

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO FACULDADE DE
ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

Guilherme Antunes Peres de Oliveira

VALUATION – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS VIVARA

Rio de Janeiro

2021

Guilherme Antunes Peres de Oliveira

VALUATION AVALIAÇÃO DE EMPRESAS VIVARA

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao programa de graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro como requisito parcial para obtenção de grau.

Orientador: Luiz Alberto de Mattos

Rio de Janeiro

2021

“There is only one success – to be able to spend your life in your own way”

(Christopher Morley)

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo realizar a análise do valor de uma companhia pelo método de Fluxo de Caixa Descontado ou DFC, devido a sua relevância no cenário de avaliação de empresas e investimentos dentro do mercado de capitais. Essa metodologia se torna imprescindível para o trabalho de um contador, já que o valor justo da companhia é amplamente utilizado em casos de fusões e aquisições, além de investimentos, seja no âmbito de pessoa física, ou fundos de investimentos. Para aplicar tal metodologia, utilizou-se a Vivara, uma empresa brasileira do segmento de varejo de joias como objeto de estudo, por se tratar de uma companhia com grandes perspectivas de crescimento e possuir informações financeiras de fácil acesso. Sendo assim, foi possível realizar o presente trabalho por meio de um estudo detalhado do histórico da Vivara, seus demonstrativos financeiros e outros indicadores que auxiliaram nas premissas para aplicação da metodologia.

Palavras-chave: Valuation. Vivara. DFC. Análise. Empresa. Joias. Varejo.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

DFC - Fluxo de Caixa Descontado

CAPM - Capital Asset Pricing Model

WACC – Custo Médio Ponderado de Capital

FMI – Fundo Monetário Internacional

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

FCFE – Free Cash Flow to Equity

EBITDA – Earnings Before Interests, Taxes and Debt Amortization

TABELAS

Tabela 1: Demonstrações de Resultados

Tabela 2: Maturação de Lojas por ano

Tabela 3: Maturação de Lojas projetadas por ano

Tabela 4: Maturação de Lojas históricas por ano

Tabela 5: Faturamento de Lojas Projetadas por maturação ao ano

Tabela 6: EBITDA, CAPEX, Depreciação e Capital de Giro projetados

Tabela 7: Fluxo de Caixa Projetado

Tabela 8: Valor Presente da Companhia

Tabela 9: Matriz de Responsabilidade

Tabela 10: Balanço Patrimonial da Companhia – Ativo

Tabela 11: Balanço Patrimonial da Companhia – Passivo e Patrimônio Líquido

Tabela 12: Balanço Patrimonial da Companhia – Ativo Projetado

Tabela 13: Balanço Patrimonial da Companhia – Passivo + PL Projetados

Tabela 14: Balanço Patrimonial da Companhia – DRE Projetado

Tabela 15: Balanço Patrimonial da Companhia – Fluxo de Caixa Indireto Projetado

Tabela 16: Balanço Patrimonial da Companhia – Indicadores Projetados

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2 CENÁRIO BRASILEIRO	8
2.1 Taxa de Juros e sua consequência na Bolsa de Valores	8
3 VIVARA	9
3.1 Sobre a empresa	9
3.2 Modelo de Negócios	11
3.2.1 Marcas	11
3.2.1.1 Vivara:	11
3.2.1.2 Life by vivara:	12
3.2.1.3 Vivara watches:	12
3.2.1.4 Vivara fragrances:	13
3.2.1.5 Vivara accessories:	13
3.2.2 Matérias-primas: prata e ouro	13
3.2.3 Logística e Canais de Venda	14
3.2.4 Impostos e isenção fiscal	17
3.3 Governança Corporativa	18
3.4 Mercado de joias e suas perspectivas	20
4 METODOLOGIA DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	21
4.1 Geração de Caixa Livre para o Patrimônio Líquido	22
4.2 Geração de Caixa Livre para a Empresa	23
4.3 Custo de Capital Ponderado – WACC	23
5 APLICAÇÃO DE PREMISSAS	27
5.1 Taxa Livre de Risco	27
5.2 Prêmio de Risco	28
5.3 Beta	28
5.4 Custo de Capital de Terceiros	29

5.5 Participação de cada Capital	29
5.6 WACC	29
5.7 Dados históricos	30
5.8 Premissas de projeção do Fluxo	30
5.8.1 Receita operacional líquida projetada	31
5.8.2 EBITDA, Capex, Capital de Giro e Depreciação projetados	33
5.8.3 Taxa efetiva do IR e CSLL	34
5.8.4 Crescimento na perpetuidade ou “ <i>Growth</i> ”	35
5.9 Fluxo de Caixa Projetado	35
6 VALOR PRESENTE DOS FLUXOS DE CAIXA	35
6.1 Matriz de sensibilidade	36
7 CONCLUSÃO	37
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	38
ANEXOS	39

1 INTRODUÇÃO

Dentro do âmbito do mercado de capitais, avaliar e analisar uma empresa se torna imprescindível para a profissão do contador, já que a avaliação pode ser de base para diversas operações, como: aquisições, fusões, venda e investimentos. Em cenário de bolsa de valores, a importância de investir com quedas constantes de juros e aumento expressivo de investidores que possuem interesse em investimentos com maior risco para alcançar maiores retornos aumentou de forma expressiva nos últimos anos. Dessa maneira, o primeiro capítulo demonstra o cenário brasileiro diante da importância em investimentos de bolsa de valores, visto que saber escolher uma ação para investir pode ser realizada de diversas maneiras e para diversos objetivos. Com isso, a metodologia escolhida DFC ou Fluxo de Caixa Descontado (PÓVOA, 2019), foi avaliada como a mais apropriada para aplicação do presente trabalho.

Além disso, escolheu-se a Vivara como objeto de estudo, devido a sua repercussão e promessa de grande crescimento para os próximos anos, já que sua abertura de capital em 2019 buscou angariar recursos para tal finalidade.

Portanto, o objetivo do trabalho é analisar a Vivara por meio do Fluxo de Caixa descontado iniciando por uma análise detalhada de seu modelo de negócio. Após isso, apresenta-se um estudo sobre os controladores da empresa, já que grande parte dos investidores são minoritários e necessitam de um alinhamento e conhecimento dos sócios majoritários com poder de administração no Conselho. Por fim, é realizada uma análise do cenário de crescimento da empresa e do setor em que está inserida para que essas informações possam oferecer premissas de acordo com a realidade da empresa.

Após as premissas e informações inseridas na metodologia apresentada, o presente trabalho possui o objetivo de avaliar se o preço da companhia na bolsa de valores está com um preço descontado ao valor do resultado alcançando, isto é, a ação está mais barata que o valor apresentado pela metodologia, ou ao contrário, quanto está caro, ou seja, o preço atual está mais alto que o indicado pela metodologia aplicada.

2 CENÁRIO BRASILEIRO

Neste segundo capítulo, será apresentado a importância do cenário do mercado financeiro brasileiro no trabalho de avaliar uma empresa e entender o seu valor intrínseco diante do preço que os agentes de mercado precificam a ação da empresa. Tal entendimento passa por um histórico de taxa de juros, sua consequência no crescente número de CPFs cadastrados em corretoras para realizar investimentos e no crescimento de fundos de investimentos. Tais consequências implicam em uma importância expressiva do papel do Contador diante desses cenários, já que a avaliação de empresas para investimentos demonstra um meio de preservação de patrimônio tanto de investidores pessoas físicas, tanto de pessoas jurídicas por meio de holdings e fundos de investimentos.

2.1 Taxa de Juros e sua consequência na Bolsa de Valores

Nos últimos anos, o Brasil viveu um momento inédito na sua história de política monetária, isso porque em 2016 a Taxa Básica de Juros saiu de um patamar de 14,25% ao ano, para 2,00% ao ano em junho de 2020 (BANCO CENTRAL, 2020). Os motivos principais da escolha do Comitê de Política Monetária – “COPOM” para os cortes são diversos e de acordo com o cenário econômico traçado para os próximos anos a partir do impacto causado de momento.

O presente capítulo tem o foco em explorar a consequência do corte de juros no mundo dos investimentos, sem necessariamente entrar no objetivo e impacto desses cortes na ótica da política monetária do Banco Central – “BACEN”.

É importante lembrar que a taxa foi reajusta pelo BACEN no último mês de março de 2021 para 2,75% ao ano. O Banco Central por meio de seu boletim Focus, prevê uma taxa de juros de 5,25% ao ano até o fim de 2021. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021)

Se tratando do Brasil, os juros continuam muito baixos comparado ao histórico, e isso possui diversas implicações além da política monetária, o que afeta diretamente o cenário econômico do país.

Nos anos antes das quedas acentuada de juros, o país era conhecido como “país dos rentistas”, já que um investimento com altas taxas traria altos retornos sem assumir necessariamente grandes riscos, como aplicar em Títulos de Renda Fixa emitidos pelo Tesouro Nacional ou manter o patrimônio na própria poupança.

