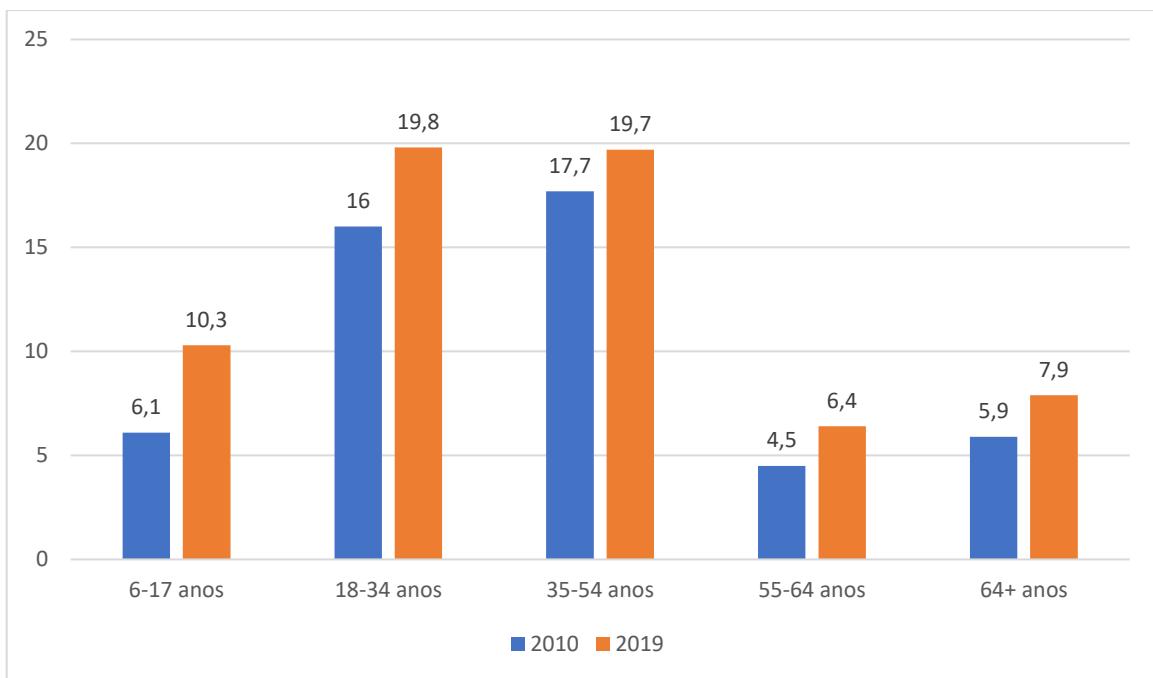


Fonte: Ipsos 2021, elaborado pelo autor.

Por conta de disponibilidade de dados públicos, foi estudado o mercado americano pré-pandemia a seguir, mas pelo fato de refletirem algumas das tendências seculares e globais que foram discutidas neste estudo, acredita-se que a intensidade e direção que as informações apontam seja a mesma no mercado brasileiro.

Entre os dados de 2010 e de 2019 de usuários de academias por faixa etária no mercado americano da IHRSA, foi visto um crescimento em todas as segmentações de idades. Em especial, o público entre 35-54 anos, que representava a maior porcentagem do total de membros de academias em 2010, cresceu 11,6%, ou seja, uma taxa bem abaixo das outras faixas etárias, e passou a representar o segundo maior grupo. Além disso, o maior crescimento foi visto no intervalo entre 6-17 anos, que cresceu 69,8%.

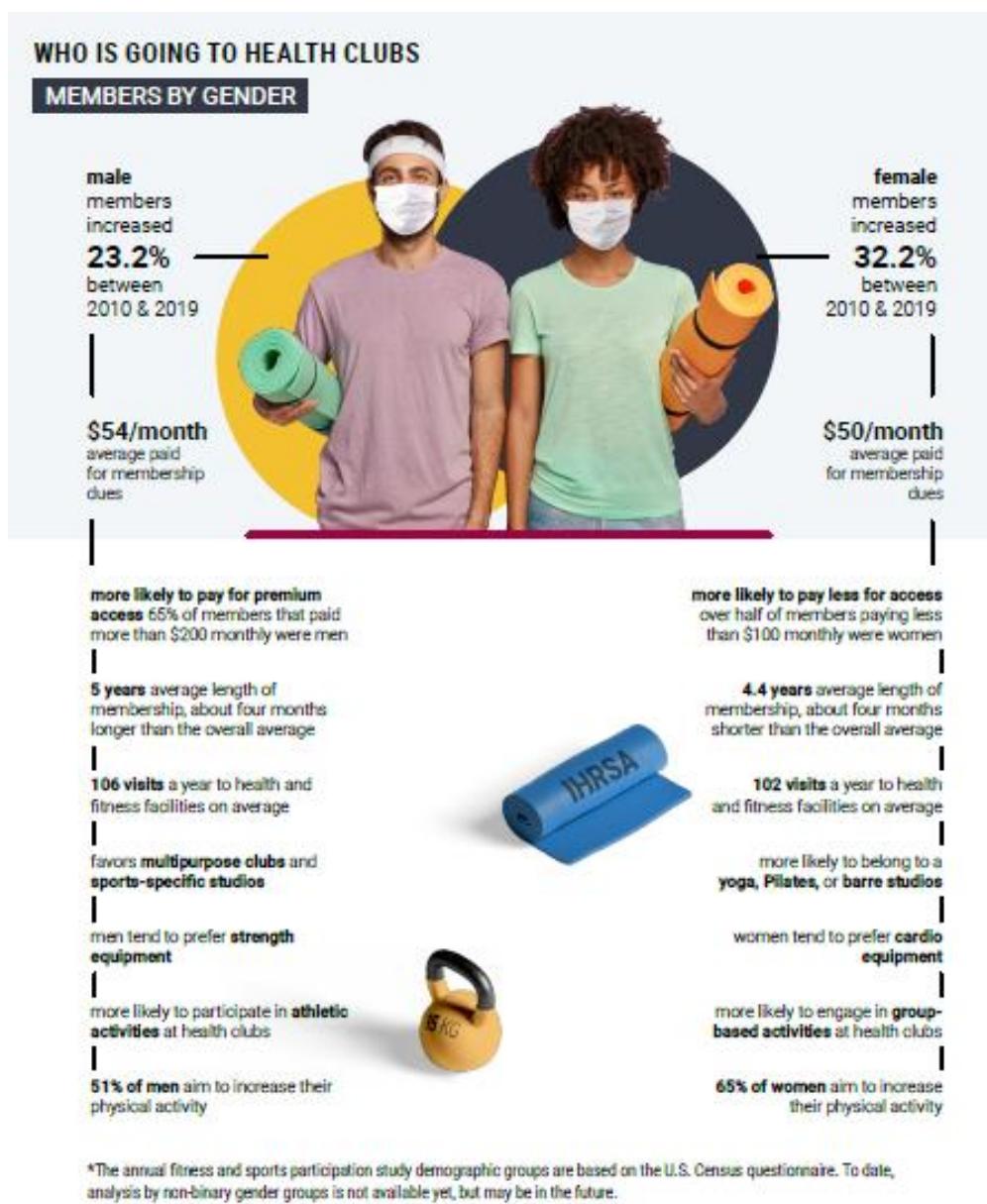
Gráfico 21 - Número de usuários de academias nos EUA em 2010 e 2019 (milhões)



Fonte: IHRSA Media Report 2021, elaborado pelo autor.

Sobre gênero, foi visto um crescimento de 32,2% entre os anos de 2010 e 2019 para o público feminino, enquanto o público masculino aumentou 23,2% no mesmo período (IHRSA, 2021). Porém, apesar do menor crescimento apresentado pela população masculina, descobriu-se que estes são mais propensos a pagar por uma relação custo/benefício mais elevada, costumam ser membros das academias por um período mais longo e fazer mais visitas em um ano do que a população feminina. Por outro lado, o gênero feminino é visto com maior frequência em *studios* e academias de nicho e atividades de grupo.

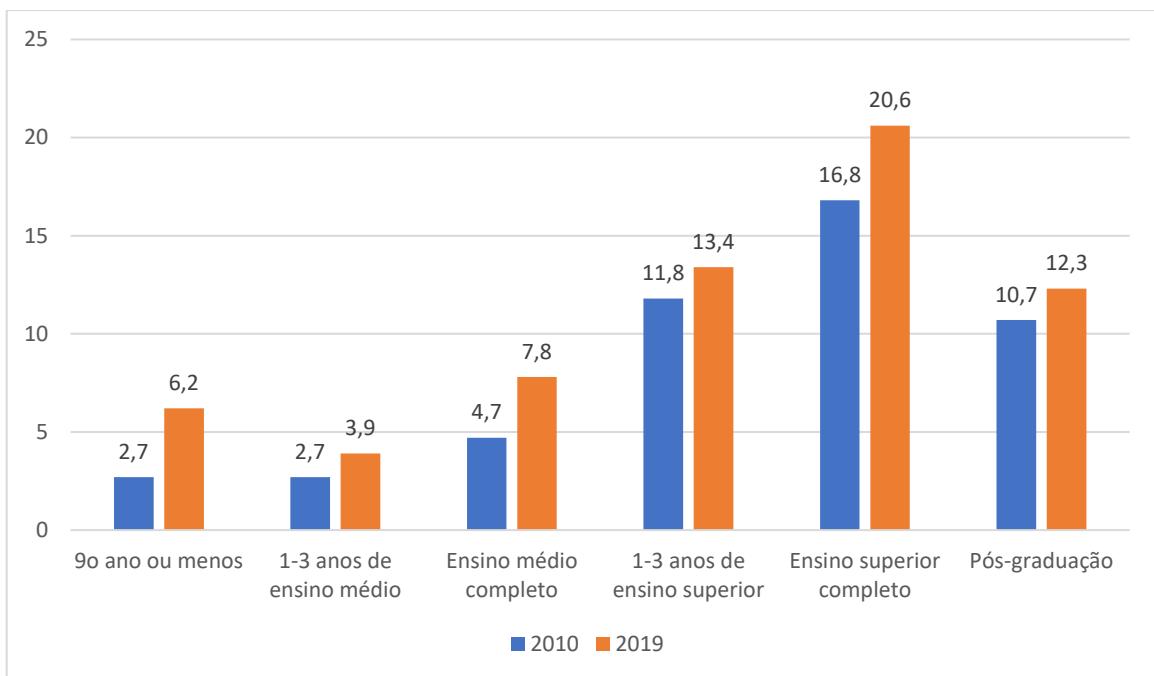
Figura 7 - Membros de academias nos EUA por gênero



Fonte: IHRSA Media Report 2021.

Sobre nível de escolaridade, apesar de ter sido visto um crescimento também em todas as segmentações, os três grupos com menor educação formal foram os que mais aumentaram entre 2010 e 2019. Este fato, por sua vez, está diretamente relacionado ao crescimento expressivo da faixa etária mais jovem (entre 6-17 anos), como já foi mostrado anteriormente.

Gráfico 22 - Membros de academias nos EUA por nível de escolaridade (em milhões)

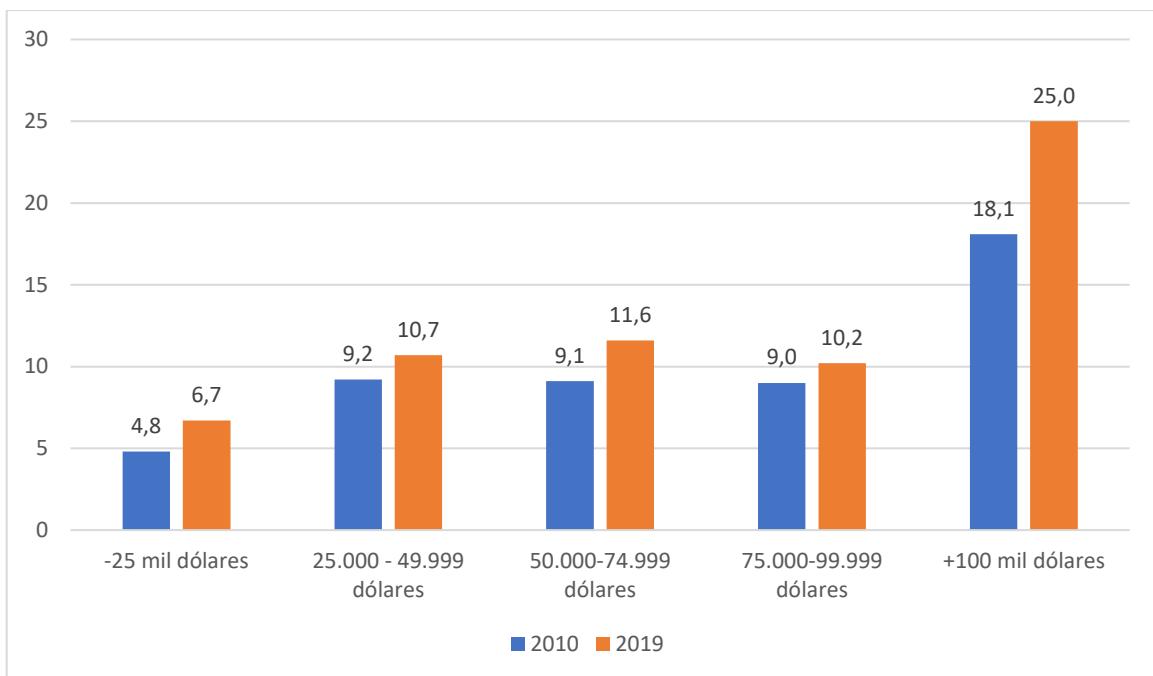


Fonte: IHRSA Media Report 2021, elaborado pelo autor.