Dessa forma, o impacto causado nas taxas de juros ao longo dos últimos, ocasionou uma fuga de investimentos para maiores riscos, como bolsa de valores e fundo de investimentos multimercado e/ou de ações. Essa mudança de dinâmica em relação aos investimentos contribui de forma muito relevante ao papel do Contador na análise de investimentos, não só do mercado acionário, porém na dinâmica de construir um portfólio pessoal que traga retorno e segurança.

Segundo dados da Bolsa, Brasil e Balcão – “B3”, a bolsa de valores do Brasil, divulgados em sua última pesquisa, de dezembro de 2020, desde 2011, quando os dados de pessoas físicas eram apurados, o número de investidores era de 583.201. Observando essa curva de pessoas interessadas em ação até o ano de 2016, é possível verificar que esse número caiu para 557.522 (-5%) em 2015, quando a taxa de juros atingiu o pico de 14,25% até então (desde 2011).

Por outro lado, quando os juros começam a desacelerar e entrar em queda, a partir do ano seguinte (2016), o número de pessoas cadastradas na B3 acelera de forma exponencial, acompanhando a queda livre da taxa. Atualmente, em junho de 2021, enquanto os juros estão no patamar de 4,25%, o número de investidores alcança 3.561.296 pessoas.

3 VIVARA

Neste terceiro capítulo, será apresentado com mais detalhes a empresa que servirá de estudo e de aplicação da metodologia escolhida para a avaliação de uma empresa. Com uma atuação praticamente em todo Brasil, a Vivara é a maior brasileira no segmento de joias e, por meio desse capítulo será possível entender seu histórico, modelo de negócio, governança corporativa, estrutura societária, e os principais números.

3.1 Sobre a empresa

Fundada em 1962, por David Kaufman, um imigrante da Romênia que estava fugindo guerras e perseguições, a Vivara iniciou suas atividades como um pequeno ateliê de peças e joias sob medida na Galeria das Artes em São Paulo. Porém, em 1976, somente quando seu filho, Nelson Kaufman assumiu os negócios da pequena loja, a Vivara começou a crescer e deslumbrar outras possibilidades. O Sr. Nelson iniciou um processo de profissionalização da loja e, principalmente, de entregar um produto com matérias primas de qualidade, porém com a facilidade de produção em maiores escalas. (VIVARA, Mundo das Marcas)

Dessa maneira, em 1980, a Vivara resolve expandir seus horizontes iniciando sua relação com os Shoppings Centers, por meio da primeira loja localizada no Shopping Eldorado. A empresa neste mesmo momento adotou o nome atual “Vivara”. Após 10 anos, a marca já tinha se expandido para mais 10 pontos de vendas na cidade de São Paulo, conquistando os clientes pela qualidade das peças e facilidade de pagamentos. Além disso, a empresa iniciou no segmento de relógios com um portfólio vasto e investiu muito em tecnologia para diferenciação e design de produto.

A partir de 1992, a empresa transferiu sua fábrica localizada em São Paulo para Manaus, aproveitando os benefícios fiscais da Zona Franca. Dessa forma, a empresa conseguiu aproveitar os benefícios fiscais para expandir e investir em outras frentes, como desenvolvimento de produtos e rede de lojas. Dessa maneira, em 1993, a Vivara abriu sua primeira filial fora do estado de São Paulo.

Após esse momento marcante na empresa, de forte expansão e mudança de fábrica, em 2007 a empresa que já contava com 80 lojas, resolveu investir na marca e principalmente, em marketing. Assim, a Vivara contratou até então a personalidade e uma das brasileiras mais influentes no mundo: Gisele Bündchen. O impacto foi tão grande que a empresa entrou num segmento de joias e ticket médio de produto muito seletivo e exclusivo.

Outra mudança de “virada de chave” da empresa foi com o lançamento da linha “Life by Vivara” em 2011, isso porque com o alto ticket médio e lançamentos de produtos exclusivos, a empresa necessitou se reinventar para atingir um público mais abrangente, além de ter oportunidade de produzir joias com menor custo, já que a matéria prima dessa nova linha é a prata. Além disso, buscando ter o mesmo impacto de marketing e influência para a marca “Life”, a Vivara contratou como garota propaganda a Marina Ruy Barbosa, separando e passando uma imagem de público-alvo diferente. Enquanto a Gisele Bündchen representa mulheres mais velhas e produtos de maior valor pela sua representatividade, Marina Ruy Barbosa consegue atingir um público mais jovem e por consequência um produto de menor valor agregado, já que esses públicos-alvo passam por momentos distintos de vida e de renda. Portanto, por meio dessas duas personalidades, a empresa atingiu um patamar de produtos de maior valor e produtos com preços adequados à realidade de parte dos brasileiros.

Desde então, a Vivara passou por diversas inovações e lançamentos como relógios, perfumes, gerenciamento de marcas de terceiros no Brasil, como Tommy Hilfiger, além de distribuição de acessórios de outras marcas como: Mont Blanc, Hugo Boss e Victorinox.

Em 2019, a empresa iniciou um processo de forte expansão de lojas, porém, para isso, abriu seu capital na bolsa de valores (“B3”), alcançando um valor de R\$ 5,7 bilhões ou R\$ 24 reais por ação. A empresa ao todo arrecadou R\$ 2,29 bilhões de reais, sendo R\$ 418 milhões líquidos para oferta primária, ou seja, recursos direto para o caixa da companhia. Dentro desse valor, 65% foram destinados à abertura de lojas físicas, 15% para expansão do parque fabril, 12,5% para lançamento de nova marca e, por fim, 7,5% para investimento em Tecnologia e Inovação. O restante do valor da abertura de capital, ou “IPO”, no valor de R\$ 1,8 bilhão em valores aproximados, foram para os acionistas antes da abertura, ou seja, a família Kaufman.

3.2 Modelo de Negócios

Nesta seção de Modelo de Negócios, será apresentado como a companhia atua, iniciando por meio de uma apresentação de suas marcas, qual o impacto da matéria prima, sua cadeia de valor verticalizada desde a produção até a logística e canais de distribuição, e por fim, o impacto dos incentivos fiscais em seu modelo.

3.2.1 Marcas

Como dito anteriormente, a Vivara possui diversas marcas com atuação específica em joias, relógios, perfumes e acessórios. Segundo a empresa, em seu último relatório de Formulário de Referência, o leque de marcas está atrelado a uma estratégia de democratizar seus produtos com design e maior qualidade, porém, com o grande diferencial de acessar os seus clientes em diversas fases da vida, proporcionando flexibilidade de portfólio, campanhas e diversificação de matéria prima, que como veremos na próxima seção, é impactado de acordo com o cenário econômico. Dessa forma as marcas, são:

3.2.1.1 Vivara:

Principal marca da empresa, a Vivara foi a primeira a ser criada, em 1962, buscando atingir um público feminino acima de 30 anos já com um poder aquisitivo maior e com interesse em peças mais sofisticadas e a base de ouro.

3.2.1.2 Life by vivara:

Segunda marca de maior representatividade em seus resultados, a Life By Vivara, lançada em 2011, é destinada a um público mais jovem, assim, as peças produzidas são a maior parte de prata devido ao seu custo e preço final para as clientes. Além disso, a partir de 2013, a marca começou a oferecer produtos também masculinos, já em 2018, lançou uma linha para Pets também. Dessa maneira, a marca conta com mais de 2.600 peças que compõem um portfólio muito mais amplo e acessível.

Em seu último resultado trimestral, a empresa divulgou detalhes dos clientes interessados nesse produto. O Perfil do Cliente é bem fiel a empresa e tende a fidelizar com mais facilidade. Segundo esses dados, 67% das clientes da Vivara são compradoras da Life, sendo que 62% das clientes compram somente a marca Life, com uma frequência de 1,4x ao ano, ticket médio de R\$ 280 reais e 2,5 itens por cesta de produtos comprada.

Por fim, para aproveitar a onda de vendas por assinatura, a empresa criou a “Life Lovers”, um grupo seletivo de clientes que são 12% das compradoras da marca Life, e que possuem uma recorrência maior de consumo a partir de uma frequência média de 3,0x ao ano, um ticket médio de R\$ 515 reais e 8 itens por cesta. Segundo a empresa, esse clube tende a receber produtos em primeira mão, participar ativamente dos novos lançamentos, produtos com descontos e etc., tendendo, assim, a ser mais fiel ainda a marca.

3.2.1.3 Vivara watches:

Segunda marca mais antiga da empresa, a Vivara Watches, lançada em 1980, comercializa relógios de marca própria Vivara e Akium, com foco em um público com idade acima de 30 anos, e que procura relógios mais sofisticados e clássicos. Além disso, a empresa também comercializa de forma exclusiva relógios de outras marcas no país, como: Tommy Hilfiger, Coach, Ferrari, Movado, Olivia Burton, Lacoste, Nautica, Hugo Boss e etc. Há ainda distribuição de relógios de outras marcas, mas não de forma exclusiva, como: Guess, Gucci, Calvin Klhein, Mont Blanc e etc.

3.2.1.4 Vivara fragrances:

Última marca lançada do grupo, em 2015, a Vivara Fragrance possui um portfólio de fragrâncias com foco em distribuição B2B, isto é, vendas para outras distribuidoras que vendem para os clientes finais. Dessa forma, a empresa possui capilaridade em outro braço de negócios com foco em empresas.