A análise por renda familiar demonstrou que, historicamente, as academias costumam ser frequentadas por cidadãos de famílias com maior renda familiar, sendo a liderança dessa segmentação registrada pelo grupo com +100 mil dólares, tanto em 2010 quanto em 2019. Apesar disso, o maior crescimento foi apresentado pelo grupo de menor renda (-25 mil dólares de renda familiar), que apresentou 40,0% de crescimento no período do estudo (IHRSA, 2021).

O crescimento alto apresentado por clientes de renda familiar mais baixa pode ser resultado, inclusive, do crescimento do modelo *low cost* de academias, que ampliou a oportunidade de acesso desse público e expandiu o mercado endereçável total ao oferecer planos com preços menores.

Gráfico 23 - Membros de academias nos EUA por renda familiar (em milhões)



Fonte: IHRSA Media Report 2021, elaborado pelo autor.

Por fim, realizou-se uma segmentação de acordo a frequência de aparição dos clientes nas academias, conforme o Quadro a seguir:

Quadro 6 - Tipos de clientes em academias

Tipos de clientes	Descrição
Clientes fanáticos	Clientes com uma frequência altíssima de aparição, que pode chegar a até 7 vezes por semana.
Clientes tradicionais	Usuários que frequentam as academias toda semana, mas com uma mediana de até três aparições semanais.
Clientes que não comparecem	Essa categoria representa os membros que pagam seus planos e seguem registrados, apesar de quase nunca frequentarem as academias.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Esta divisão de tipo de cliente é especialmente importante para definição das estratégias das unidades que atendem a esses públicos. Se por um lado, clientes fanáticos tem maior probabilidade para pagarem preços maiores e buscarem serviços de alta qualidade, os clientes que não comparecem são os com maior chance de cancelarem seus planos no curto prazo.

O modelo *low cost*, em especial, foi capaz de atrair consumidores que se entusiasmaram com a ideia de iniciar práticas físicas em academias, mas que na prática acabam não frequentando as unidades. Isto ocorreu, principalmente devido ao

baixo custo dos planos, que era visto por esses clientes como um custo marginal e pouco relevante em seus orçamentos familiares e, portanto, atraiu clientes com menor propensão de uso ou até manteve clientes em tempos específicos que tiveram de fazer um menor uso, como no nascimento de um filho ou em uma viagem. Além disso, seu preço também atraiu pessoas que estavam interessadas em treinar apenas na temporada de pico, ou seja, durante o verão, e continuaram pagando depois, mesmo sem utilizar o serviço.

Porém, em períodos de inflação elevada e, consequentemente, perda de poder de compra da população, como o momento em que este trabalho está sendo escrito, o custo desses planos pode se tornar um gasto mais sensível e ser objeto de reformulação no orçamento familiar por ser um gasto com pouco ou nenhum benefício para esses clientes que pouco comparecem. Isto pode gerar uma perda de membros relevante para as academias e, desse modo, representa um risco para o faturamento das academias de baixo custo e para um investimento de *Private Equity* neste segmento.

Por outro lado, clientes de academias mais caras podem buscar por serviços mais baratos (“*trade down*”) em tempos de orçamento mais apertado, o que pode trazer clientes para as academias *low cost* e compensar parte da perda dos clientes que não comparecem.

4 ANÁLISE DO AMBIENTE COMPETITIVO

Após realizada análise do mercado, buscou-se um melhor entendimento do ambiente competitivo e estrutural do segmento. Esta análise é especialmente importante para a compreensão do aspecto estratégico da competição no setor e, dessa forma, foram estudados os grupos estratégicos que concorrem por fatias do mercado, bem como táticas para conquistar os consumidores no âmbito da indústria de academias como um todo e do segmento *low cost* em particular. Ademais, apresenta-se um diagnóstico do posicionamento de cada grupo estratégico em relação ao seu ciclo de vida e as forças competitivas que moldam a competição de acordo com a ferramenta de Porter.

4.1 GRUPOS ESTRATÉGICOS

A indústria de academias apresenta uma série de *players* que podem ser agrupados de acordo com combinações similares de estratégias competitivas, incluindo dimensões como o serviço oferecido, percepção de qualidade pelo cliente, funcionamento do modelo de negócio, planos de *marketing*, público-alvo, entre outros. De acordo com a combinação dos critérios citados, foram, portanto, definidos dez segmentos dentro de três principais modelos de negócios.

Quadro 7 - Modelos de negócios encontrados na indústria de academias

Modelo de negócio	Segmentação	Exemplos
Presencial	<i>Low cost</i>	Smart Fit, Bluefit e Selfit
	Serviço completo tradicional	Runner, Fórmula, academias de bairro
	<i>Premium/boutique</i>	Bodytech e Bioritmo
	<i>Studios</i>	Velocity e Spin'n Soul
Digital/Em casa	Equipamentos B2C	Peloton, Echelon e Nordic Track
	Aplicativos	Nike Run e Strava
	Aulas online	Biotreino e Academia Foguete
	Artigos de vestuário e medição	Garmin e Fitbit
Facilitadores	Equipamentos B2B	LifeFitness e Technogym
	Tecnologia	Gympass

Fonte: Elaborado pelo autor.

Mais especificamente sobre os segmentos que compõe o modelo de negócios presencial, que é o foco deste estudo, podem ser notadas diferenças expressivas em diversos critérios analisados, conforme exposto a seguir:

- *Low cost*: segmento foco do estudo, que possui preços mais baixos e um serviço prestado mais simples. Mesmo com preços competitivos, os equipamentos são, em geral, da mais alta qualidade, apesar de terem uma rotatividade alta devido ao grande volume de clientes, que, em alguns casos, precisam esperar outra pessoa terminar o uso e liberar o equipamento. O horário de funcionamento costuma ser extenso e existem facilidades para cancelamento de matrícula, trazer amigos ou opção de utilização de mais de uma unidade da mesma rede.
- Serviço completo tradicional: apresentam qualidade de serviços média e equipamentos de segundo nível, bem como um preço e volume de clientes na mediana da indústria. Além disso, variam quanto ao oferecimento de aulas coletivas, não permitem a utilização de mais unidades da rede ou, muitas vezes, só possuem uma única unidade e tem horário de funcionamento reduzido.
- *Premium/boutique*: academias que oferecem serviços diferenciados, com aulas coletivas e individuais, piscinas, cafés, *personal trainers*, toalhas para banho, equipamentos de acompanhamento de evolução corpórea e monitoramento dos treinos. Apresentam preços bem mais elevados que a média da indústria, de forma, que atendem as classes sociais mais privilegiadas e são mais exclusivas. Permitem também utilizar mais de uma unidade da rede e costumam ficar abertas durante a maior parte do dia.
- *Studios*: este segmento costuma prezar pelo enfoque, seja em alguma prática específica (exemplos: *spinning*, luta ou dança), ou até em algum nicho/público (exemplos: idosos e pessoas com deficiência). O espaço físico costuma ser menor e o pagamento é feito, em geral, por aula/uso, em vez de por mensalidades.

De acordo com as classificações apresentadas, foi também construído o quadro resumo apresentado na Tabela a seguir, com o objetivo de tornar mais claro e facilitar o entendimento da segmentação do modelo de negócio de academias presencial, que foi apresentado. Vale citar, que a Figura apresenta uma generalização

para a situação do Brasil e que podem existir exceções em alguns locais do país, de acordo com a situação da renda na região, por exemplo.

Tabela 2 - Resumo dos segmentos de academias presenciais

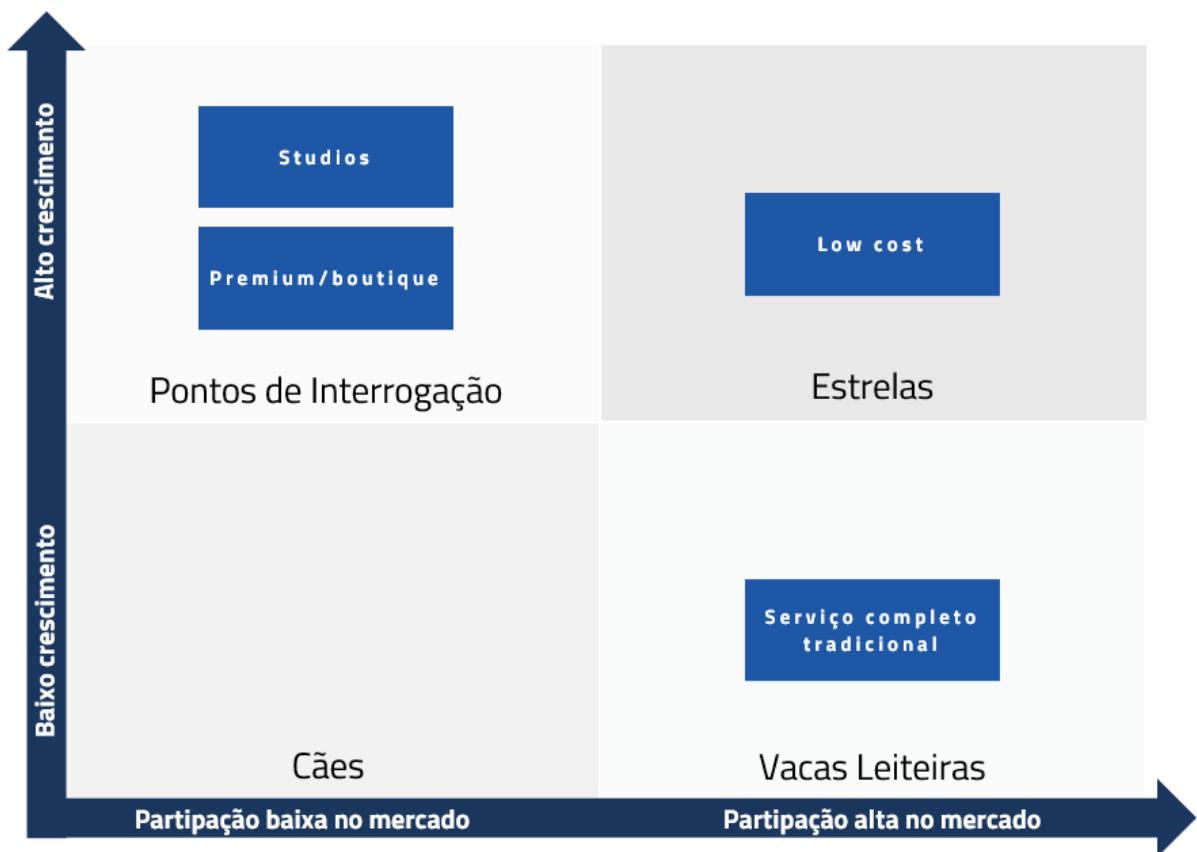
	Preço	Qualidade	Volume de Alunos	Performance	Players
Low Cost	Até R\$ 130 / mês	Alta	Alto	Forte crescimento com margens saudáveis	Smart Fit Bluefit Selfit
Serviço tradicional completo	R\$ 130-350	Baixa / Média	Médio	Perdendo share e rentabilidade	Formula Runner Academias de bairro
Premium/ Boutique e Studios	R\$ 350+	Alta	Médio	Margens saudáveis com crescimento limitado	BodyTech Reebok BioRitmo Companhia Athletica Race Bootcamp Velocity Spin'n Soul

Fonte: BTG Pactual (2021), elaborado pelo autor.

Considerando a dinâmica de crescimento de cada categoria e a participação relativa de mercado atual que os quatro segmentos que compõe o universo do modelo de negócio presencial apresentam, é possível classificá-los na matriz BCG. Tradicionalmente, esta ferramenta é utilizada na análise de portfólio de produtos/serviços oferecidos por uma mesma organização, permitindo a compreensão da geração de caixa atual e potencial de cada linha da companhia para determinação de mudanças de estratégia, direcionamento dos investimentos internos ou até descontinuação de algum produto/serviço.

Neste caso, foi realizada uma adaptação da matriz citada para estudar a oferta de serviços presenciais a nível da indústria de academias. Assim, em vez da geração de caixa interna de algumas linhas de produtos serem utilizadas para financiar outras de grande crescimento e alta necessidade de investimentos para sustentá-lo, considera-se que a fonte de recursos seria externa à empresa, a partir de investimentos primários de fundos de *Private Equity* em troca de participação societária na empresa de determinado segmento, conforme a Figura a seguir:

Figura 8 - Matriz BCG para os segmentos de academias presencias



Fonte: Elaborado pelo autor.

Dessa forma, as academias tradicionais se enquadram no quadrante das vacas leiteiras, dado que ainda possuem alta participação de mercado (apesar de estarem em declínio) e baixo crescimento. Portanto, representam um segmento gerador de caixa, mas que não necessita de altos volumes de investimento.

As academias *low cost*, foram posicionadas como estrelas, ou seja, segmentos competitivos que já alcançaram alta participação de mercado, enquanto continuam requisitando grandes investimento, considerando o seu potencial de crescimento futuro, podendo render altos lucros.

Já os *studios* e academias *premium/boutique* são alternativas em estágios ainda mais iniciais, que estão encontrando crescimento sustentado por públicos específicos, considerados elitizados e, portanto, apresentando um menor mercado endereçável. Para que o crescimento não seja limitado futuramente, será necessária uma diminuição dos preços dos serviços existentes ou criação de alternativas de serviços para camadas maiores da população.

Vale ressaltar, por fim, que a posição na de cada segmento na matriz BCG é dinâmica e que a atratividade de um investimento de *Private Equity* leva em conta também outros fatores, como disponibilidade de empresas no segmento, escala atual das companhias, potenciais oportunidades de saída, perfil das margens, competência do time de gestão, desenvolvimento tecnológico, imagem externa, entre outros.

4.2 ESTRATÉGIAS COMPETITIVAS GENÉRICAS

A maioria dos grupos estratégicos explicados no item anterior atua de acordo com uma estratégia competitiva genérica bem definida, seja apresentando vantagens competitivas como liderança no custo ou com algum tipo de diferenciação, ou seja, uma unicidade que é observada pelo cliente, com atribuição de valor. Ainda, uma empresa pode ter uma vantagem competitiva justamente da simultaneidade entre diferenciação e baixo custo (PORTER, 1987), já que não há uma única configuração dessas estratégias.