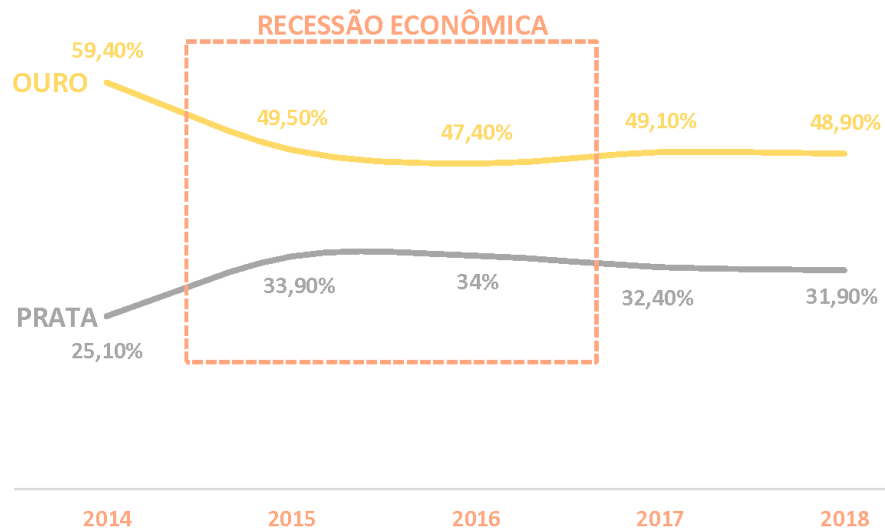
3.2.1.5 Vivara accessories:

Marca de acessórios em geral para o público em geral, essa linha foi lançada em 2000 e segundo a empresa, é a linha mais eclética da empresa que abrange um maior público de forma a não ter um foco, ao contrário das outras marcas da empresa.

3.2.2 Matérias-primas: prata e ouro

Atualmente a empresa possui um desafio grande em relação as suas duas principais matérias primas: Ouro e Prata. Isso se deve ao fato de serem duas commodities que em épocas de crise, tendem a se valorizar, já que são consideradas reservas de valor. Além disso, suas cotações são negociadas em dólar, o que gera um custo maior quando valorizado sobre o real.

Dessa forma, entre 2014 e 2016 durante a recessão econômica do Brasil, quando o poder aquisitivo do brasileiro tinha se contraído com inflação em níveis mais altos, a empresa adotou uma estratégia: aumentar o número de peças de prata lançadas e diminuir a de ouro, assim, a margem bruta tendia a se manter, já que a peça feita de prata, possui uma pressão em preço menor nas crises, ao contrário do ouro. No gráfico abaixo, é possível verificar com mais detalhes a participação de cada matéria prima na sua Receita Bruta líquida de devolução na época de crise e sua evolução após esse momento, quando a empresa retornou a produzir peças de ouro em maiores quantidades.



Fonte: Vivara, elaborado pelo autor.

Com a crise do coronavírus em 2020, esse cenário não foi diferente, isso porque com o impacto do vírus em toda cadeia econômica mundial, houve uma explosão no preço do Ouro, além da valorização do Dólar sob a moeda brasileira.

Dessa maneira, a empresa adotou uma postura mais agressiva no custo da matéria prima, para preservar sua margem bruta. A principal, foi oferecer produtos da Life que são derivados em sua maior parte da Prata. A segunda foi repassar parte desse aumento no preço final para os consumidores de forma escalonada e controlável. Diante disso, o cenário da margem bruta se manteve praticamente estável.

Por outro lado, os produtos da marca Vivara, que são em sua grande parte produzidos a partir do ouro, possuem uma participação estável ou maior em cada resultado quando comparado à composição da Receita Bruta. Cerca de 50% da Receita Bruta vem de Joias, visto que essa estabilidade ou aumento de rentabilidade em alguns momentos não é acompanhado por maior volume de vendas, mas sim devido ao aumento dos preços. Por outro lado, a participação de produtos de prata, que são em sua grande maioria advindos da marca Life, possuem uma participação estável, por volta de 29%, pois há um aumento maior no volume de vendas.

3.2.3 Logística e Canais de Venda

Como citado anteriormente, o processo da Vivara em relação ao seu modelo de negócios é totalmente verticalizado, isto é, desde a produção até o consumidor final. Dessa forma, a

empresa possui um rito de logística específico para atender a cadeia produtiva de forma eficiente, já que a fábrica da empresa se encontra em Manaus e 52% da sua demanda vem da região Sudeste, segundo último levantamento da empresa e divulgado por meio do Formulário de Referência.

O primeiro passo é a produção das joias e de relógios, segundo a empresa, o primeiro possui 4 passos dentro da fábrica que são realizados até em 2019 por 34 ouvires, em que cada um possui uma meta diária. Já para o processo de relógio, há uma complexidade maior, requisitando 8 passos no processo produtivo.

Após a produção dos produtos já acabados, é realizado o transporte até os centros de distribuição da empresa, localizados em São Paulo. Essa logística é feita por vias aéreas ou terrestres. Segundo a Vivara, atualmente a empresa possui 3 Centros, sendo que o primeiro localizado na região sul da cidade de São Paulo recebe as joias, relógios e acessórios que são guardados em cofres. Os itens como porta-joias, porta-relógios, perfumes e outros acessórios são enviados para o Centro localizado em Embu das Artes, e por fim, o terceiro centro de distribuição, localizado em Diadema, recebe as caixas e embalagens para os itens.

Após esse processo, é realizada a distribuição para as lojas físicas ou clientes finais que realizaram a compra via online. Nesse caso a logística é realizada por transportadoras terceirizadas que são contratadas de acordo com qualidade, segurança e preço.

A partir de uma produção de 2,6 milhões de unidades de produtos anualmente e 30 coleções novas anuais, a Vivara por meio dessa logística complexa, com 80% dos produtos comercializados sendo produzidos na Zona Franca de Manaus, necessita de uma cadeia de distribuição bem planejada para haver escoamento e, assim, menos problemas com Capital de Giro. Dessa maneira, a empresa atua em 99% dos estados brasileiros, com presença de suas lojas em 90% em Shoppings Centers. Essa presença em Shoppings é estratégica, já que por meio deles há previsibilidade de fluxo de pessoas e o foco em público com renda ao menos possível para adquirir os produtos da empresa. Atualmente a logística do centro de distribuição até o cliente final quando comprado online o produto, é realizado em até 3 dias, isso porque cerca de 55% de sua presença em lojas está no Sudeste e somente em SP, há 98 lojas, sendo que no Brasil todo esse número está 253 pontos de venda.

Durante a pandemia de 2020, as lojas de varejo tiveram a necessidade de investir e dar relevância a seu e-commerce de forma importante, visto que lojas de varejo majoritariamente posicionadas em shoppings como a Vivara, Lojas Renner, C&A e entre outras foram obrigadas

a fechar suas lojas em regras com o distanciamento e isolamento social que foram e são impostos até hoje em locais de grande circulação.

Dessa maneira, a Vivara buscou consolidar sua loja online que já existia desde 2012 e além disso, criou o programa “Jóias em Ação”, que é voltado para as vendedoras que são das diversas lojas da empresa espalhadas pelo Brasil. Esse programa é um modelo em que as vendedoras usam suas bases de clientes cadastradas - atualmente são mais de 4 milhões de CPFs (FRE 2020, página 77) – e entram em contato para uma venda mais personalizada, distanciada e de fácil contato via telefone ou aplicativo de mensagens. Ademais, a Vivara lançou um aplicativo somente para essas vendedoras contendo os contatos dos clientes, gerenciamento de relacionamento com esses clientes e outras funcionalidades.

Dentre os canais de distribuição, a Vivara possui em seu último resultado divulgado (Quarto Trimestre de 2020), um volume de vendas por canais digitais, nesse caso inclui e-commerce e jóias em ação, próximo de 22% da Receita Bruta Total. Esse crescimento via digital se deu em 160% comparado aos níveis pré-pandemia onde a participação alcançava no máximo em 9%. Dessa forma, há uma grande expectativa por aumentar a participação e investir em estratégias de omni-channel. Isso porque, a empresa pretende investir ainda mais nas lojas físicas, ao contrário de grandes empresas que acreditam somente nas vendas online, a Vivara busca integrar os dois ambientes, em que eles chamam de omnicalidade de canais. Segundo dados da conferência de resultados do último ano de 2020, a empresa informa que 90% dos clientes já procuram por produtos no site da empresa antes de comprar fisicamente em suas lojas, o que faz com que a venda seja mais assertiva e auxiliada pela vendedora de forma mais objetiva.

Para os planos de expansão da empresa, há uma grande tração para abertura de lojas entre os anos de 2021 e 2023, alcançando em média a abertura de 50 lojas por ano. Segundo a empresa, 35 dessas 50 lojas do ano em projeto já estão aprovadas em comitês internos da empresa e estão em processo de execução. Vale lembrar que essas lojas estarão focadas somente em shoppings que a empresa já possui conhecimento e experiência. Além disso, mais da metade da abertura de lojas será com a marca Life, vislumbrando um novo público entre 20 e 25 anos. Essas lojas serão totalmente repaginadas e com integração entre físico e online. Para isso, a empresa em 2021 possui três pilares estratégicos: Jornada Única, integrando a experiência do cliente entre loja física e online, Máquina de Tráfego, em que a empresa focará nos dados de consumidores para adquirir novos clientes e fidelizar os atuais, e por fim, ominchannel, em que

o cliente poderá solicitar um pedido e retirar em lojas físicas ou online e integrar os estoques desses dois ambientes para entregar a melhor experiência possível.

Por fim, para aproveitar a onda de vendas por assinatura, a empresa criou a “Life Lovers”, um grupo seletivo de clientes que possuem uma recorrência maior de compra dessa marca, com uma frequência média de 3,0x, um ticket médio de R\$ 515 reais e 8 itens por cesta. Segundo a empresa, esse clube tende a receber produtos em primeira mão, participar ativamente dos novos lançamentos e, assim, ser mais fiel à marca.

3.2.4 Impostos e isenção fiscal

Uma das principais vantagens e motivos pela mudança na fábrica da Vivara para a Zona Franca de Manaus, foram seus benefícios fiscais. Dessa maneira, a empresa de forma geral possui diversos benefícios fiscais em suas subsidiárias, tanto a responsável pela confecção dos produtos, Conipa, localizada em Manaus, quanto a responsável pela comercialização desses produtos, Tellerina, localizada em São Paulo.

Portanto, em um processo de Avaliação de Empresa, é necessário levar esses benefícios em consideração, visto que possuem prazo de validade e muitos são afetados pela ingerência política, seja no âmbito Estadual ou da União. Nas premissas que serão apresentadas posteriormente, levaremos esses benefícios na projeção e perpetuidade. Segundo Alexandre Póvoa (2019), essa condição necessariamente precisa ser levada em consideração, inclusive na condição da Zona Franca de Manaus, como é o caso da Vivara, que apesar de ter sido renovada em 2014, por meio de uma lei, até o ano de 2074, possui sua relevância levada em consideração na perpetuidade.

Dessa maneira, a Vivara hoje possui na Conipa benefício fiscal sobre o Imposto de Importação (“II”), Imposto sobre Produto Industrializado (“IPI”), PIS e COFINS, além do IRPJ no âmbito Federal e ICMS no âmbito estadual. Para o imposto IRPJ, a Conipa possui uma redução próxima de 75% na base de cálculo do lucro. Ademais, para o Imposto sobre Importação, a empresa possui como benefício fiscal, uma redução de 88% da base de cálculo de produtos importados que são utilizados como matéria prima, embalagem, materiais secundários e etc e que serão distribuídos a qualquer ponto do território nacional fora da Zona Franca de Manaus (“ZFM”). Em relação ao IPI, a empresa possui total isenção de todas as saídas de mercadorias produzidas nessa Zona Franca e que se destinam ao consumo interno.

Para o PIS e COFINS, a empresa possui dois tipos de benefícios nesse imposto, a primeira é a redução do COFINS e PIS para produtos que são utilizados como matéria prima e a segunda, corresponde a redução da alíquota desses impostos nas receitas auferidas decorrente da venda de produtos industrializados fabricados na ZFM. Por fim, para o principal imposto estadual, o ICMS, que atinge a Receita Bruta de Vendas, a empresa possui benefícios fiscais que variam de acordo com o produto. Nesse caso do ICMS, a empresa adquire por meio desse benefício, créditos fiscais para posteriormente serem abatidos. Para tal, a Conipa só possui benefício fiscal do ICMS no estado do Amazonas, que por sua vez cedeu esse benefício até Outubro de 2024. Diante de todos esses benefícios que incidem na operação da Conipa, apenas o IRPJ e ICMS geram créditos fiscais para serem liquidados conforme forem sendo contabilizados, portanto, a contraparte na demonstração financeira que estão acumulados esses créditos, é “Conta Reserva de Benefícios Fiscais”, que segundo a empresa, em 2019 acumulou R\$ 104,7 milhões no ano em benefícios.

Além disso, a empresa também possui a Tellerina com benefícios fiscais e que possuem uma conta para acumular esses créditos obtidos. Essa subsidiária é responsável pela rede de lojas espalhadas pelo Brasil e possui sua sede social em Manaus, porém, sede administrativa em São Paulo. A Tellerina possui benefício fiscal somente de ICMS e que são utilizados nos estados do Amazonas, Bahia, Minas Gerais, Bahia, Rio de Janeiro e Pará. Em 2019 esses créditos somados geraram para empresa uma economia de R\$ 21,0 milhões.

Vale lembrar que por força da lei, os créditos gerados pelos benefícios fiscais são proibidos de serem distribuídos como dividendos para seus sócios, sob pena de perder o benefício e contabilizar na apuração do Lucro Real.

3.3 Governança Corporativa

Em um processo de avaliação de empresas, é preciso que se tenha uma noção completa da Governança Corporativa da empresa. Isso porque, para um acionista minoritário, em que não há poder ou gerência na tomada de decisões da empresa, é necessário entender se os interesses entre os maiores sócios e os menores estão alinhados, isto é, se não há qualquer tipo de conflito, quem são seus participantes no Conselho de administração, Diretoria e seus históricos, de acordo com último Formulário de Referência divulgado pela empresa em agosto de 2020.

Dessa maneira, na Vivara, o Conselho de Administração é formado por 5 (cinco) membros, que são no mínimo 2 independentes, já que empresas do nível de Governança de Novo Mercado da Bolsa de Valores, precisam ter ao menos 20% do conselho formados por membros independentes que possuem apenas remuneração fixa, alcançando o valor médio por membro e mensal em R\$ 49,5 mil, em linha com o mercado. Portanto, os conselheiros são:

João Cox Neto – Presidente: Sr. João é Economista formado pela UFBA, tendo passagens como conselheiro em outras empresas, como: Presidente do conselho da Braskem, membro do conselho da Petrobras, Embraer e Linx. Sr. João já atuou como CEO da Claro, foi vice-conselheiro da Cellcom em Israel e CFO da Telemig.

Sylvia Leão – Vice Presidente: Sra. Sylvia possui MBA pela Coppead UFRJ, tendo passagens no setor de varejo pelo Walmart Brasil, Grupo Pão de Açúcar, Carrefour e BRF, tendo acumulado cargos de liderança. Além disso, é membro do conselho da Raia Drogasil, Totvs e Grupo Falabella.

Marcio Kaufman – Membro: Sr. Marcio Kaufman é filho do Nelson Kaufman e membro da família fundadora da empresa. Atua na Vivara desde 2004, tendo sua passagem como CEO da empresa entre 2010 e 2021. Foi responsável pelo desenvolvimento da marca Life e consolidação da Vivara. Além disso, é formado pela Mackenzie em Administração de Empresas.

Anna Andrea Votta Chaia – Membro Independente: Sra. Anna é uma experiente executiva de mercado, sendo ainda membro do conselho do Burger King, EspaçoLaser e PuraVida. Em sua passagem profissional, foi CEO da Samsonite e L'Occitane marca da L'Oréal, além de passagens pela Natura, Unilever, American Express. Sra. Anna é formada em Marketing pela ESPM.

Fábio José Coelho – Membro Independente: Sr. Fábio é CEO da Google Brasil desde 2011 e ainda conta com passagens ainda pela Unilever, Quaker, Citibank e BellSouth. Sua formação é em Engenharia Civil pela UFRJ.

Além disso, a empresa ainda possui 3 (três diretores), que durante o ano de 2020 tiveram 55% de sua remuneração atrelada a fixo e o restante a uma remuneração variável com participação de lucros e resultados, além de bônus. Em 2019, o Diretor bem mais remunerado recebeu próximo de R\$ 5,7 milhões de reais entre salário e PLR, e o bem menos pago recebeu próximo de R\$ 1,8 milhão de reais nos mesmos parâmetros citados. Dessa forma os principais diretores são:

Paulo Kruglensky – Diretor Presidente e de Operações: Sr. Paulo é da família fundadora, sendo sobrinho do Sr. Nelson. Dessa forma, o Sr. Paulo possui uma participação na empresa como minoritário próximo de 5%. Antes atuou como Executivo da Etna loja de móveis e também da família Kaufman. Além disso, o Sr. Paulo possui passagens pela Alpargatas e Banco Itaú. É formado em Administração de Empresas pela FAAP.

Otávio do Amaral Lyra – Diretor Financeiro e de Relações de Investidores: Sr. Otávio possui uma longa carreira executiva com passagens em diversas empresas e setores. No Brasil Pharma e Netshoes atuou como Diretor Financeiro. Além disso, tem histórico na Volkswagen e MAN Latin America. Atua na Vivara desde 2019 com formação em Administração de empresas pelo IBMEC.

Marina Kaufman Bueno Netto – Diretora de Marketing: Formada em Marketing pela FAAP, Sra. Marina atua na Vivara desde o início de sua carreira, sendo filha do Sr. Nelson Kaufman. Na Vivara a Sra. Marina possui passagens pelo Recursos Humanos e Operações entre 2014 e 2018. Por fim, a Sra. Marina possui 14% da composição acionária da empresa.