Assim, no âmbito de toda a indústria, foram analisados os quatro segmentos presenciais quanto às suas estratégias genéricas:

- *Low cost*: como o próprio nome diz, este grupo representa empresas que atuam com liderança em custo, apresentando preços significativamente menores que o dos outros grupos. Assim, o fator qualificador para os clientes deste segmento é, principalmente, a existência de uma infraestrutura apropriada para a prática dos exercícios e o preço ou qualquer serviço adicional acabam tendo a função de ganhadores de pedido.
- *Serviço completo tradicional*: estas academias não apresentam nenhuma estratégia competitiva genérica bem definida e justamente por isso que este segmento como um todo está perdendo participação de mercado para outros tipos de academia.
- *Premium/boutique*: apresentam estratégia de diferenciação, sendo que o público-alvo destas academias é menos sensível ao preço e os fatores ganhadores de pedido estão justamente ligados à qualidade dos equipamentos, da infraestrutura e do serviço prestado.
- *Studios*: existe um escopo amplo de academias que atuam neste grupo, cada qual com um perfil e diferentes combinações de preço e qualidade. Apesar

disto, existe um enfoque em diferenciação, com o oferecimento de atendimento em modalidades ou públicos específicos.

Além disso, as academias que atuam no formato de redes com inúmeras unidades, em geral, oferecem a opção dos clientes poderem frequentar mais de uma unidade (por um preço adicional ou não), criando um efeito de rede (*“network effect”*). A estratégia de aumento da densidade da rede é bastante efetiva na atração e retenção dos clientes, mas pode levar a uma canibalização das unidades, diminuindo a produtividade da companhia. Este é, portanto, um fator de grande risco e que deve ser monitorado por potenciais investidores de *Private Equity*.

Por fim, no capítulo 5 (“Diagnóstico do panorama concorrencial *low cost*”) é feita uma análise específica da estratégica competitiva genérica de cada uma das três principais companhias *low cost* no âmbito deste segmento em particular, de forma complementar às avaliações realizadas neste tópico.

4.3 PROCESSOS EVOLUTIVOS

Como foi visto, os modelos digitais e em casa foram favorecidos pela transformação digital e por tendências como a busca por praticidade, além de terem sido impulsionados pelas circunstâncias impostas pela pandemia do Covid-19. Apesar de alguns gatilhos que estavam estimulando os quatro grupos que compõe o segmento digital ou em casa terem se enfraquecido com a retomada das atividades coletivas e presenciais, esta classe deve continuar ganhando maturidade aos poucos dando continuidade a trajetória de crescimento que estava ocorrendo até 2009, antes do surto da doença. Apesar disso, alguns destes segmentos ainda encontram alguns desafios para se estabelecerem como modelo de negócios atrativos, como por exemplo os aplicativos, que ainda encontram algumas dificuldades para monetização, de forma geral.

Por sua vez, os facilitadores, estavam tendo uma trajetória positiva pré-pandemia, com o crescimento do mercado, considerando a evolução positiva do número de clientes nos últimos anos e a adoção cada vez maior de tecnologia pelas redes. Apesar disso, a pandemia teve um impacto negativo, dado que as academias presenciais tiveram que cortar despesas tanto operacionais quanto na aquisição de equipamentos e bens de capital. As evidências iniciais da situação com a população

vacinada em grande parte, apontam por um lado para a retomada da integração da tecnologia pelas academias, enquanto por outro, despesas com compras de novos equipamentos ainda lentas e graduais, dada a estrutura de capital frágil que a pandemia provocou nas academias presenciais.

Já no presencial, academias no modelo *low cost* se caracterizavam, historicamente, pelo foco em serviços de musculação e cardiovasculares, não oferecendo serviços mais diferenciados, como piscina, sauna, aulas coletivas e quadras, otimizando assim o espaço útil do estabelecimento. Além disso, a estrutura era desenhada para atender um grande volume de alunos de forma altamente padronizada. Nos últimos anos, o mercado tem se transformado numa oferta de *high value and low price* (HVLP), oferecendo uma gama mais ampla de serviços sem custos adicionais ao cliente. Esse conceito vem se destacando no mercado *fitness* global devido à melhor relação de custo-benefício ao usuário, ou seja, na medida que as academias *low cost* passaram a oferecer serviços intermediários com preços acessíveis, se tornou mais difícil para as academias de bairro se diferenciarem.

No mercado brasileiro, ainda há um grande número de academias de bairro com pouca escala e baixa qualidade, representando um potencial de ganho de *market share* para modelos mais eficientes e atrativos para os consumidores, como os das academias *low cost*. Uma pesquisa da Fitch Ratings nos EUA (2021) indica que deve haver uma predominância ainda maior do modelo de baixo custo no pós-pandemia, tendência que também deve ser vista no Brasil. Espera-se que o segmento demonstre uma recuperação mais acelerada por conta do custo de mensalidade mais baixo, com potencial migração de clientes de outros segmentos.

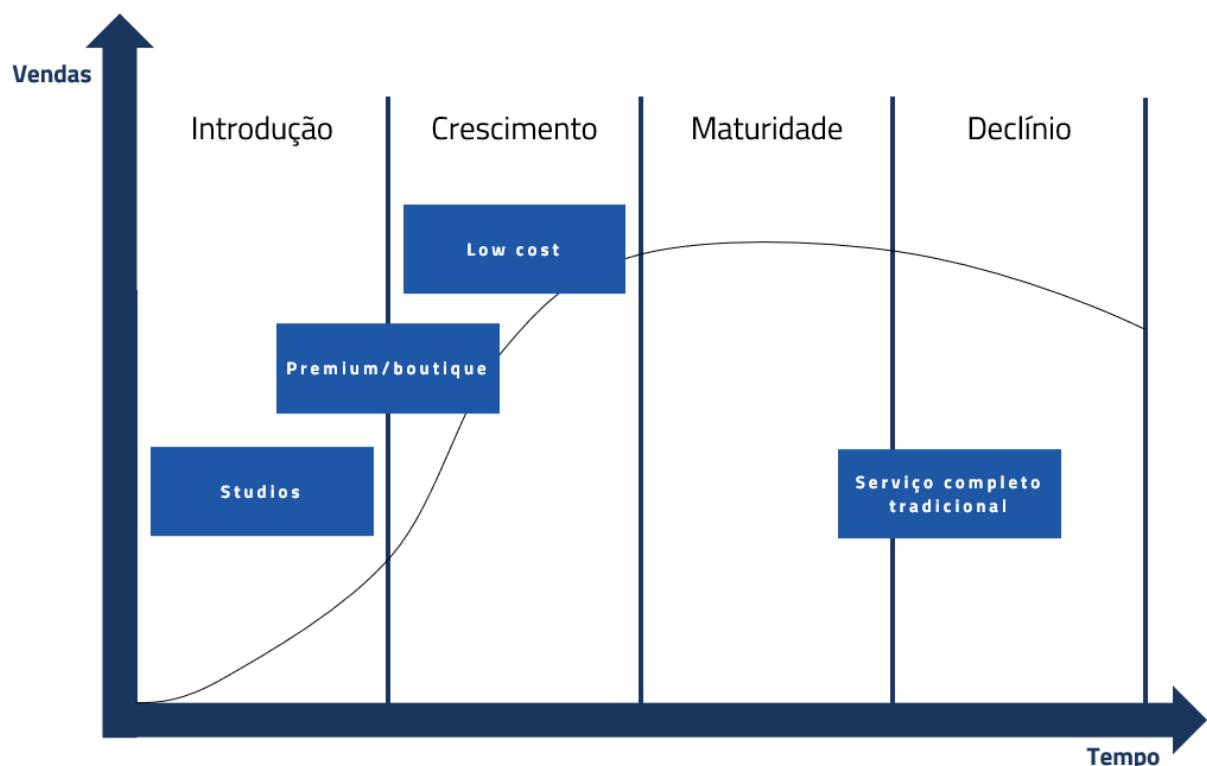
Ademais, a tendência de crescimento dos *studios* e das academias *premium/boutique*, apesar do tamanho de mercado limitado como foi dito, ocorre, principalmente, devido ao enfoque e a “premiunização”. A evidência pós-pandemia para estes segmentos indica uma retomada do crescimento de forma gradual, embora alguns consumidores estejam trocando estas alternativas pelos modelos digitais e em casa, que também oferecem enfoque.

Vale ressaltar também, que apesar das academias do serviço completo tradicional, marcado principalmente pelas academias de bairro, estarem perdendo clientes para os outros segmentos presenciais, alguns facilitadores tecnológicos fazem força contrária para mantê-las em operação. Um exemplo é o Gympass, fundado em 2012 e que funciona como benefício corporativo com coparticipação dos

colaboradores, em que as companhias empregadoras arcam com parte relevante do custo de assinatura, com planos de mensalidade entre R\$ 29,90 até R\$ 589,90, para que seus funcionários possam frequentar uma rede de academias conveniadas.

Considerando o exposto, realizou-se uma análise de ciclo de vida de cada segmento do presencial, de forma a compreender o curso de evolução da indústria e dos serviços atualmente ofertados, que se relacionam de forma estrita com a matriz BCG apresentada.

Figura 9 - Ciclo de vida para os segmentos de academias presenciais



Fonte: Elaborado pelo autor.

Por fim, foi feita uma síntese das tendências que impactavam o crescimento e ganho de participação dos modelos presenciais antes da pandemia e as primeiras evidências da trajetória que deve ser seguida nos próximos anos, considerando as implicações relevantes que a pandemia trouxe ao setor.

Quadro 8 - Resumo das tendências de crescimento e impacto da pandemia nos segmentos de academias presencias

Segmentação	Tendência pré-pandemia	Impacto da pandemia	Evidências iniciais pós-pandemia
Low cost	Crescimento acelerado com o aumento da procura pelo mercado de academias		Retomada expressiva do crescimento
Serviço completo tradicional	Perdendo market share para o low cost	Impacto bastante negativo nos segmentos presenciais devido às restrições governamentais e preocupação dos consumidores	Continuação da pressão de substituição da demanda por modelos mais eficientes
Premium/boutique	Crescimento dado pela “premiunização”		Continuação do crescimento e ganho de popularidade, mas com perdas para os modelos digitais e em casa
Studios			

Fonte: Elaborado pelo autor.

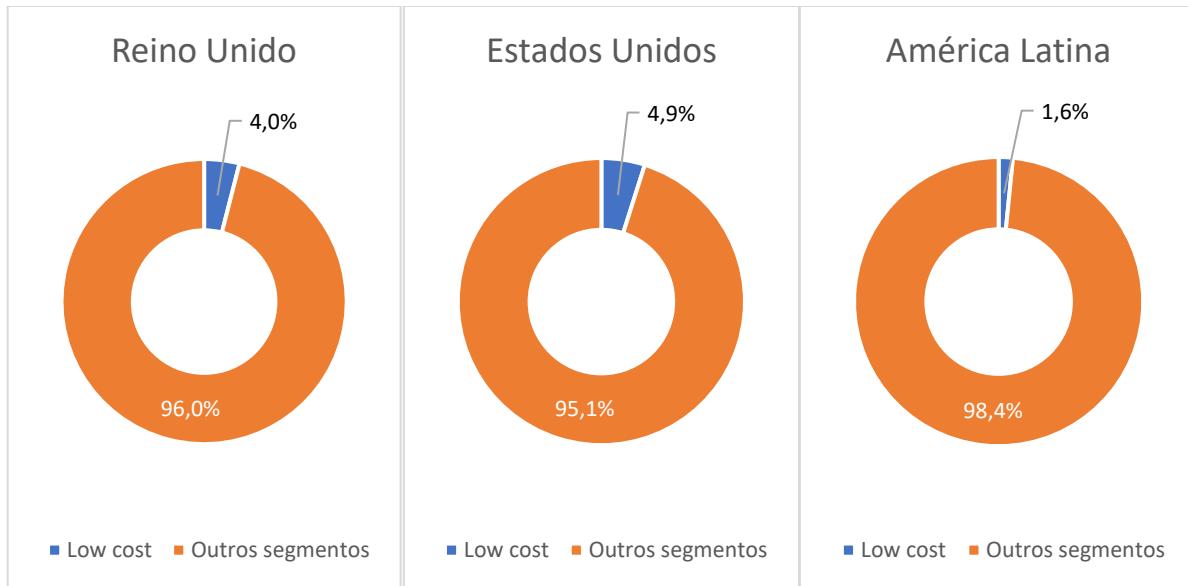
4.4 ASCENSÃO DO LOW COST

Como foi visto no item 4.1 (“Grupos estratégicos”), o *low cost*, foco deste estudo, é um segmento que se encontra em expansão e ganhando *market share* na indústria de academia. Nesta seção, apresentam-se algumas análises e destiques específicos deste segmento, buscando uma maior compreensão do ambiente a partir dos dados disponíveis.