3.4 Mercado de joias e suas perspectivas

Segundo dados da Euromonitor, em pesquisa realizada em 2018, e divulgado pela Vivara em seu formulário de Referência em 2020, o mercado de Acessórios Pessoais movimentou em valores correntes, o montante de R\$ 24,2 bilhões. Cerca de 52%, ou R\$ 12,6 bilhões, foram somente do segmento de Joias. Outro mercado atuante da Vivara, como o de Relógio, foi responsável por 12%, ou R\$ 3,1 bilhões. O restante foi entre Bolsa e Malas com R\$ 4,9 bilhões e Instrumentos de Escrita com R\$ 3,5 bilhões.

Do mercado de Joias, há duas segmentações importantes, a primeira de Joias Finas e a segunda de Bijuterias. A Vivara atua somente na primeira, e segundo dados dessa mesma pesquisa, dos valores movimentados de R\$ 12,6 bilhões, cerca de 86%, ou R\$ 10 bilhões, foram somente movimentados pelo segmento de Joias Finas.

Além disso, esse segmento que a empresa atua possui um potencial crescimento forte nos próximos anos, isso porque é esperado que haja um crescimento perto de 4,5% ao ano. Dessa maneira, até 2023, quando o ciclo atual de crescimento e expansão de lojas da Vivara termine, é esperado em valores no país, uma movimentação de R\$ 13,8 bilhões. Com base nos dados da Euromonitor até então divulgados, a Vivara acredita ter alcançado 10,8% de Market-

share no país em 2018. Porém, desde então, com o rápido crescimento, a empresa já alcançou cerca de 13,1% do mercado de joias no país, em 2020. O concorrente mais próximo possui 2,1%. Já os 4 maiores participantes, incluindo Vivara, possuem apenas 18,2%. Ou seja, cerca de 81,8% do mercado de joias está distribuído e fragmentado em participantes com menos de 1%. Dessa maneira, há uma demonstração de espaço de crescimento e oportunidades com potencial aumento do setor nos próximos anos, além de uma consolidação natural de mercado que ocorre pós crise em diversos setores.

Dessa forma, por ser um mercado altamente fragmentado, são diversos concorrentes que muitas vezes são pequenos Ourives que possuem um processo bem manual e de pequena escala. Por outro lado, também há concorrentes com porte maior e que podem ameaçar a empresa, são eles: H Stern, fundada em 1945 no Brasil, e que possui um foco estritamente na classe mais alta. Além disso, há ainda a Monte Carlo, uma brasileira com lojas em São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Bahia. Há também a Sauer, focada assim como a H Stern, no segmento de alta joalheria, porém com lojas somente no Rio de Janeiro, São Paulo e Paraná, e por fim, a única estrangeira, e norte americana, Tiffany, com uma presença muito forte no exterior, mas no país com apenas 6 lojas.

Dito isso, um dos motivos de terem poucos concorrentes internacionais, e sim muito mais no mercado interno e com muita fragmentação, é devido à complexidade do mercado brasileiro de joias. A logística é difícil e cara, além disso, há diversos eventos políticos que geram incertezas econômicas e, por fim, um sistema tributário muito complexo, o que afasta um investimento forte do mercado exterior. Nesse caso tributário, além de dominar completamente, a Vivara possui a vantagem de benefícios fiscais diversos, conforme explicado anteriormente, além de uma rede de logística altamente competente e bem desenhada também já citado no presente trabalho.

4 METODOLOGIA DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

A metodologia mais utilizada para descobrir o valor de uma empresa, é por meio da realização do Fluxo de Caixa Descontado. Segundo Alexandre Póvoa em seu livro, a resposta mais comum de quanto vale uma empresa e qual seu racional por trás pode ser resumido da seguinte forma: “O valor de uma companhia equivale ao somatório de todo o caixa gerado no médio-longo prazo, trazido a valor presente por uma taxa de desconto que representa o chamado retorno exigido pelo investidor” (Póvoa, 2019)

Portanto, para todos que realizam análise de empresas, como estudantes, investidores, fundos de investimentos e tantos outros, é de suma importância entender o conceito do método aplicado e suas nuances. Segundo Póvoa, dentre todas as metodologias e racionais na precificação de um ativo, o Fluxo de Caixa Descontado (DFC) é o mais completo.

4.1 Geração de Caixa Livre para o Patrimônio Líquido

O primeiro dentre a metodologia de Fluxo de Caixa (DFC), é a geração de caixa para o acionista. Isso porque, o Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE), é apenas o que sobra para os sócios da empresa, ou detentores do capital próprio após o pagamento das despesas financeiras com credores e suas amortizações de empréstimos. Segundo Póvoa (2019, página 167), o FCFE pertence exclusivamente aos acionistas da empresa, em que sua aplicação já faz parte do lucro contábil.

$$\text{FCFE} = \text{LL} + \text{DP} - \text{CAPEX} - \Delta\text{NCG} - \text{PAGTO PRINCIPAL} + \text{NOVOS FINANCIAMENTOS}$$

Onde:

LL = Lucro líquido contábil, após as despesas financeiras.

DP = Depreciação dos ativos em que se reduz seu resultado, mas não significa redução de caixa;

CAPEX = Despesas de capital (*Capital Expenditure*), em que há saída de caixa.

ΔNCG = Variação no capital de giro, em que aumento de ativos circulantes reduzem a geração de caixa, porém o aumento em passivos aumenta a geração de caixa;

PAGTO PRINCIPAL = Amortização do principal dos empréstimos captados previamente.

NOVOS FINANCIAMENTOS = Novos financiamentos captados pela empresa durante o exercício

4.2 Geração de Caixa Livre para a Empresa

Por outro lado, também há o Fluxo de Caixa para a Firma ou empresa (FCFF), em que Segundo Póvoa (2019, p. 167), esse fluxo é mais abrangente pois representa todo o fluxo que será distribuído para os acionistas e credores, ou seja, todos aqueles que possuem interesse na empresa. Dessa maneira, o FCFF se inicia a partir do Lucro Operacional da empresa líquido de impostos.

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} \times (1-t) + \text{DP} - \text{CAPEX} - \Delta\text{NCG}.$$

O EBIT (*Earnings Before Interests, Taxes and Debt*), na língua Portuguesa se chama LAJIR (*Lucro Antes de Juros e Imposto de Renda*). Quando o EBIT é líquido sem Imposto de Renda, chama-se o resultado de NOPAT (*Net Operation Profit After Taxes*).

Segundo PÓVOA (2019, p. 201), não há como comparar qual Fluxo de Caixa (DFC) aplicar para avaliar a empresa, visto que isso significa atingir o mesmo objetivo de forma diferente. Dessa maneira, um dos primeiros critérios é avaliar a maturidade da estrutura de capital da empresa a ser analisada. Portanto, uma empresa que com maturidade em sua estrutura de capital, porém, que pretende iniciar um processo de alavancagem, teria uma complexidade muito grande em projetar o pagamento futuro de juros e novas dívidas. Dessa forma, segundo PÓVOA (2019, p. 202), o modelo preferencial de FCFE se dá para empresas maduras, líderes de mercado que possuem uma perspectiva muito baixa na sua estrutura de capital. Por outro lado, o FCFF se encaixa na maioria das empresas, pois são empresas que possuem perspectiva de mudança na estrutura de capital devido ao aumento de alavancagem para ganhar mercado e crescimento. O FCFF é mais correto nesse caso, pois, como apresentado, é mais abrangente, satisfazendo o Fluxo De Caixa tanto para os acionistas quanto para os credores, que são a base da estrutura de capital.

4.3 Custo de Capital Ponderado – WACC

O Custo de Capital Ponderado ou WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) é uma medida de avaliar o risco do investimento para descontar o fluxo de caixa da firma. Isso porque as empresas podem recorrer ao capital próprio, ou seja, por meio de reinvestimento de lucros ou

novos aportes por meio de lançamento de novas ações, ou pode recorrer a terceiros que financiam as atividades desejadas.

Em ambos capitais, seja próprio ou de terceiros, há um custo de oportunidade. O primeiro, próprio, é medido pelo CAPM ou *Capital Asset Pricing Model*, introduzido inicialmente por Jack Treynor, William Sharpe, John Lintner e Jan Mossin, com base da teoria de portfólio de Harry Markowitz na diversificação e teoria moderna do portfólio (Póvoa, 2019, p. 218).

A fórmula que traduz toda essa teoria por trás do Custo de Capital Próprio, é a seguinte:

$$\text{Custo de Capital próprio} = \text{Taxa de Livre de Risco} + \text{Prêmio de mercado} \times \text{Beta}$$

Segundo Póvoa (2019), a Taxa de Livre Risco são investimentos em renda fixa para o longo prazo que são emitidos pelo Governo, visto que é difícil e menos provável dentro do sistema financeiro, o governo dar um calote. Dessa forma, utiliza-se um título de longo prazo como referência. Além disso, há o prêmio de risco, que é o prêmio exigido pelos investidores que refletem o grau de risco para investir naquela empresa. Por fim, há o beta, que é uma medida de risco relativo, em que nos retorna o quanto a ação se movimentou tanto para cima ou para baixo em relação a uma medida comparativa, como o índice Ibovespa.

Porém, essa fórmula é apenas a tradução do significado de CAPM, que Sharpe e outros autores prêmio Nobel apresentaram para o mundo de finanças corporativas. Essa medida de cálculo de risco possui 4 (quatro) premissas:

- Não há custo de transação
- O mercado é totalmente líquido para compra e venda de ações
- Há uma simetria de informações
- A diversificação pode ser totalmente eficaz para eliminar o risco a partir da construção de um portfólio de investimentos.

Dessa maneira, a fórmula que Sharpe (1964) nos mostra via CAPM é a seguinte:

$$R_i = R_f + \beta_i * (R_m - R_f)$$

Onde:

R_i = taxa de retorno esperada por um ativo qualquer em situação de equilíbrio;

R_f = taxa livre de risco;

β_i = coeficiente beta ou risco sistemático;

R_m = taxa de retorno esperada a ser paga pelo mercado.

O beta pode ser resumido como o coeficiente angular de uma regressão que mede a variação de um ativo em relação a outro ativo. De forma resumida, ele é o que mede o risco não diversificável.

Dessa maneira, quando a ação possui um beta inferior a 1, o ativo tende a ter uma sensibilidade menor do que as variações de mercado, nesse caso, representado pelo Ibovespa. Por outro lado, quando esse indicador alcança um número maior que 1, a ação tende a ser mais sensível às variações de mercado, acarretando um crescimento maior quando a variação tende a ser positiva, ou uma queda maior quando o mercado se desvaloriza.

Entretanto, segundo PÓVOA (2019, página 234), o beta como uma regressão apresenta alguns problemas:

- Falta de Liquidez de uma ação
- Desvio padrão do Beta
- Betas históricos
- Distorções de mercado

O primeiro, a falta de liquidez representam o risco de a ação ficar dias ou semanas sem qualquer tipo de negociação entre os participantes de mercado. Uma forma de minimizar essa questão, é escolhendo uma janela de variação entre dados mensais ou semanais. A segunda, o desvio padrão do Beta, significa que em uma regressão com índice de 95% de confiança, o beta pode haver uma janela de variação grande, gerando uma desconfiança em seu cálculo como resultado. O terceiro, beta histórico, possui uma distorção pois os dados são do passado e que não podem representar o futuro, muito menos uma tendência a ser seguida por um setor ou grupo de empresas. O último, distorção de mercado, é em referência ao benchmarking que se utiliza no cálculo do beta, no caso o Ibovespa. Isso porque Alexandre Póvoa (2019) argumenta que setores muito concentrados no índice podem distorcer a variação do setor do ativo avaliado.

Para isso, a maneira de minimizar todos esses problemas podem ser mitigados por meio do *Bottom-up Beta*, segundo Póvoa (2019, p. 234). Isso porque esse beta “ajustado”, significa

em agrupar um número de ações do mesmo ativo a ser avaliado, e após isso, recalculando o beta individual de cada ação para encontrar um indicador mais condizente com o setor, e assim, evitar os problemas já citados. A fórmula do *Bottom-Up Beta*:

$$\beta = \beta_d \times (1 + ((D/E) \times (1 - t)))$$

Em que:

β = beta da empresa

β_d = beta desalavancado

D/E = Dívida/Valor de Mercado da Companhia

t = alíquota de imposto de renda devido ao benefício fiscal da dívida.

Por fim, o último parâmetro para cálculo do CAPM, se refere ao Prêmio de Risco, isto é, segundo Póvoa (2019, p. 244), um indicador que evidencia o quanto o investidor exige do ativo livre de risco e sua diferença sobre o prêmio de risco.

Esse índice reflete a percepção geral do risco de mercado, ou seja, fatores como política, economia, social entre outros, devem superar um investimento em renda fixa para valer a pena. Dessa maneira, quanto maior essa percepção de risco, maior o retorno exigido pelo investidor (PÓVOA, 2019, p. 244).

Segundo DAMODARAN (2002), países com histórico recente e com poucos dados, tendem a não possuir uma consistência em dados para o prêmio de risco. Além disso, Póvoa (2019, p. 247) também afirma que o Brasil não possui dados consistentes, principalmente devido à inflação e ao alto retorno historicamente da renda fixa em detrimento do mercado de ações. Para sanar esse problema, Póvoa (2019, p. 248), afirma que a taxa de prêmio de risco a ser levada em consideração, baseada no prêmio de risco americano, é de 5,5% a.a. em reais.

O segundo custo, que faz parte do WACC, é o Custo de Capital de Terceiros. Segundo Assaf Neto (2014, p. 463), esse custo é nada mais que os passivos onerosos da empresa encontrados na linha de empréstimos e financiamentos, em que seus custos são os juros cobrados pelos credores para reaver o montante, explicitando seus riscos para com a empresa. Além disso, esses custos possuem um abatimento de Imposto de Renda, gerando um benefício fiscal para o devedor. Com isso, a fórmula:

$$K_i = K_i (\text{antes IR}) \times (1 - \text{IR})$$

Em que:

K_i = Custo de Capital de Terceiros

Portanto, o WACC, ou custo de capital ponderado, é uma medida de taxa que pondera o retorno exigido pelo detentor do capital próprio, acionistas, juntamente com o capital de terceiros, sendo os credores.

$$WACC = \frac{R_b \times B}{B+S} (1 - IR) + \frac{R_s \times S}{B+S}$$

Onde:

R_s : Custo do Capital Próprio

R_b : Custo do Capital de Terceiros

S : Valor do Capital Próprio

B : Valor do Capital de terceiros

IR : Alíquota de IR

5 APLICAÇÃO DE PREMISSAS

5.1 Taxa Livre de Risco

CCP em US\$ nominais = Tnotes + Risco País + $(R_m - R_f) \times \text{beta}$

CCP em R\$ nominais = $[(1 + \text{CCP em US\$ nominais}) / (1 + \text{CPI}) \times (1 + \text{IPCA})] - 1$

CPI: inflação norte americana

$(R_m - R_f)$: prêmio de mercado

CCP em US\$ nominais = 1,53% + 1,92% + 6,5% x 0,80

CCP em R\$ nominais = [(1 + 8,65%)/(1 + 2,2%) x (1 + 3,00%)] – 1 = 9,5%

Tnotes: <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>)

Inflação Norte Americana: <https://knoema.com/kyaewad/us-inflation-forecast-2021-2022-and-long-term-to-2030-data-and-charts>

CDS: <http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/united-states/5-years/>

Inflação Brasileira: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/metainflacao>.

5.2 Prêmio de Risco

Para o prêmio de risco, em relação ao Brasil, utilizou-se a taxa sugerida pelo Póvoa (2019, página 248), com base em seus estudos e no prêmio de risco americano. Portanto, a taxa levada em consideração foi de 5,5% no Prêmio de Risco em valores na moeda brasileira.

5.3 Beta

Segundo Póvoa (2019, página 233), o Beta é calculado entre uma janela mensal pelo no mínimo 3 anos para evitar grandes variações devido a oscilações de mercado e eventos adversos. Porém, a Vivara possui menos desse tempo na bolsa de valores. Dessa maneira, foi optado por calcular o Beta de forma Mensal, porém, com a data máxima disponível próxima de 2 anos. Com isso, chegamos a um Beta próximo de 1,29 em relação ao Índice Bovespa.

Por outro lado, como citado anteriormente, o Póvoa (2019) argumenta que a melhor forma de aproximar o Beta da realidade daquele ativo, é calcular o *Bottom Up* Beta. Para isso, comparou-se mais três ativos do mesmo setor: Lojas Renner, Hering e Arezzo. Na bolsa brasileira, no segmento de joias, não há outra empresa para comparar com a Vivara, porém essas empresas de Varejo possuem um tamanho e operação bem parecida com a empresa em análise.

Portanto, aplicando a fórmula do *Bottom Up* Beta primeiro do setor e após isso desalavancando de acordo com o Dívida / Valor de Mercado das empresas, encontrou-se um Beta próximo de 0,83, bem diferente do Beta estatístico encontrado anteriormente. Segue os dados para o embasamento do *Bottom Up* Beta.

5.4 Custo de Capital de Terceiros

Como dito anteriormente, para o Custo de Capital de Terceiros utilizou-se o custo de captação mais longa da empresa e divulgado em sua última demonstração financeira. No caso, a taxa foi de CDI + 2,55% a.a. Para a projeção do CDI, utilizou-se a projeção mais longa divulgada pelo Banco Itaú. Fonte (<https://www.italy.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/projecoes/longo-prazo-maio-2021>).

Dessa maneira, a taxa projetada pelo Itaú foi de 5,39%. Com isso o custo de Capital de Terceiro total é de 7,94% a.a. Porém, como há possibilidade de benefício fiscal nesse custo financeiro de 34%, e aplicado de acordo com a fórmula de Assaf Neto (2014), encontra-se um custo de 5,24%.