Em primeiro lugar, o movimento de ascensão do *low cost* globalmente pode ser destacado em números, já que o crescimento deste segmento superou a expansão da indústria como um todo na última década. Desse modo, o *low cost* aumentou em aproximadamente nove vezes a sua participação no mercado do Reino Unido e em

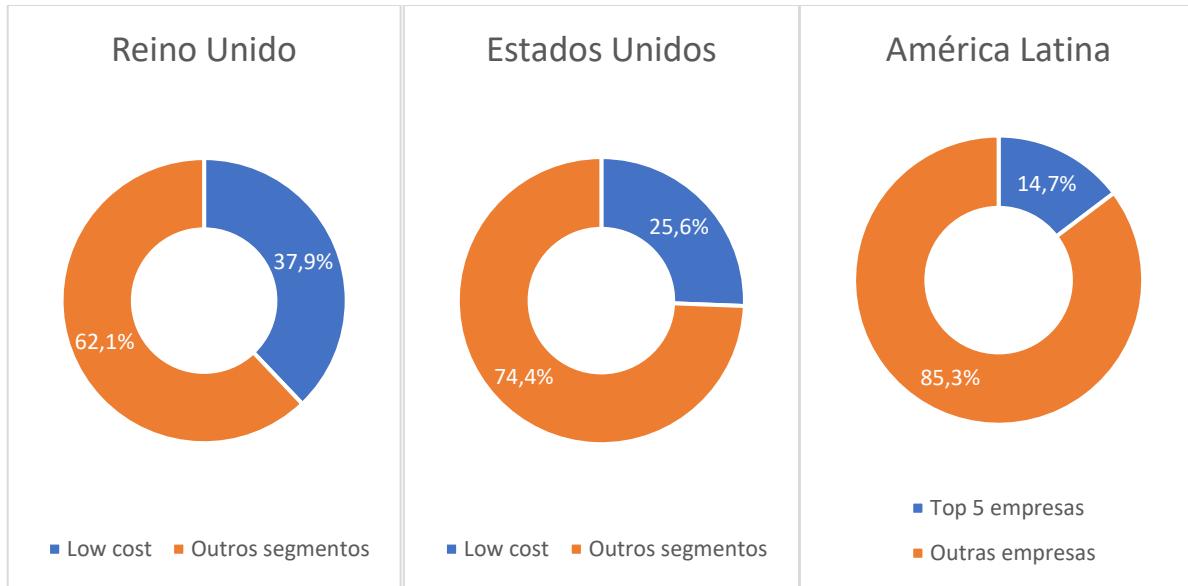
cinco vezes no mercado norte-americano entre 2011 e 2019 (IHRSA, 2020). Este mesmo movimento ocorreu na América Latina, mas atingiu um nível final pré-pandemia ainda bem menor, indicando que ainda há espaço para esta tendência.

Gráfico 24 - *Market share* do segmento *low cost* no setor de academias em 2011



Fonte: IHRSA Global Report 2020, elaborado pelo autor.

Gráfico 25 - *Market share* do segmento *low cost* no setor de academias em 2019

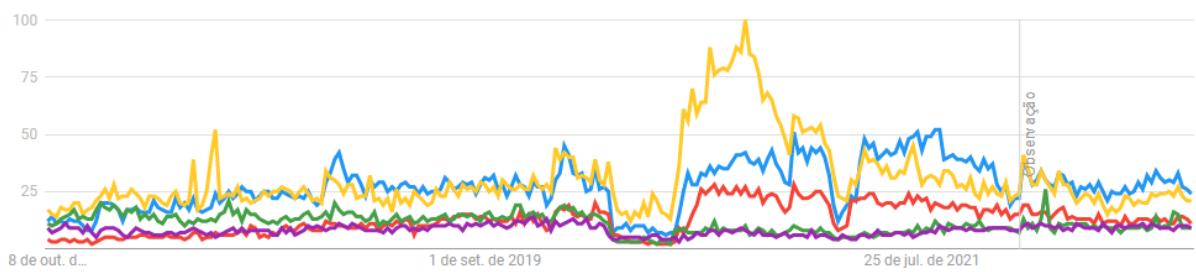


Fonte: IHRSA Global Report 2020, elaborado pelo autor.

Além disso, através do “Google Trends”, que é uma importante ferramenta de entendimento do interesse geral em assuntos a partir da utilização dos dados de procura por termos na maior empresa de busca da *Internet*, mostrou um interesse

crescente pelas academias *low cost*. Em especial, no período de pandemia, as academias *low cost* tiveram uma procura bem maior do que os outros segmentos, representados pela Bodytech (*premium*) e Velocity (*studios*), indicando a retomada expressiva que o *low cost* deve ter após o impacto da crise sanitária. De forma visual, o Gráfico abaixo apresenta o resultado encontrado na plataforma com a pesquisa dos termos “Smart Fit” (em amarelo), “Bluefit” (em azul), “Selfit” (em vermelho), “Bodytech” (em verde) e “Velocity” (em roxo).

Gráfico 26 - Interesse pelos termos “Smart Fit”, “Bluefit”, “Selfit”, “Bodytech” e “Velocity” no Brasil em pesquisas no Google entre 08/10/2017 e 01/10/2022



Fonte: Google Trends (2022), elaborado pelo autor.

Outra característica importante na indústria de academias e, em particular, no segmento *low cost* é a escala. Isto se deve ao fato de ser um negócio de capital intensivo, no qual a grandeza pode contribuir enormemente para uma liderança em custo e potencial oferecimento de menores preços. Assim, verifica-se que várias das redes com maior número de alunos do mundo atuam no segmento *low cost*.

Tabela 3 - Maiores redes de academia do mundo em número de alunos

Ranking	Empresa	Sede	Segmento
1º	Planet Fitness	Estados Unidos	<i>Low cost</i>
2º	Anytime Fitness	Estados Unidos	<i>Low cost</i>
3º	24 Hour Fitness	Estados Unidos	Tradicional
4º	Smart Fit	Brasil	<i>Low cost</i>
5º	Basic Fit	Holanda	<i>Low cost</i>
6º	McFit	Alemanha	<i>Low cost</i>
7º	Powerhouse Gym	Estados Unidos	<i>Premium</i>
8º	GoodLife Fitness	Canadá	<i>Studio</i>
9º	Crunch Fitness	Estados Unidos	<i>Studio</i>
10º	PureGym	Reino Unido	<i>Low cost</i>

Fonte: Apresentação Institucional – Maio 2022 (Smart Fit), elaborado pelo autor.

Por fim, mesmo que as maiores empresas *low cost* de cada região apresentem um *market share* já relevante do mercado de academias local, como é o caso da Smart Fit com 12,8% do mercado da América Latina, da Basic Fit (14,2% na França, Holanda e Bélgica), Puregym (18,6% no Reino Unido) e Planet Fitness (22,4% nos Estados Unidos) de acordo com os dados da associação mundial em 2019 (IHRSA, 2020), parece haver espaço para mais de uma rede, conforme o Quadro abaixo. Isto é um indicativo que a indústria de academias não é do tipo “o vencedor leva tudo” (“*winner takes all*”) e, portanto, um investimento de *Private Equity* em uma empresa que não é a maior do segmento, como a Smart Fit no Brasil, pode ser interessante.

Quadro 9 - Exemplos de grandes redes de academias *low cost* por país

País	Empresas
Reino Unido	PureGym e The Gym
Estados Unidos	Planet Fitness e Anytime Fitness
França	Basic Fit e Keep Cool
Alemanha	McFit e Clever Fit
Brasil	Smart Fit, Bluefit e Selfit

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.5 AS 5 FORÇAS COMPETITIVAS

Nesta seção, pretende-se analisar o ambiente competitivo da indústria de academias, mais especificamente do segmento *low cost*, sob a ótica do modelo das Cinco Forças Competitivas desenvolvido por Michael Porter, o professor da Harvard Business School. Este modelo é bastante conhecido na literatura e traz uma análise valiosa para a estratégia das empresas que constituem uma indústria, o entendimento de desafios e oportunidades, pontos de atratividade para investimentos e, inclusive, dinâmica de rentabilidade das companhias das empresas do setor.

Dessa forma, a Figura a seguir sumariza os resultados obtidos para os cinco pontos que moldam a competição: rivalidade entre os concorrentes, poder de negociação dos clientes, poder de negociação dos fornecedores, ameaça de entrada de novos concorrentes e ameaça de produtos substitutos.

Figura 10 - Forças de Porter para a indústria de academias



Fonte: Elaborado pelo autor.

4.5.1 Rivalidade entre os concorrentes

Como dito, a indústria de academias brasileira é grande e fragmentada, apresentando oportunidades de crescimento e aumento da penetração da população, que está ainda bem aquém de mercados mais desenvolvidos.

Os diversos segmentos presenciais atendem públicos relativamente diferentes, tornando a rivalidade menos intensa pelos mesmos clientes, e as inúmeras academias de bairro, com estratégia menos definida, estão perdendo participação para modelos mais bem estruturados, marcando uma rivalidade competitiva média.

No segmento *low cost*, especificamente, destacam-se apenas três redes, a Smart Fit, a Bluefit e a Selfit, ou seja, únicas com grande escala em nível nacional, o que representa uma grande vantagem para atender ao fator principal ganhador de pedido, o preço. Apesar de possuírem uma mesma estratégia genérica marcada pela liderança em custos, cada uma possui uma habilidade de criação de valor para o cliente por meio de uma diferenciação bastante clara, como é mostrado no Capítulo 5.

Por fim, existia uma quarta rede de academias *low cost* chamada de Just Fit, investida de dois fundos de *Private Equity*, a Stratus e a Lightrock. As 27 unidades da

rede, todas no estado de São Paulo, foram incorporadas pela Smart Fit em 2021 e passaram por mudanças de layout para operar sob a bandeira da líder do mercado.

4.5.2 Poder de negociação dos clientes

Na indústria como um todo e em especial no segmento *low cost*, a oferta de planos das academias, tanto redes como marcas de uma unidade, são bem padronizadas em relação ao preço, serviços disponíveis e flexibilidades de pagamento. Além disso, é pouco comum a possibilidade de adquirir vários planos, como para diferentes membros da família, e obter um desconto pelo volume. Desta forma, existe pouco espaço para negociação dos consumidores.

4.5.3 Poder de negociação dos fornecedores

Os principais fornecedores das academias são as fabricantes de equipamentos, os proprietários do espaço físico das unidades e os profissionais da área de Educação Física que atendem aos clientes das companhias. Considerando os fundamentos expostos abaixo, este item foi considerado como médio.

Em primeiro lugar, existe um número relativamente alto de fabricantes brasileiras e internacionais, que servem à indústria de academias, como Technogym, Life Fitness, Nautilus, Star Trac, Cybex, ICON Health & Fitness, Paramount, Precor e Movement. O poder de negociação destas empresas está completamente relacionado à qualidade dos equipamentos que fabricam, de forma que as empresas que oferecem menor qualidade acabam tendo que competir por preço, gerando baixo poder de negociação.

As academias do segmento *low cost* estão adotando um posicionamento de HVLP, como explicado no item 4.3 (“Processos Evolutivos”) e, portanto, adquirindo equipamentos de maior qualidade, que são até necessários, considerando a alta utilização a que estão expostos. Dito isto, o custo de mudança de uma marca para outra é baixo e a compra de grandes quantidades aumenta o poder de barganha das redes de academias.

Já os locadores do espaço físico acabam possuindo um poder de barganha alto, pois as empresas de academias buscam por locais de alta densidade populacional e fluxo de pessoas, buscando tornar o acesso mais fácil à rotina dos

clientes para obter atratividade contra os produtos substitutos. Assim, o aluguel dos pontos em que as academias estão localizadas tem alta demanda e podem ser facilmente arrendados para outras atividades, o que aumenta o preço e diminui o poder de negociação das companhias do setor.

Por fim, a Sociedade Brasileira de *Personal Trainers* (SBPT) estima que existam cerca 120 mil profissionais da área no Brasil, os quais estão mal distribuídos pelo País, com predominância nas regiões Sul e Sudeste (FERRAZ, 2021). A baixa oferta de profissionais em algumas regiões e o fato destes poderem ter maiores ganhos trabalhando de forma autônoma diminui o poder de barganha das academias em relação aos profissionais capacitados para trabalhar nesta função.

4.5.4 Ameaça de entrada de novos concorrentes

Por um lado, não existem barreiras regulatórias significativas, como patentes por exemplo, que dificultam o surgimento de novos *players*, e a lealdade dos consumidores com as academias que utilizam atualmente pode ser considerada relativamente baixa, principalmente no segmento *low cost*, onde o preço é o principal fator ganhador de pedido. Além disso, o custo de mudança de academia e cancelamento de planos não é alto, ao ponto de dificultar os novos entrantes.

Apesar disso, a escala já atingida por algumas redes pode representar uma barreira de entrada relevante para o surgimento de novos concorrentes. Este fator traz benefícios do lado da oferta, como na diluição dos custos fixos para as companhias com maior número de unidades, e também do lado da demanda, com o aumento da disposição de clientes a pagar por planos que permitem o uso de mais de uma unidade de uma rede.

Ademais, a alta necessidade de capital para início das operações, que envolve, entre outros, gastos com a compra de equipamentos e reforma das unidades, é outra barreira de entrada. Considerando a ponderação dos argumentos deste item, considera-se média a ameaça do surgimento de novos concorrentes.

4.5.5 Ameaça de produtos substitutos

Os produtos substitutos, que fazem parte do modelo de negócio digital/em casa, e incluem os equipamentos B2C, aplicativos e aulas online, ganharam tração

pelas condições impostas pelo Covid-19, mesmo que já sejam soluções anteriores à pandemia.

Além disso, treinos ao ar livre, como em parques, acompanhados por profissionais da área ou realizados de forma independentes com o auxílio de artigos de vestuário e aparelhos de medição estão cada vez mais desejados pelos consumidores. De forma adicional, a adoção de estruturas de academias em prédios/condomínios é uma tendência e pode causar perda de clientes para as academias presenciais, pois representa uma alternativa cômoda, já que exige pouco deslocamento, e gratuita, já que costuma estar inclusa no valor do condomínio. Assim, a ameaça de produtos substitutos pode ser considerada alta.

Apesar disso, é importante mencionar que várias das alternativas de produtos substitutos, com os equipamentos B2C, não proporcionam convívio social, o que pode ser visto como menos atrativo para parte significativa da população, conforme mostra uma pesquisa nos EUA, em que 42% dos entrevistados disseram que sentem falta de se exercitar com outras pessoas (IHRSA, 2021).