5.5 Participação de cada Capital

Para que se possa determinar o Capital de Terceiros em relação ao capital total da empresa, dividiu-se o total de empréstimos de curto e longo prazo da empresa pelo Patrimônio Líquido mais o Passivo. Sendo assim, a empresa possui R\$ 390.321 mil em passivos de empréstimos contra um Patrimônio Líquido total de R\$ 1.171.476 mil reais. Dessa maneira, cerca de 25% do Capital da empresa está em Capital de Terceiros. Por outro lado, o Capital Próprio corresponde a 75%.

5.6 WACC

Aplicando a fórmula do WACC, citada anteriormente:

$$WACC = Rb \times \frac{B}{S} \times (1 - IR) + Rs \times \frac{S}{S}$$

Temos:

$$WACC = 5,18\% * 25\% * 66\% + 9,5\% * 25\% = 8,34\%.$$

5.7 Dados históricos

A Tabela 1 demonstra os principais indicadores de resultado da empresa durante os anos de 2016 até 2020, servindo como base para as premissas aplicadas na metodologia do presente trabalho.

Tabela 1: Demonstrações de Resultado

DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS (R\$ mil)	2016	2017	2018	2019	2020
Receita Operacional Líquida Total	891.417	899.833	1.046.449	1.171.322	1.047.547
<i>Growth</i>	-	0,94%	16,29%	11,93%	-10,57%
EBIT	195.138	203.075	257.509	361.626	205.079
EBITDA	213.167	220.362	255.633	272.145	263.352
<i>Margem EBITDA</i>	23,91%	24,49%	24,43%	23,23%	25,14%
<i>Margem EBIT</i>	21,89%	22,57%	24,61%	30,87%	19,58%
IR/CSLL	46.479	(55.030)	22.999	40.900	16.900
<i>Aliquota Efetiva IR</i>	23,82%	-27,10%	8,93%	11,31%	8,24%
NOPAT	148.659	258.105	234.510	320.726	188.179
<i>Investment Rate</i>	-12,13%	-85,64%	34,84%	52,98%	-10,82%
CAPEX		(9.504)	(13.249)	(46.500)	(44.712)
Depreciação e Amortização	18.029	17.287	25.871	46.944	58.273
Δ Capital de Giro		213.271	(94.332)	(170.365)	6.807
FCFF	166.688	479.159	152.800	150.805	208.547

Fonte: Relações com Investidores Vivara, elaborado pelo autor.

5.8 Premissas de projeção do Fluxo

Segundo Póvoa (2019), os principais fatores de um Fluxo de Caixa Descontado, estão no numerador da equação, ou seja, na projeção dos Fluxos Futuros e no denominador desses fluxos, ou no caso, o WACC, custo médio de capital ponderado, responsável por trazer esses Fluxos ao valor presente.

Dessa forma, será apresentado primeiro os números que compõem o numerador e, portanto, são responsáveis por levar ao futuro os fluxos de caixas e suas expectativas de retorno tanto para o acionista, quanto para o credor. Após isso, será utilizado o WACC já apresentado para descontar esses fluxos ao valor presente e alcançar o valor mais justo da ação.

No caso do Fluxo de Caixa projetado, optou-se por projetar até 2023. Isso porque, segundo Póvoa (2019, página 147), é necessário projetar o Fluxo das empresas até atingir um ciclo de maturidade que seja suficiente para ser levado para a Perpetuidade.

Dito isso, a empresa apresentou um plano de expansão agressivo com cerca de 50 lojas por ano sendo inauguradas até o ano de 2023. Após isso, não há até o momento grandes mudanças na empresa que exigirão projetar um fluxo de caixa após essa data. O método de avaliação de empresas segundo Póvoa (2019), é um método que exige acompanhamento pelo analista e, assim, uma reavaliação e mudanças ao longo do tempo que deverão ser sempre feitas para aproximar o cenário projetado da empresa para o mais perto da realidade que a mesma pode entregar. Dessa maneira, a escolha de projetar até 2023 é momentânea, porém, nada impede de ser reavaliado em tempos e de acordo com novas premissas e “drivers” de crescimento que podem tirá-la da zona de conforto da maturidade após o ano de 2023.

5.8.1 Receita operacional líquida projetada

Para a Receita Operacional Líquida, a principal premissa de projeção dessa “linha” do Fluxo de Caixa está na forte expansão de lojas e sua maturidade ao longo do tempo. Como citado anteriormente, a empresa está com um plano para abertura de 50 lojas por ano até 2023. Por outro lado, em lojas inauguradas ao longo do tempo, há um tempo até que essas lojas alcançam uma maturidade e nível de faturamento igualmente as lojas mais antigas do portfólio da empresa.

Dessa maneira, adotou-se uma Matriz de Maturidade, em que cada ano de loja em funcionamento, a mesma atinge uma maturidade maior para alcançar um faturamento e desempenho operacional próximo ao longo do tempo. Essa base de cálculo da matriz foi utilizada como base das Lojas Renner, já que a mesma divulga em seu Relacionamento de Investidores dados em relação a essa informação. Além disso, a operação das Lojas Renner conta com concentração de lojas em shoppings, crescimento, múltiplos e posicionamento de marca no futuro como um benchmarking para a joalheria.

Tabela 2: Maturação de Lojas por ano

Maturação das Lojas ao longo do tempo				
5 anos	4 anos	3 anos	2 anos	1 ano
100,00%	87,50%	75,00%	62,50%	50,00%

Fonte: Relações com Investidores Lojas Renner, elaborado pelo autor.

Matriz de abertura de lojas e sua maturação ao longo do tempo:

Tabela 3: Maturação de Lojas projetadas por ano

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nº Lojas Vivara	271	321	371	371	371	371
Maduras	156	167	193	221	271	321
Nível III	11	26	28	50	50	50
Nível II	26	28	50	50	50	-
Nível I	28	50	50	50	-	-
Novas Lojas	50	50	50	-	-	-

Fonte: Relações com Investidores Vivara, elaborado pelo autor.

Portanto, a base de cálculo foi a Receita Bruta, em que se realizou a média de faturamento da empresa dos últimos anos por loja em cada momento de maturidade.

Tabela 4: Maturação de Lojas históricas por ano

	2016	2017	2018	2019	2020
Nº Lojas Vivara	182	192	203	225	246
Maduras	125	148	164	176	171
Nível III	23	16	16	2	10
Nível II	16	16	2	10	11
Nível I	16	2	10	11	26
Novas Lojas	2	10	11	26	28
Média de Faturamento de Loja por Maturidade (R\$ mil)	7.205	6.894	7.095	7.262	6.131

Fonte: Relações com Investidores Vivara, elaborado pelo autor.

Após isso, projetou-se a média de faturamento por loja e alcançando a média por ano e de acordo com a abertura de lojas. Porém, cerca de 20% da Receita Bruta das lojas são devoluções.

Para isso, descontou-se essa média para alcançar a Receita Operacional Líquida projetada por ano:

Tabela 5: Faturamento de Lojas Projetadas por maturação ao ano

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Média de Faturamento de Loja por Maturidade (R\$ mil)	8.565	8.993	9.285	9.127	9.012	9.011
Receita Operacional Líquida por	1.559.719	1.920.829	2.311.999	2.435.002	2.539.509	2.629.506

Fonte: elaborado pelo autor.

5.8.2 EBITDA, Capex, Capital de Giro e Depreciação projetados

Para essas linhas do balanço, projetou-se de acordo com a média histórica para aproximar da realidade da empresa. Porém, o Capex, ou investimentos para expansão, levou-se em consideração além da média histórica, o fator expansão, já que esse número tende a acelerar de forma agressiva.

Tabela 6: EBITDA, CAPEX, Depreciação e Capital de Giro projetados

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBITDA	542.266	667.813	803.811	846.575	882.909	914.199
CAPEX	- 93.583	(105.646)	(115.600)	(121.750)	(126.975)	(131.475)
Depreciação e Amortização	62.389	76.833	92.480	97.400	101.580	105.180
Δ Capital de Giro	- 83.365	(91.396)	(106.551)	(116.948)	(136.794)	(160.556)

Fonte: elaborado pelo autor.

Para o Ebitda, utilizou-se por volta de 34%, margem pré-pandemia, e por conta disso, para a Projeção, optou-se por manter essa média, inclusive por acreditar que o E-commerce da empresa poderá diminuir os custos na margem, já que segundo última teleconferência com investidores referente ao 4º Trimestre de 2020, a empresa divulgou que cerca de 90%

dos clientes já pesquisaram ou tiveram acesso ao produto via site antes de comprar presencialmente na loja. Por conta disso, o desafio está em integrar o online com offline e criar uma nova experiência do consumidor capaz de ser eficiente nos custos e ao mesmo tempo na conversão entre interessado e efetivamente comprador. Além disso, um exemplo, é o programa “Jóias em Ação”, já citado nesse trabalho, que ajudou de forma intensa a empresa a entender os clientes e criar uma linha de contato e relacionamento com os clientes por meio das vendedoras.

Para a depreciação, levou-se em conta também a média histórica da depreciação em relação a Receita Operacional Líquida gerada pela empresa. Esse número historicamente alcança cerca de 4,00% da Receita, porém, a fim de projeção e também devido ao fato da forte expansão de lojas, optou-se por ser conservador e levar em 4% até a perpetuidade.