5 DIAGNÓSTICO DO PANORAMA CONCORRENCEIAL BRASILEIRO *LOW COST*

Como visto no item 4.2 do trabalho (“Estratégias competitivas genéricas”), o *low cost* se destaca pela estratégia genérica da liderança no custo total no contexto geral da indústria de academias. Dessa forma, nesta seção, pretende-se avaliar o cenário competitivo no âmbito do segmento *low cost* em particular, que é o principal tema do estudo. Para isso, foram analisadas as três principais redes que utilizam da tática da liderança em custos no Brasil (Smart Fit, Bluefit e Selfit), apresentando suas características, forças e fraquezas, diferenciações e críticas por parte dos clientes.

Conforme a Tabela abaixo elaborada a partir de dados estimados por informações públicas das próprias companhias, a Smart Fit é a maior rede tanto em número de unidades, quanto de clientes e métricas financeiras, seguida pela Bluefit e depois pela Selfit. A média de alunos é também maior na Smart Fit tanto por unidades, quanto por área, mas com a Selfit em segundo lugar neste quesito e a Bluefit em terceiro. Os maiores custos de mensalidade, por sua vez, foram encontrados na Bluefit, enquanto os menores são os da Selfit.

Tabela 4 - Comparação de métricas das principais redes de academia *low cost* brasileiras

		Bluefit	Smart Fit	Selfit
Modelo de Negócios	% Próprio / Franquia	61% / 39%	78% / 22%	94% / 6%
Métricas Operacionais	Presença Geográfica	Brasil	América Latina	Brasil
	# de Unidades	113	1.121 (615 no Brasil)	72
	# de Clientes	245 mil	3,07 milhões	160 mil
	Área Média por Unidade (m ²)	1.300	1.100	1.050
	# Média de Clientes por Unidade	2.168	2.827	2.222
	Clientes por m ²	1,67	2,57	2,12
	Mensalidade (R\$)	119,90-149,90	89,90-129,90	69,90-120,00
Métricas Financeiras	Receita Líquida 2019 (Pré-Pandemia)	R\$ 117 milhões	R\$ 1.984 milhões	R\$ 121 milhões
	EBITDA 2019 (Pré-Pandemia)	R\$ 21 milhões	R\$ 551 milhões	R\$ 9 milhões

Fonte: Sites das empresas e de relações com investidores (15/10/2022), elaborado pelo autor.

Essas academias trazem mais de um tipo de plano para seus clientes, sendo que no plano mais caro costumam existir facilidades para o pagamento, a opção de frequentar mais de uma academia da rede, entre outros benefícios.

Além disso, foi analisado o site “Reclame Aqui”, que traz comentários públicos de usuários, para entender a percepção de qualidade do serviço prestado por cada

uma das redes, bem como o atendimento recebido pelos clientes e a habilidade das empresas na resolução das reclamações dos clientes. Os problemas apontados pelos alunos foram basicamente os mesmos: cobranças indevidas, dificuldade de cancelamento e mau atendimento recebido, sendo bem poucos sobre estrutura física das academias e dos equipamentos. Nessa análise, o destaque positivo foi a Selfit, com nota 8,7 de 10, enquanto a Bluefit e a Smart Fit tiveram nota 7,6.

Figura 11 - Resultados do Reclame Aqui das principais redes de academia *low cost* brasileiras



Fonte: Reclame Aqui (15/10/2022), elaborado pelo autor.

De acordo com a matriz SWOT, foram sumarizados os fatores positivos e negativos no âmbito externo às companhias, ou seja, as oportunidades e ameaças que não estão sob controle dos acionistas e equipes de gestão das redes de academias *low cost*, mas que devem ser objeto de atenção dos mesmos.

Quadro 10 - Oportunidades e ameaças das principais redes de academia *low cost* brasileiras

Oportunidades	Ameaças
<ul style="list-style-type: none"> - Falência de concorrentes menores devido ao impacto da pandemia - Existência de regiões ainda mal atendidas - Crescimento da preocupação com a saúde - Aumento da busca por iniciativas digitais e por serviços complementares 	<ul style="list-style-type: none"> - Surgimento de novos concorrentes no segmento <i>low cost</i> com proposta de valor diferenciada - Crescimento da demanda pelos modelos digitais, em casa e studios - Aumento da atratividade das academias de bairro devido ao Gympass - Canibalização das unidades - Desvalorização do Real para compra de equipamentos importados - Alta necessidade de capital para manutenção e crescimento - Pressão inflacionária

Fonte: Elaborado pelo autor.

5.1 SMART FIT

A Smart Fit é o maior grupo do setor *fitness* da América Latina, com mais de 3,1 milhões de clientes. A primeira academia do grupo foi aberta em 1996 com o nome de Bio Ritmo, que existe até hoje e representa a marca *premium* da empresa (SMART FIT, 2022).

A primeira unidade com a marca “Smart Fit” foi inaugurada em 2009, trazendo para o Brasil o modelo *low cost*, que o fundador Edgard Corona viu em sua passagem no ano anterior nos Estados Unidos (SMART FIT, 2022). A ideia, então, foi construir uma plataforma escalável com equipamentos de alta qualidade de cardio e musculação e oferecimento de aulas coletivas focadas, dispensando os vários tipos de aulas e estruturas complicadas, que as academias brasileiras apresentavam. Dessa forma, a empresa poderia oferecer planos mais baratos e aumentar o número de alunos e nível de utilização dos equipamentos.

Desde então, a empresa recebeu apoio financeiro e estratégico de grandes fundos, como o Pátria Investimentos (líder brasileiro em investimentos de *Private Equity*), o GIC (fundo soberano de Singapura) e o Canada Pension Plan (fundo de pensão canadense) e cresceu enormemente, expandindo para 14 países da América Latina, o que tem sido um grande foco do time de gestão da companhia (SMART FIT, 2022). A Smart Fit busca construir academias em áreas metropolitanas com alta densidade e renda per capita, construindo uma rede de academias próximas para dominar a região, e oferece dois tipos de plano: (i) Smart (R\$ 89,90 mensais) com 47% dos alunos; e (ii) Black (R\$ 129,90 mensais) com 53% dos alunos, em dados de outubro de 2022 (SMART FIT, 2022).

O grupo tem se empenhado na construção de um ecossistema *fitness*, uma estratégia de enfoque em diferenciação, agregando outros serviços aos seus clientes, como *studios* (Race Bootcamp, Tonus Gym, Vidya Body & Mind, Jab House), o Smart Fit Nutri, aplicativo de orientação nutricional com suporte de especialistas e avaliações de refeições, e o Total Pass, um benefício corporativo de *fitness* e *wellness*. Além disso, a empresa deu bastante atenção à transformação digital, por meio do desenvolvimento do Smart Fit App e Smart Fit Go, buscando integrar suas atividades com a tecnologia e trazer uma experiência omnicanal aos seus clientes.

A companhia também realizou importantes aquisições no âmbito nacional, como a compra da Just Fit, grande rede de academias *low cost* do país com presença

no estado de São Paulo, e no internacional, como a rede de academias chilena O2 com 15 unidades e mais de 56 mil alunos na época (G1, 2018) e em segmentos complementares, como o Queima Diária, um aplicativo de *streaming* com aulas gravadas de atividade física.

Quadro 11 - Forças e fraquezas da Smart Fit

Forças	Fraquezas
<ul style="list-style-type: none"> - Maior escala para diluição de custos fixos, poder de barganha com fornecedores e “network effect” - Ecossistema fitness, com aplicativo de nutrição, streaming, benefício corporativo, academia premium e studios - Melhor “unit economics”, com maior número de clientes por unidade e por área - Integração das academias com a tecnologia para melhorar a experiência do cliente - Presença internacional - Empresas listada em bolsa, com maior acesso a capital 	<ul style="list-style-type: none"> - Academias muito cheias em horários não comerciais - Pouca oferta de aulas coletivas - Fragilidade causada pela pandemia

Fonte: Elaborado pelo autor.

5.2 BLUEFIT

A Bluefit foi fundada em Santo André em maio de 2015 por Fernando Nero (CEO até 2019) e é a segunda maior rede de academias *low cost* do Brasil com 113 unidades, sendo 69 próprias e 44 no modelo de franquia nas cinco regiões do país (BLUEFIT, 2022). A empresa recebeu aporte do fundo Leste *Private Equity* desde 2016, quando ainda estava em seu início.

Dentro do segmento *low cost*, a rede possui uma estratégia genérica de enfoque em diferenciação a partir da oferta de 46 tipos de aulas diferentes de cinco categorias: artes marciais, velocidade, flexibilidade corporal e mental, resistência muscular e danças (BLUEFIT, 2022). Dessa forma, a empresa se propõe a entregar um serviço extra comparado às outras academias do segmento por um preço superior, mas ainda menor que a média das redes de outros segmentos presenciais. A companhia possui três planos: (i) Blue (R\$ 119,90 mensais); (ii) Gold Pro (R\$ 129,90 mensais); e (iii) Gold Fit (R\$ 149,90 mensais), sendo os mais caros com benefícios adicionais, e oferece academias com equipamentos de alto padrão e disponíveis 24h por dia, em sua maior parte.

Como ponto negativo, pode ser citado o fato de que a companhia ainda não realizou a transformação digital, estando atrás de suas duas principais concorrentes neste quesito que teve alta adesão durante o período da pandemia no país.

Por fim, considerando a alta demanda no IPO de sua concorrente Smart Fit, a empresa tentou fazer a abertura de seu capital em 2021, em uma oferta em que buscava recursos primários para fortalecer seu balanço pós pandemia e suportar o crescimento orgânico e a estratégia de recompra de franquias (EXAME, 2021).

Quadro 12 - Forças e fraquezas da Bluefit

Forças	Fraquezas
<ul style="list-style-type: none"> - Alta variedade e disponibilidade de aulas coletivas para os clientes - Operação aberta 24 horas na maioria das unidades - Flexibilidade de pagamento de taxa de matrícula, manutenção ou cancelamento - Equipamentos dos melhores fornecedores - Marca conhecida nas cinco regiões do país 	<ul style="list-style-type: none"> - Viabilidade do modelo de negócio a partir de planos mais caros - Ausência de atuação no segmento digital - Menor porte que a sua principal concorrente - Menor número de clientes por unidade e área - Fragilidade causada pela pandemia

Fonte: Elaborado pelo autor.

5.3 SELFIT

Fundada em 2012 em Salvador pelo empresário Leonardo Pereira, a Selfit é a terceira maior rede de academias *low cost* do Brasil e a com melhor avaliação pelos usuários no Reclame Aqui. A empresa recebeu investimento do fundo americano de *Private Equity* H.I.G. Capital, que possui foco em empresas pequenas e médias, quando ainda tinha apenas 5 unidades (EXAME, 2022).

A rede possui uma estratégia genérica de enfoque em diferenciação geográfica no segmento *low cost*, buscando também atender cidades do interior do Brasil, na qual a oferta de academias atrativas ainda é baixa e, portanto, tem como foco para seu crescimento as regiões Nordeste, Centro-Oeste e Norte (EXAME, 2022).

A empresa é a que oferece menores preços para o consumidor em seus dois planos: Plus (R\$ 69,90 mensais) e Light (R\$ 120,00 mensais), dado que atua em regiões de menor renda e quer atrair, especialmente, a classe C (EXAME, 2022).

Além disso, a companhia tem sido bastante ativa na transformação digital, como lançamento do modelo Self Digital, na qual o aluno recebe orientações por fone de ouvido nas unidades da rede para 19 modalidades de treinos gravadas por influenciadores *fitness* e pela aquisição de participação no aplicativo gaúcho We Burn, em 2021, promovendo conteúdo de digital *fitness* B2B e B2C. Ademais, a Selfit divide suas unidades em 6 espaços: Intense, Extreme, Move, Speed, Velo e Force,

personalizados para os tipos de treino que o aluno deseja realizar, e oferece treinos ao ar livre, como atividades na praia ou clubes de corrida.

A Selfit também protocolou pedido de IPO em 2021, afirmando que buscava capital para crescimento orgânico e aquisições (UOL, 2021). No prospecto da oferta, a empresa indicava que estava desenvolvendo um novo canal de expansão através de franquias, que ainda está em estágio bem incipiente e menos estruturado quando comparado às suas concorrentes.

Quadro 13 - Forças e fraquezas da Selfit

Forças	Fraquezas
<ul style="list-style-type: none"> - Avaliação positiva do serviço e atendimento pelos usuários - Presença em locais com menor competição - Plataforma digital (We Burn) e omnicanalidade - Orientação nutricional e parceria com empresas - Aulas off-site, promovendo engajamento dos clientes - Equipamentos dos melhores fornecedores 	<ul style="list-style-type: none"> - Menor porte que a sua principal concorrente - Estratégia de franquias ainda inicial - Concentração geográfica (Nordeste e Norte) - Menor margem nos níveis pré-pandemia - Fragilidade causada pela pandemia

Fonte: Elaborado pelo autor.

5.4 RECEITAS, CUSTOS E DESPESAS

Outro ponto importante para análise da atratividade de um investimento é o entendimento da estratégia prática de captura de valor do potencial da empresa investida, através da compreensão de suas principais fontes de receita e linhas de custos e despesas, que, por sua vez, são diretamente afetadas pelo panorama concorrencial. Assim, apresentam-se a seguir estes principais pontos para as redes de academias *low cost*.

Fontes de receita:

- Planos mensais: em geral, é a origem da parcela mais relevante do faturamento das companhias do segmento e se refere ao *ticket* mensal pago pelos alunos das unidades de academias próprias das redes pelo direito de frequentar as unidades e usar seus serviços. Na maior parte das academias, há mais de um plano para que o cliente possa escolher conforme a sua preferência por preço e benefícios adicionais oferecidos.
- Receitas provenientes das franquias: para as academias que possuem franquias, são cobradas (i) taxa de franquia, um valor fixo e cobrado uma única

vez do franqueado, na assinatura do contrato, pela concessão do uso da marca e serviços de apoio inicial; (ii) *royalties*, uma taxa mensal cobrada como porcentagem do faturamento bruto do franqueado pelo uso da marca e apoio operacional; e (iii) taxa de *marketing*, também variável em função do faturamento bruto do franqueado e utilizado financiar ações de promoção da marca.

- Outras receitas secundárias: se referem a serviços complementares oferecidos pelas redes de academia nas unidades, como acompanhamento de *personal trainer* para os alunos, uso da academia avulso para quem não tem plano mensal (“*day use*”) e pagamento por aula de modalidade avulsa. Além disso, algumas redes cobram pelo uso das funcionalidades dos seus aplicativos de conteúdo digital.

Custos e despesas:

- Ocupação: abrange custos da matriz e das unidades de academias próprias, no que se refere essencialmente ao aluguel, energia e água. Nas franquias, estes desembolsos são encargos do franqueado.
- Impostos: tributos cobrados pelo governo sobre o faturamento bruto, como o Programa de Integração Social (PIS), a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) e o Imposto Sobre Serviço (ISS), além do Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social (CSLL) incidentes sobre o lucro tributável.
- *Marketing* e vendas: desembolsos com a promoção da marca com o intuito de aumentar o número de clientes e parcialmente financiados pela taxa de *marketing* cobrada dos franqueados.
- Assessoria ao franqueado: inclui gastos relacionados aos valores recebidos (i) pela taxa de franquia, como um treinamento inicial para o franqueado, assistência na instalação e suporte na abertura das unidades; e (ii) pelos royalties, como treinamentos adicionais aos franqueados e suporte na operação.
- Pessoal: refere-se ao salário e bonificações dos funcionários (i) das áreas administrativas da matriz, como financeiro, *marketing*, jurídico, comercial, recursos humanos, entre outros; e (ii) da operação das academias, como recepcionistas, professores das modalidades e *personal trainers*.

- Depreciação: despesa contábil relacionada à desvalorização dos ativos imobilizados das academias, como os equipamentos de ginástica.
- Sistemas: pagamento pelo uso de softwares e sistemas de gestão empresarial para controle dos dados e fluxos de informações das companhias.
- CAPEX (“despesas em bens de capitais”): abrange montantes dependidos em duas atividades de investimento específicas das unidades próprias, (i) a manutenção; de forma a manter o local e equipamentos em bom estado para uso dos alunos; e (ii) a abertura de novas unidades, englobando valores destinados à obra de execução do projeto arquitetônico e à aquisição dos equipamentos de ginástica. No caso das franquias, estes gastos são de responsabilidade do franqueado.
- Recompra de franquias: consiste na aquisição de franquias da marca e transformação destas em unidades próprias da rede. Este gasto não é necessário para o funcionamento das operações, mas seria um movimento de investimento que a companhia pode fazer, obedecendo as cláusulas previstas nos contratos com seus franqueados, na busca de aumentar seu faturamento.

Além das atividades operacionais e de investimento relacionadas às linhas descritas anteriormente e à variação de capital de giro, a geração de caixa das redes de academias, outro indicador significativo na ótica de um investidor, considera também atividades de financiamento. Estas incluem operações financeiras, como emissão de dívida, amortização do principal e pagamento de juros, injeção de capital e pagamento de dividendos para remunerar os acionistas.

Vale também mencionar que as novas unidades de academias abertas pelas redes possuem gastos iniciais bastante relevantes tanto de construção quanto de custos fixos necessários para funcionar, e costumam seguir uma curva crescimento das margens operacionais na medida em que o número de alunos da unidade aumenta (fenômeno conhecido por “maturação”), passando pelo ponto de equilíbrio (“*breakeven*”), em que as margens se tornam positivas.

A existência de custos fixos relevantes no segmento, que é independente do volume de alunos das redes, contribui para explicar o motivo da tese de consolidação do mercado e do surgimento do modelo *low cost* apresentar sentido, já que a grandeza da companhia e o maior número de alunos podem gerar economias de escala, reduzindo o custo médio pela diluição dos custos fixos em uma base maior.

5.5 EXPECTATIVA DE RETORNO

Por fim, a análise da concorrência, em especial de empresas listadas, é importante como referência para o entendimento da expectativa de múltiplo para precificação de uma transação de aquisição de participação em uma rede brasileira de academias do segmento *low cost* através do método da avaliação relativa, que considera que a potencial investida deve ser avaliada conforme a referência de ativos semelhantes baseados em suas métricas financeiras.

A Tabela a seguir ilustra os múltiplos implícitos de empresas comparáveis negociadas em bolsa de valores, sendo importante dizer que caso uma gestora de *Private Equity* resolva investir em uma companhia de capital fechado do setor no Brasil, é esperado um desconto sobre os múltiplos apresentados, devido à iliquidez do investimento e outros fatores, como a menor escala do que as empresas apresentadas na Tabela, por exemplo.

Tabela 5 - Métricas e múltiplos de mercado de empresas comparáveis

Nome da Empresa	País	Modelo de Negócios	Market Cap USD (milhões)	Enterprise Value USD (milhões)	EV/Receita Líquida		EV/EBITDA		P/E		19-'22E CAGR de Receita Líquida	19-'22E CAGR de EBITDA	2022 Margem EBITDA			
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E			
Academias Brasileira																
Smart Fit	Brasil	Low Cost	1.939	2.554	4,5x	2,9x	2,2x	22,1x	9,9x	7,2x	NM	30,7x	18,2x	14,3%	0,9%	20,4%
Academias Internacionais																
Planet Fitness	Estados Unidos	Low Cost	5.516	7.486	8,2x	6,9x	6,2x	21,0x	17,2x	15,0x	42,9x	31,2x	25,2x	12,6%	8,3%	39,0%
Life Time Fitness	Estados Unidos	Premium	2.034	5.945	3,2x	2,6x	2,3x	22,8x	13,7x	11,7x	NM	48,6x	20,8x	(1,2%)	(13,4%)	14,1%
Basic Fit	Holanda	Low Cost	1.664	3.665	4,6x	3,4x	2,8x	10,7x	7,7x	6,3x	86,7x	22,5x	15,1x	16,0%	33,5%	46,5%
Xponential Fitness	Estados Unidos	Premium	526	800	3,6x	3,0x	2,5x	11,4x	8,3x	6,4x	107,5x	18,2x	12,6x	20,1%	NM	31,5%
F45 Training	Estados Unidos	Premium	321	374	2,9x	2,8x	2,1x	15,5x	9,5x	5,9x	NM	13,5x	8,1x	12,1%	22,7%	19,5%
The Gym	Reino Unido	Low Cost	236	693	3,2x	2,6x	2,2x	7,7x	5,9x	5,0x	127,0x	17,2x	9,9x	7,3%	15,0%	41,2%
Viva Leisure	Austrália	Health Club	66	229	3,1x	2,4x	2,1x	20,7x	10,7x	8,5x	87,2x	9,8x	6,9x	41,7%	22,9%	14,8%
Mediana do Grupo					3,2x	2,8x	2,3x	15,5x	9,5x	6,4x	87,2x	18,2x	12,6x	12,6%	18,8%	31,5%
Média do Grupo					4,1x	3,4x	2,9x	15,7x	10,4x	8,4x	90,3x	23,0x	14,1x	15,5%	14,8%	29,5%
Equipamentos de Academias Internacional																
Peloton	Estados Unidos	Home Fitness	2.856	3.975	1,3x	1,2x	1,2x	NM	NM	23,5x	NM	NM	NM	36,7%	NM	(14,5%)
Technogym	Itália	Home Fitness	1.386	1.341	1,9x	1,7x	1,6x	10,4x	9,0x	7,9x	20,8x	17,5x	14,9x	1,9%	(0,2%)	18,5%
Média do Grupo					1,6x	1,5x	1,4x	10,4x	9,0x	15,7x	20,8x	17,5x	14,9x	19,3%	(0,2%)	2,0%
Mediana Global					3,2x	2,7x	2,2x	15,5x	9,5x	7,6x	86,9x	18,2x	14,9x	13,5%	11,6%	20,0%
Média Global					3,7x	3,0x	2,5x	15,8x	10,2x	9,7x	78,7x	23,3x	14,6x	16,1%	11,2%	23,1%

Fonte: Capital IQ - Plataforma de inteligência financeira (31/10/2022), elaborado pelo autor.

Ademais, de acordo com o estudo realizado, foi também apresentado como espera-se que um investimento neste segmento crie valor e traga retornos positivos para um investidor.

Drivers de criação de valor para o investimento:

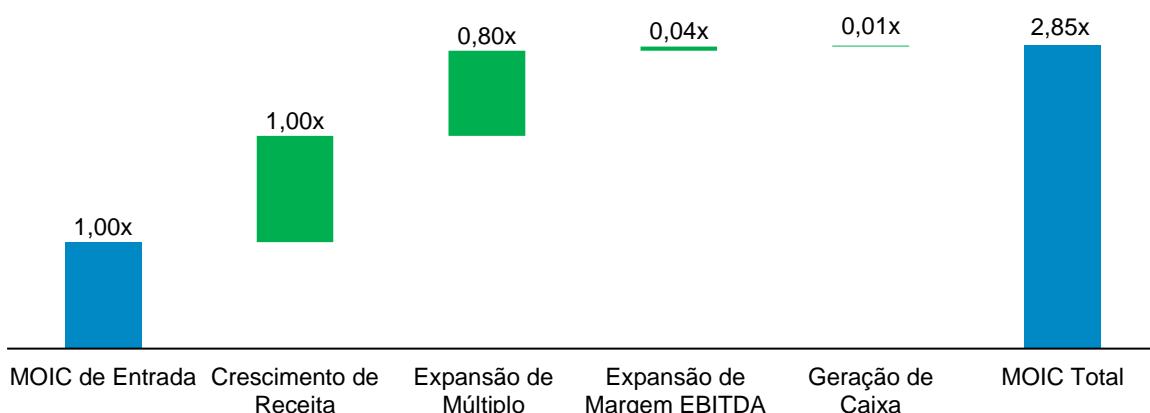
- Crescimento de receita: considerando a baixa penetração do mercado de academias na população brasileira quando comparada com países mais desenvolvidos, o aumento da preocupação com saúde e a maior disponibilidade de academias próximas aos potenciais clientes, a expectativa é de um aumento bastante relevante no *top line*, influenciado, principalmente, pelo aumento no volume de clientes em unidades já existentes da rede investida e em outras unidades que serão inauguradas.
- Aumento de margem EBITDA (“*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*”): o modelo *low cost* já apresenta uma alta eficiência operacional e maiores margens quando comparado a outros segmentos de academias presenciais. Além disso, existe pouco espaço para aumento real de preço (acima da inflação de custos), principalmente devido ao perfil dos clientes que frequentam este tipo de academia, sendo atraídos pelo preço como fator ganhador de pedido. Assim, projeta-se que o aumento de margem seja pouco expressivo durante o período do investimento e devido, sobretudo, pela maturação das academias e, também, que este aumento será parcialmente anulado pela abertura de novas unidades que ainda estarão maturando no momento da saída.
- Expansão de múltiplo: o sucesso de algumas realizações durante o período de investimento, como, por exemplo, a criação de uma rede com maior escala, a implantação de um time de gestão profissionalizado na companhia e mecanismos de governança robustos (temas que os fundos de *Private Equity* costumam contribuir de forma significativa), o avanço da agenda ligada à transformação digital da companhia ou até a realização do investimento em um momento de mercado propício, podem propiciar que o investidor venda a sua participação na investida por um múltiplo de EBITDA, métrica bastante comum na especificação do valor da firma em investimentos de PE) maior do que a base de especificação do seu “*valuation*” de entrada no mesmo. Espera-se que este fator traga uma valorização significativa ao investimento na rede de academias, tendo em vista a execução do plano de desenvolvimento da investida pelo time

de gestão da companhia em conjunto com a participação ativa de funcionários da gestora de *Private Equity* envolvida.

- Geração de caixa da companhia: através do fluxo das atividades operacionais, de investimento e de financiamento, a companhia pode ser capaz de apresentar uma variação de caixa positiva durante o período do investimento. Esta geração de caixa, se já não tiver sido utilizada para o pagamento de dividendos, remunerando o investidor e contribuindo para suas métricas de retorno mesmo antes da venda da participação na investida, irá diminuir a dívida líquida e, portanto, valorizar o valor pertencente aos acionistas (“*Equity Value*”), mesmo que mantidas as demais condições e o valor da firma como um todo (“*Enterprise Value*”). Porém, espera-se que esta linha seja pouco significativa para o resultado do investimento, visto que os investimentos no crescimento da investida, que consomem caixa, deverão ser bastante significativos.

Dessa forma, para que o investimento seja considerado atrativo ao investidor de *Private Equity*, ele deve ser capaz de projetar retornos de TIR e MOIC próximos aos esperados pelos fundos para a sua aprovação, conforme visto no Capítulo 2 (“Fundamentação Teórica”), alcançando um valor bruto de cerca de 2,85 vezes o capital total investido (GOMPERS, 2015). O Gráfico a seguir mostra a reconciliação do MOIC, com números fictícios, apenas para ilustrar o que se espera de um investimento em uma rede de academias *low cost* brasileira.

Gráfico 27 - Exemplo de reconciliação de MOIC (criação de valor) para um investimento em uma rede de academias *low cost* brasileira



Fonte: Elaborado pelo autor e meramente ilustrativo.

6 CONCLUSÕES

6.1 OBJETIVOS ALCANÇADOS

Este Trabalho de Formatura, desenvolvido no contexto da conclusão da graduação em Engenharia de Produção na Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, se concentrou no estudo da atratividade da indústria de academias e, em especial, do segmento *low cost* para um investimento de uma gestora de *Private Equity*, considerando fatores como perspectivas de crescimento de longo prazo, perfil das margens (estrutura de custos e proposição de valor), principais *drivers* de retorno do investimento, impacto da pandemia do Covid-19 e, inclusive, disponibilidade de empresas para execução do investimento propriamente dito.

Dessa forma, o estudo buscou entender três principais esferas: (i) o mercado, incluindo o perfil dos clientes, a conjuntura macroeconômica, o histórico e as perspectivas futuras; (ii) o ambiente competitivo, abrangendo os principais grupos estratégicos atuantes na indústria de academias, suas estratégias competitivas genéricas, nível de evolução e forças competitivas; e (iii) o cenário concorrencial, compreendendo as táticas das principais empresas brasileiras que se posicionam no segmento *low cost* e a estrutura de captura de valor, que pode ter suas margens operacionais diretamente impactadas pela concorrência do segmento.

Assim, foram aprofundados nos méritos do exercício de um investimento no segmento de academias de baixo custo, mas também nos riscos envolvidos nesta operação e que podem causar perdas no capital investido. Além disso, o estudo se concentra na ótica de um investidor de *Private Equity*, que possui algumas particularidades, principalmente no que tange à baixa liquidez deste modelo e, portanto, foram também considerados aspectos relacionados ao momento atual para uma transação, a capacidade de criação de valor que um fundo de PE pode aportar para uma empresa do segmento e as opções de saída/realização do investimento.

Assim sendo, destacam-se a seguir os principais méritos e considerações advindos deste estudo como parte do cumprimento dos seus objetivos.

6.1.1 Méritos de uma transação

1. **Aumento na disponibilidade de empresas-alvo:** o aumento dos juros e as condições desfavoráveis do mercado de capitais geram oportunidades de investimento para *Private Equity*, dado que outras fontes de capital para as empresas, como os empréstimos bancários e os IPOs, estão mais caros e menos acessíveis.
2. **Oportunidade em empresas líderes do segmento:** Embora fragilizadas pelos fechamentos provocados pela pandemia, há um potencial ganho de *market share* pelas companhias sobreviventes devido ao grande número de academias que faliram durante a pandemia.
3. **Tendência de saúde, bem-estar e autocuidado, potencializada pela crise sanitária do COVID-19:** a pandemia acelerou as mudanças estruturais na relação da população com a saúde, beneficiando setores como o de academias e de alimentos saudáveis.
4. **Modelo *high value low price* comprovado internacionalmente:** a oferta de serviços de alto valor a um preço mais baixo já está comprovada por *players* internacionais como Planet Fitness, Basic-Fit e The Gym, que demonstram um sólido histórico de crescimento e retornos atrativos.
5. **Mercado subpenetrado e fragmentado com potencial de crescimento orgânico:** o setor no Brasil ainda está aquém da situação de mercados mais desenvolvidos e há uma tendência de aumento de penetração, particularmente com a retomada pós-covid.
6. **Potencial de crescimento inorgânico:** além de oportunidades de fusões de companhias com ganho de sinergias, existe também o potencial de arbitragem de múltiplo via recompra de franquias em várias das companhias que operam neste segmento.
7. **Smart Fit como empresa comparável no mercado de capitais:** o IPO da Smart Fit em julho de 2021 criou um *player* listado que negocia a múltiplos atrativos e seria um comparável claro em um eventual IPO para dar saída ao investimento de um *Private Equity* em uma outra rede.

6.1.2 Riscos e considerações de uma transação

1. **Cenário competitivo:** A Smart Fit é um *player* capitalizado e com maior escala que está executando uma estratégia de precificação e expansão agressiva. Além disso, a Smart Fit está mais avançada na construção de um ecossistema com ofertas de *fitness* digital do que a maioria das redes menores.
2. **Crescimento do *fitness* digital e de modelos de treino em casa:** risco de redução do mercado potencial por conta da competição com o *fitness* digital ou “*Do It Yourself*”, que cresceu fortemente durante a pandemia. Ademais, empresas de *hardware*, como a Peloton, já oferecem soluções unindo o físico e o digital para clientes que preferem a opção de treinar em casa.
3. **Crescimento de *marketplaces*:** plataformas como o Gympass podem aumentar significativamente o alcance das academias locais/de bairro e tornar esses *players* menores mais atrativos para o consumidor.
4. **Expansão via franquias:** as academias que utilizam de um modelo de franqueamento apresentam um desafio grande de manutenção da qualidade do serviço, que pode refletir mal no nível de satisfação dos clientes.
5. **Pressão de custos pode colocar modelo *low cost* em cheque:** com a alta da inflação, as companhias estão sofrendo uma pressão de custos que vai exigir um repasse de preço, reduzindo a sua diferença em relação ao serviço tradicional completo e, consequentemente, sua proposta de valor.
6. **Canibalização:** o adensamento das principais praças pode gerar canibalização das unidades existentes, ou seja, investir em novas unidades pode não gerar receita adicional.
7. **Custo de manutenção:** o modelo de negócios é de capital intensivo, com custo fixo alto e alavancagem operacional alta. Ademais, é necessário CAPEX de manutenção para manter as academias em bom estado e atualizadas com as últimas tendências do setor, representando um investimento que pode não gerar receita adicional.
8. **Clientes que não comparecem:** por conta do menor preço dos planos, o modelo *low cost* conseguiu atrair muitos clientes impulsivos e que acabam não utilizando o serviço, o que representa um risco de perda de alunos no curto prazo.

9. **Dificuldade de precificação da transação:** dado que os resultados de 2020 e 2021 das companhias do segmento foram piores, tendo sido impactados pelo fechamento da pandemia, uma transação seria precificada em cima de um resultado mais incerto. Isto poderia ser mitigado, de certa forma, com uma transação estruturada, incluindo cláusulas de proteção ao investidor para o caso do resultado base da precificação não se concretizar.
10. **Estratégia de saída limitada:** caso um IPO não seja viável, a saída de um investimento seria pela venda a um outro investidor financeiro ou para um *player* do setor, sendo limitada a poucos potenciais compradores caso a companhia investida atingisse um grande porte, visto que o setor ainda é fragmentado.

Por fim, vale mencionar que o aprofundamento no tema escolhido contribui para o aprendizado de possíveis investidores, podendo resultar no aumento do conforto e convicção destes para aportar capital e contribuir ao desenvolvimento da indústria de academias brasileira, podendo trazer impactos positivos para o condicionamento físico, saúde e bem-estar da população, para redução da inatividade e da perda de produtividade dos trabalhadores por questões relacionadas e para a geração de empregos em toda cadeia e mercados adjacentes à indústria estudada.

6.2 SUGESTÕES PARA FUTUROS ESTUDOS

De forma qualitativa e apoiada por números de outras pesquisas, o estudo focou no entendimento da indústria como um todo. Desta forma, para que um fundo de *Private Equity* pudesse prosseguir com um investimento em uma companhia do setor, seria importante que fossem analisados pontos relacionados à empresa específica que esteja sendo examinada, como sua estratégia e posicionamento competitivo dentro do segmento *low cost*, localização geográficas das unidades existentes, resultados financeiros e operacionais consolidados e de uma única academia (“*unit economics*”) e competência do time de gestão para execução do plano de crescimento, bem como aspectos relacionados à transação, como a negociação do preço, estrutura da operação, governança que a gestora de PE teria na empresa e remuneração/alinhamento de interesses com o time de gestão.

REFERÊNCIAS

ABDI. AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital: 2º Censo Brasileiro.** Brasília, 2009.

ABVCAP. Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/IndustriaPEVCSobreSetor/21.pdf>. Acesso em: 03 out. 2022.

ACAD - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ACADEMIAS. Mercado mundial fitness: principais players e mudanças no top 10. **ACAD Brasil**, n. 82, 2018. Disponível em: <https://www.acadbrasil.com.br/wp-content/uploads/2019/03/edicao-82.pdf>. Acesso em: 6 ago. 2022.

ACSM - AMERICAN COLLEGE OF SPORTS MEDICINE. Worldwide Survey of Fitness Trends for 2021. Disponível em: https://journals.lww.com/acsm-healthfitness/Fulltext/2021/01000/Worldwide_Survey_of_Fitness_Trends_for_2021.6.aspx?context=FeaturedArticles&collectionId=1. Acesso em: 6 ago. 2022.

ALMEIDA, Márcia. **Mercado fitness em alta movimenta economia global**, 2021. Disponível em: <https://esbrasil.com.br/mercado-fitness/>. Acesso em: 6 ago. 2022.

ALVES, Soraia. **Google aponta tendências dos brasileiros para 2021**: cuidar da saúde e estudar são as prioridades. B9, 2020. Disponível em: <https://www.b9.com.br/136881/google-aponta-tendencias-dos-brasileiros-para-2021-cuidar-da-saude-e-estudar-sao-as-prioridades/>. Acesso em: 03 out. 2022.

AMAZON. **Manufacturing Strategy: Text and Cases**. 1999. Disponível em: <https://www.amazon.com.br/Manufacturing-Strategy-Cases-Terry-Hill/dp/0256230722>. Acesso em: 03 out. 2022.

ANDREASSON, Jesper; JOHANSSON, Thomas. The Fitness Revolution: Historical Transformations in the Global Gym and Fitness Culture. **Sport science review**, v. 23, n. 3-4, p. 91-112, 2014.

ANVISA. Ministério da Saúde. Resolução-RDC nº 273, 22 de Setembro de 2005. Disponível em: https://bvsms.saude.gov.br/bvs/saudelegis/anvisa/2005/rdc0273_22_09_2005.html. Acesso em: 12 abr. 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ACADEMIAS. O Fitness na Economia Mundial. Brasil tem capítulo exclusivo em pesquisa. **ACAD Brasil**, n. 99, 2022. Disponível em: <https://acadbrasil.com.br/wp-content/uploads/2022/08/edicao-99.pdf>. Acesso em: 5 set. 2022.

B3. Fundos de Investimento em Participações (FIP). Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimento-em-participacoes-fip.htm. Acesso em: 03 out. 2022.

BCB. Banco Central do Brasil. Taxas de juros básicas. Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom e evolução da taxa Selic. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 10 nov. 2022.

BLUDEFIT. A sua academia. Disponível em: <https://ri.bludefit.com.br/>. Acesso em: 5 set. 2022.

CARVALHO, M. M.; LAURINDO, F. J. B. **Estratégia Competitiva: Dos Conceitos à Implementação.** São Paulo: Atlas, 2010.

CLUB INTEL. The Financial Fuel Behind the Fitness Industry's Growth in the 21st Century. Disponível em: <https://www.club-intel.com/wp-content/uploads/The-Financial-Fuel-Behind-the-Fitness-Industries-Growth-in-the-21st-Century.pdf>. Acesso em: 03 nov. 2022.

CNN BRASIL. **Mercado fitness:** Academias recuperam 88% dos alunos após reabertura, 2020. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/business/mercado-fitness-academias-recuperam-88-dos-alunos-apos-reabertura/>. Acesso em: 12 abr. 2022.

Cola da web. **Envelhecimento Populacional:** Causas e Consequências. Geografia. Disponível em: <https://www.coladaweb.com/geografia/envelhecimento-populacional-causas-e-consequencias>. Acesso em: 03 nov. 2022.

EVANS, Alex; MCQUEEN, Geoff. **Three Myths of the Digital Fitness Boom.** LEK, 2019. Disponível em: <https://www.lek.com/insights/ei/digital-fitness-boom-myths>. Acesso em: 03 nov. 2022.

EVANS, Alex; WEBER, Jon; MCQUEEN, Geoff. **The Future of Fitness:** Looking Past COVID-19. LEK, 2021. Disponível em: <https://www.lek.com/insights/ei/future-fitness-looking-past-covid-19>. Acesso em: 03 nov. 2022.

EXAME. **A nova aposta das gestoras para os pequenos investidores.** 2021. Disponível em: <https://exame.com/revista-exame/private-equity-no-varejo/>. Acesso em: 05 nov. 2022.

EXAME. **Fim do personal trainer?** Brasileiros se interessam por treinador em app. São Paulo, 2020. Disponível em: <https://exame.com/tecnologia/fim-do-personal-trainer-brasileiros-se-interessam-por-treinador-em-app/>. Acesso em: 14 set. 2022.

EXAME. **IPO da Bluefit:** prazo para entrar na oferta termina hoje. Vale a pena? 2021. Disponível em: <https://exame.com/invest/mercados/ipo-da-bluefit-prazo-para-entrar-na-oferta-termina-hoje-vale-a-pena/>. Acesso em: 14 set. 2022.

EXAME. **Smartfit sai a R\$ 23 por ação, com demanda explosiva; Dynamo fica fora.** 2021. Disponível em: <https://exame.com/exame-in/smartfit-sai-a-r-23-por-acao-com-demanda-explosiva-dynamo-fica-fora/>. Acesso em: 3 ago. 2022.

EXAME. **Uma 'fit' do Nordeste: academia Selfit, de Pernambuco, fatura R\$ 97 milhões e quer crescer 85% em 23.** 2022. Disponível em: <https://exame.com/negocios/uma-fit-versao-nordeste-academia-selfit-fatura-r-97-milhoes-e-mira-60-novas-unidades-ate-2023/>. Acesso em: 3 ago. 2022.

FERRAZ, Isabella. **Alternativa de Posicionamento Estratégico de uma Rede de Academias na Retomada Econômica pós-pandemia do Covid-19.** São Paulo, 2021.

G1. Mortes e casos conhecidos de coronavírus no Brasil e nos estados: Onde as mortes estão subindo, em estabilidade e em queda. Disponível em: <https://especiais.g1.globo.com/bemestar/coronavirus/estados-brasil-mortes-casos-media-movel/>. Acesso em: 10 nov. 2022.

G1. SmartFit compra rede de academias chilena O2. 2018. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/smartfit-compra-rede-de-academias-chilena-inversiones-o-dos.qhtml>. Acesso em: 03 ago. 2022.

GOMPERS, Paul; KAPLAN, Steven N.; MUKHARLYAMOV, Vladimir. **What do Private Equity Firms Say They Do?** Harvard Business School. Working Paper 15-081: April 2015.

GUIMARÃES, Fernanda. Mercado deve se abrir a IPOs de grandes empresas em 2023 após 18 meses de 'seca' na Bolsa. **Estadão**, 2022. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/economia/negocios/ipsos-bolsa-2023/#:~:text=A%20Bolsa%20brasileira%20n%C3%A3o%20%C3%A9,13%C2%75%25%20ao%20ano.> Acesso em: 03 nov. 2022.

HENDERSON, Bruce D. The origin of strategy. **Harvard business review**, v. 67, n. 6, p. 139-143, 1989.

HURST, D. K. **Strategy**. Strategy+Business, no 25, 4th quarter, 2001.

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Projeção da população do Brasil e das Unidades da Federação. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/index.html>. Acesso em: 04 abr. 2022.

IHRSA - International Health, Racquet & Sportsclub Association. The 2020 IHRSA Global Report: the state of the health club industry. IHRSA: Boston, 2020. Disponível em: <https://blog.sistemapacto.com.br/o-mercado-fitness-no-brasil-segundo-o-report-global-ihrsa-2020/>. Acesso em: 14 set. 2022.

IHRSA. *The 2019 IHRSA Global Report: The state of the health club industry*. Boston: IHRSA; 2019. Disponível em: <https://www.ihsa.org/publications/the-2019-ihsa-global-report/>. Acesso em: 14 set. 2022.

INFOMONEY. **Com corona vírus, faturamento das academias sofreu queda de 77% em abril e maio**. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/negocios/com-coronavirus-faturamento-das-academias-sofreu-queda-de-77-em-abril-e-maio/>. Acesso em: 04 abr. 2022.

JANUS INVESTIMENTOS. **Smart Fit**. Início de cobertura. 2021. Disponível em: <https://janusinvestimentos.com/wp-content/uploads/2021/07/162559233860e492123c7c713.pdf>. Acesso em: 03 jun. 2022.

KIM, W. Chan; MAUBORGNE, Renée. **Blue ocean strategy, expanded edition: How to create uncontested market space and make the competition irrelevant**. Harvard Business School Publishing Corporation, 2005.

KOTLER, Philip; KELLER, Kevin Lane. **Marketing Management: Philip Kotler, Kevin Lane Keller**. Pearson, 2012.

LOUREIRO, Rodrigo. **Os IPOs da pandemia sofreram na bolsa, mas quem abriu capital antes segue no "lucro"**. NEOFED, 2022. Disponível em: <https://neofeed.com.br/blog/home/os-ipos-da-pandemia-sofreram-na-bolsa-mas-quem-abriu-capital-antes-segue-no-lucro/>. Acesso em: 10 nov. 2022

MANSUR, Marina; MARTINS, Heitor. **A torneira fechou? Liquidez e oportunidade no mundo das startups**. Brazil Journal, 2022. Disponível em: <https://braziljournal.com.brands/a-torneira-fechou-liquidez-e-oportunidade-no-mundo-das-startups/>. Acesso em: 05 ago. 2022.

MARKETING CLOUD GYM. **Quatro principais modelos de academia**. Disponível em: <https://blog.cloudgym.io/4-principais-modelos-de-academia/>. Acesso em: 4 abr. 2022.

MARKIDES, Constantinos C. A dynamic view of strategy. **Sloan Management Review**, v. 40, n. 3, p. 55-63, 1999.

MAUBOUESSIN, Michael J.; CALLAHAN, Dan. **Counterpoint Global Insights Return on Invested Capital**. Morgan Stanley Investment Management. 2022. Disponível em: https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_returnoninvestedcapital.pdf?1665117156769. Acesso: 10 nov. 2022.

NAZARENKO, Andrey. **Updating the Contemporary Business Model for Fitness Market: pressures and responses in and after COVID-19**. JAMK University of Applied Sciences, 2020.

ORIGEM DA PALAVRA. **Estratégia**. Disponível em: <https://origemdapalavra.com.br/palavras/estrategia/>. Acesso em: 04 abr. 2022.

OSTERWALDER, Alexander; PIGNEUR, Yves. **Business model generation: a handbook for visionaries, game changers, and challengers**. John Wiley & Sons, 2010.

PADILHA, Alice. **Quanto custa a mensalidade das academias mais conhecidas de São Paulo?** Disponível em: <https://vejasp.abril.com.br/blog/quanto-custa/mensalidade-academias-sao-paulo/>. Acesso em: 14 set. 2022.

PEQUENAS EMPRESAS, GRANDES NEGÓCIOS. **Número de academias dobra em três anos no Brasil**. Disponível em: <http://revistapegn.globo.com/Revista/Common/0,,EMI216823-17164,00-NUMERO+DE+ACADEMIAS+DOBRA+EM+TRES+ANOS+NO+BRASIL.html>. Acesso em: 04 abr. 2022.

PITCHBOOK. **Venture capital, private equity and M&A glossary**. 2017. Disponível em: <https://pitchbook.com/blog/private-equity-and-venture-capital-glossary>. Acesso em: 08 out. 2022.

PORTER, Michael E. **How Competitive Forces Shape Strategy**. Harvard Business Review. Brighton, Massachusetts, 1979. Disponível em: <https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy>. Acesso em: 12 ago. 2022.

_____. **Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors**. New York: Free Press, 1980. (Republished with a new introduction, 1998.) Disponível em: <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=195>. Acesso em: 14 set. 2022.

_____. **From Competitive Advantage to Corporate Strategy**. Harvard Business Review, 1987. Disponível em: <https://hbr.org/1987/05/from-competitive-advantage-to-corporate-strategy>. Acesso em: 14 set. 2022.

PRAHALAD, Coimbatore K.; HAMEL, Gary. **The core competence of the corporation**. Springer, 1997.

RAIOL, Rodolfo. **Estratégias para aumentar captação, retenção e diminuir a evasão de Clientes em Academias**, 2020. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Rodolfo_Raiol3/publication/346644288_Estrategias_para_aumentar_captacao_retencao_e_diminuir_a_evasao_de_Clientes_em_Academias_Strategies_to_increase_capture_retention_and_reduce_evasion_of_Customers_in_Gyms_Estrategias_para_aumentar_la_captacion_retencao_e_diminuir_la_evasao_de_Clientes_en_Academias-Strategies-to-increase-captacion-retencao-e-diminuir-a-evasao-de-Clientes-en-Academias-Strategies-to-increase-

[capture-retention-and-reduce-evasion-of-Customers-in-Gyms-Estrategias-para-aumentar-la.pdf](#). Acesso em: 03 mar. 2022.

SEBRAE. Setor de academias é um dos mais afetados pela pandemia. Agência Brasil, 2021. Disponível em: [https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2021-07/sebrae-setor-de-academias-e-um-dos-mais-afetados-pela-pandemia#:~:text=Com%20esse%20resultado%2C%20as%20academias,50%25\)%20tamb%C3%A9m%20apresentam%20queda](https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2021-07/sebrae-setor-de-academias-e-um-dos-mais-afetados-pela-pandemia#:~:text=Com%20esse%20resultado%2C%20as%20academias,50%25)%20tamb%C3%A9m%20apresentam%20queda). Acesso em: 03 mar. 2022.

SELFIT. Disponível em: <https://www.selfitacademias.com.br/>. Acesso em: 05 set. 2022.

SERRA, Fernando A. Ribeiro; TORRES, Maria Candida S.; TORRES, Alexandre Pavan. **Administração estratégica: conceitos, roteiro prático e casos.** Reichmann & Affonso editores, 2003.

SIGNAL CAPITAL. Comunicação Educacional. O que é Private Equity? Disponível em: <http://signalcapital.com.br/educacional/>. Acesso em: 03 set. 2022.

SKYNOVA. The 9 Types of Private Equity Simply Explained. Disponível em: <https://www.skynova.com/learn/business/the-9-types-of-private-equity-simply-explained>. Acesso em: 03 nov. 2022.

SLACK, Nigel (Ed.). The blackwell encyclopedia of management and encyclopedic dictionaries, the blackwell encyclopedic dictionary of operations management. Wiley-Blackwell, 1999.

SMART FIT. Relação com investidores. Disponível em: https://investor.smartfit.com.br/o-grupo/?qclid=Cj0KCQiAveebBhD_ARIsAFaAvrH3mcEYR07KjfZJGB92YW8J9fT1qtAT0m38bv4TpjVuXG5KndkazwwaAgRKEALw_wcB. Acesso em: 05 set. 2022.

SMARTFIT.COM. Resultados financeiros de 3T20 e 2019. Relação com investidores, Smart Fit. Dez. 2020. Disponível em: <https://www.smartfit.com.br/ri>. Acesso em: 05 set. 2022.

SOCIEDADE BRASILEIRA DE PERSONAL TRAINERS. Quantos somos? Número de personal training no Brasil. Disponível em: <https://www.trainerbrasil.com.br/mercado-do-personal-fatura-mais-de-r-25-bi-por-ano/>. Acesso em: 04 out. 2022.

SPECTRA. Performance of Brazilian private equity and venture capital deals from 1984 to 2022. October, 2022. Disponível em: https://spectrainvest.com/wp-content/uploads/2022/11/paper_desempenho_deals_2022-1.pdf. Acesso em: 10 nov. 2022.

STATISTA. Market size of the global health club industry from 2009 to 2019. Disponível em: <https://www.statista.com/statistics/275035/global-market-size-of-the-health-club-industry/>. Acesso em: 15 mai. 2022.

TRAINER BRASIL. Com as academias fechadas, brasileiros investem em app fitness para manter uma vida saudável. Disponível em: <https://www.trainerbrasil.com.br/com-isolamento-aplicativos-de-exercicios-crescem-226-no-brasil/>. Acesso em: 25 jun. 2022.

UOL. Rede de academias Self It mira IPO para expansão e aquisições. ALVES, Aluisio, 2021. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2021/12/14/rede-de-academias-self-it-mira-ipa-para-expansao-e-aquisicoes.htm>. Acesso em: 3 abr. 2022.

VALOR ECONÔMICO. Setor de academias fatura R\$3,6 bilhões em 2011. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2012/05/03/setor-fatura-r-36-bi-em-2011.ghtml>. Acesso em: 15 ago. 2022.

..... **Pipeline**: Os conselhos dos fundos para quem precisa atravessar a tempestade. 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2022/06/02/pipeline-os-conselhos-dos-fundos-para-quem-precisa-atravessar-a-tempestade.ghtml>. Acesso em: 10 nov. 2022.

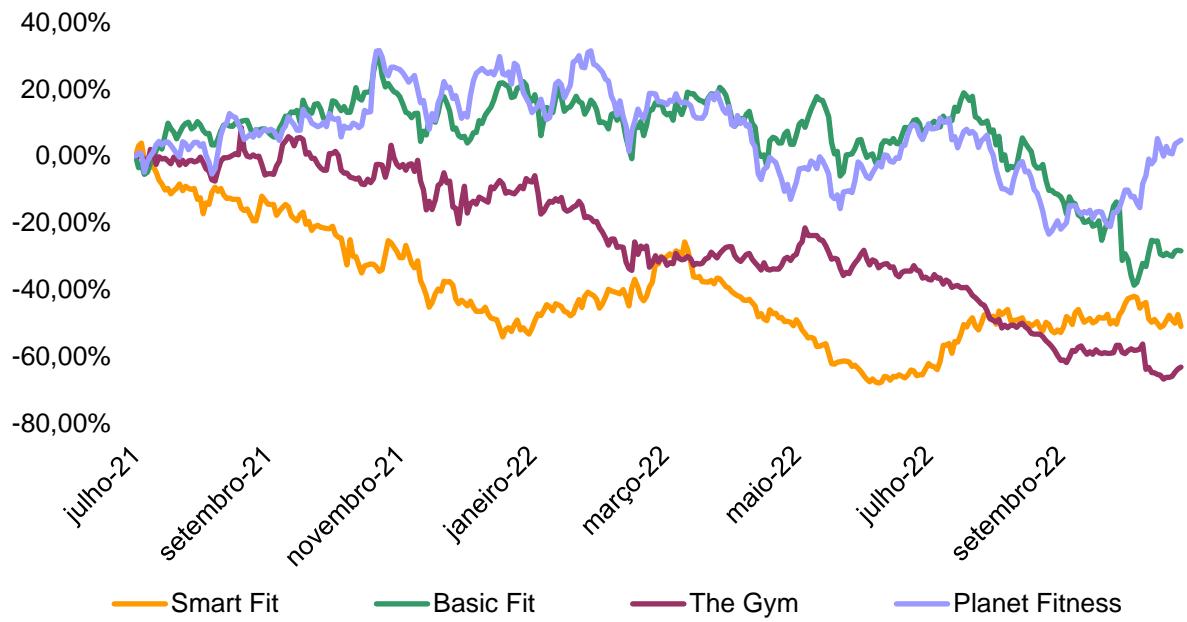
WHO. WORLD HEALTH ORGANIZATION. Ageing: Global population. 2010. Disponível em: <https://www.who.int/news-room/questions-and-answers/item/population-ageing#:~:text=Why%20is%20the%20population%20ageing,people%20who%20are%20over%2060>. Acesso em: 03 nov. 2021.

WORLD BANK. **Brazil**. Disponível em: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.MKTP.CD&country=...>. Acesso em: 15 abr. 2022.

..... **World**. Disponível em: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.MKTP.CD&country=...>. Acesso em: 15 abr. 2022.

ANEXO

Gráfico 28 - Variação do preço da ação de redes de academias *low cost* listadas em bolsa de valores entre 14/07/2021 (data do IPO da Smart Fit) e 25/11/2022



Fonte: Capital IQ - Plataforma de inteligência financeira (26/11/2022), elaborado pelo autor.