Por fim, há a necessidade de capital de giro que também se utilizou uma média histórica das linhas do ativo e passivo cíclico. Nesse caso a média girava em torno de 44%, e para os próximos anos de perpetuidade, optou-se por aumentar de forma escalonada essa média partindo de 42% até alcançar 48% da Receita Operacional Líquida anual.

5.8.3 Taxa efetiva do IR e CSL

Uma das vantagens competitivas da Vivara em relação às concorrentes, está justamente na isenção de impostos. Segundo Póvoa (2019, página 192), por uma lógica de imprevisibilidade e complexidade da questão de impostos no Brasil, é importante levar as isenções até o ano em que a empresa possui garantia dessas isenções, visto que não é garantia de renovação desse benefício por possuir um risco político e econômico grande. Por outro lado, a Vivara está localizada na Zona Franca de Manaus e possui uma grande isenção de impostos, já citados no presente trabalho, até 2074, garantidos constitucionalmente. Dito isso, Póvoa (2019, página 197), argumenta que a Zona Franca de Manaus é um ponto fora da curva e por isso precisa ser analisada de forma diferente. Póvoa (2019) cita que nesse caso é necessário levar em consideração uma média de taxa efetiva de IR já que o prazo da isenção da Zona Franca tende a ser muito longo.

Dessa maneira, a média histórica da Vivara em relação aos impostos é importante, visto que a taxa efetiva nos últimos 3 anos alcançou apenas 10% em relação ao IR e CSLL. Para a projeção e perpetuidade, levou-se em consideração uma taxa bem mais alta. Dessa forma, não foi estimado uma taxa cheia de 34% pois dificilmente a empresa pagará impostos neste nível estando na Zona Franca de Manaus e com cerca de 80% da sua produção, além

Fonte: elaborado pelo autor.

6.1 Matriz de sensibilidade

Tabela 9: Matriz de Sensibilidade

	Matriz de Sensibilidade						
WACC	7,59%	7,84%	8,09%	8,34%	8,59%	8,84%	9,09%
	R\$ 35,17	R\$ 33,55	R\$ 32,07	R\$ 29,70	R\$ 29,50	R\$ 28,36	R\$ 27,32

Fonte: elaborado pelo autor.

Segundo Póvoa (2019), determinar o preço de uma ação não é o cenário ideal, visto que há muitas variáveis. Dito isso, é importante o analista diversificar em cenários de risco o quanto aquela ação pode variar de acordo com as condições de mercado e economia. Para isso, ao invés de determinar cenários em que podem haver diversas probabilidades, o presente trabalho optou por realizar uma matriz de sensibilidade de WACC, onde é proposto vários cenários para a taxa de desconto e que, assim, é possível verificar a janela de variação do valor da empresa de acordo com o risco e variação de um cenário mais estressado ou mais favorável, seja no risco macroeconômico afetando o custo de oportunidade do acionista ou seja no cenário de taxa de juros afetando também o credor.

7 CONCLUSÃO

O presente trabalho aplicou a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado ou DFC, e por isso, foi possível chegar ao valor justo da empresa de R\$ 7.084 milhões. A partir dos dados do número de ações divulgadas pela empresa, o valor justo para cada ação é de R\$ 29,70. Porém, levando-se em consideração o valor de mercado da companhia no último pregão do dia 10/09/2021 da B3, negociada sob o ticker VIVA3, a ação fechou cotada a R\$ 31,20.

Dessa maneira, é possível afirmar que o valor da companhia no mercado de ações está mais caro que o valor justo alcançado, não sendo até o momento, um investimento aconselhável. Muitos analistas e investidores possuem uma expectativa diferente acerca do valor justo da empresa, já que segundo Damodaran, a análise de um ativo é tendenciosa pois suas premissas levam em conta, mesmo que imperceptíveis a sua análise, as expectativas do autor da avaliação da empresa. Há ainda premissas que podem mudar ao longo do tempo, como fusões e aquisições, que no caso da Vivara possuem noticiários recentes com aquisições de concorrentes. A empresa possui muito caixa e uma perspectiva de forte geração nos próximos anos, permitindo a empresa ganhar mercado de forma inorgânica, mantendo sua estrutura de capital equilibrada e sem necessariamente se alavancando de forma a comprometer o FCFF da empresa.

Portanto, o valor justo está muito próximo ao valor de mercado da companhia, o que indica que a empresa está cumprindo até o momento com as expectativas das premissas levantadas por esse trabalho e o mercado de ações está precificando essas expectativas ao valor justo encontrado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

IPEADATA, Taxa Selic Over, disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=38402>. Acesso em Abril de 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Boletim Focus, disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20210416.pdf> Acesso em Abril de 2021.

B3, Pesquisa do Perfil e Comportamento do Investidor Pessoa Física na B3, disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/investidores.htm. Acesso em Abril de 2021.

VIVARA. **Mundo das Marcas**, 2010. disponível em: <http://mundodasmarcas.blogspot.com/2010/07/vivara.html>. Acesso em Abril de 2021.

INFOMONEY, IPO da Vivara sai a R\$ 24 por ação e oferta movimentada R\$ 2,29 bilhões, disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/ipo-da-vivara-sai-a-r-24-por-acao-e-oferta-movimentada-r-229-bilhoes/>. Acesso em Abril de 2021.

CLÁUDIA, VIVARA celebra 55 anos de história, disponível em: <https://claudia.abril.com.br/especiais/55-anos-de-vivara/>. Acesso em Abril de 2021.

VIVARA, Relação com Investidores, disponível em: <https://ri.vivara.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em Maio de 2021.

LOJAS RENNERT, Relação com Investidores, disponível em: <https://lojasrenner.mzweb.com.br/>. Acesso em Maio de 2021.

DAMODARAN, Aswath. Valuation – Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações. LTC, 2012

PÓVOA, Alexandre. **Valuation – Como Precificar Ações**. 2. ed. ATLAS, 2019.

ASSAF NETO, Alexandre. **Métricas de Valor e Avaliação de Empresas**. 2. ed. GEN, 2015.

TESOURO, Títulos. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm>. Acesso em Junho de 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Meta Inflação. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/metainflacao>. Acesso em Junho de 2021.

ITAÚ, Análise Econômica. Disponível em: <https://www.itaubba-pt/analises-economicas/projecoes/longo-prazo-maio-2021>. Acesso em Junho de 2021.

BRADESCO, Análise Econômica. Disponível em: <https://www.bradescoeuropa.eu/SiteEconomiaEmDia/Projecoes/Longo-Prazo>. Acesso em setembro de 2021.

ANEXOS

Tabela 10: Balanço Patrimonial da Companhia – Ativo

Balanço Patrimonial (R\$ mil)	2016	2017	2018	2019	2020
CIRCULANTE					
Caixa e equivalentes de caixa	54.814,0	124.758,0	84.780,5	435.844	477.319
Títulos e valores mobiliários	-	-	590,3	-	59.725
Contas a receber	313.098,0	178.778,0	214.981,5	425.833	410.263
Contas a receber partes relacionadas	20.607,0	13.190,0	1.910,6	-	-
Estoques	310.039,0	271.662,0	348.289,6	348.034	365.184
Impostos a recuperar	18.949,0	14.221,0	56.932,6	95.247	101.034
Despesas pagas antecipadamente e outros créditos	18.248,0	22.835,0	13.606,7	7.669	3.262
Instrumentos derivativos ativo	23.723,0	-	4.208,1	6.796	11.767
Total do ativo circulante	759.478,0	625.444,0	725.299,9	1.319.425	1.428.554
NÃO CIRCULANTE					
Títulos e valores mobiliários	509,0	556,0	-	-	164.876
Depósitos judiciais	10.918,0	12.695,0	13.309,4	13.680	13.457
Contas a receber partes relacionadas LP	-	-	9.698,1	-	-
Imposto de renda e contribuição social diferidos	24.713,0	50.113,0	51.729,0	54.200	67.831
Instrumentos derivativos ativo	1.249,0	766,0	6.490,3	2.715	-
Impostos a recuperar	20.944,0	127.765,0	33.486,4	168.344	116.090
Investimentos	819,0	368,0	-	-	-
Imobilizado	42.836,0	39.042,0	40.823,9	311.620	340.907
Intangível	18.702,0	13.443,0	8.809,6	9.546	8.981
Total do ativo não circulante	120.690,0	244.748,0	164.346,7	560.104	712.142
ATIVO TOTAL	880.168,0	870.192,0	889.646,6	1.879.529	2.140.697

Fonte: Relações com Investidores, Vivara.

Tabela 11: Balanço Patrimonial da Companhia – Passivo e Patrimônio Líquido

Balanço Patrimonial (R\$ mil)	2016	2017	2018	2019	2020
CIRCULANTE					
Fornecedores	39.833,0	53.721,0	46.203,7	36.421	53.198
Empréstimos e financiamentos	333.191,0	97.827,0	115.891,8	190.934	277.821
Investimentos - passivo a descoberto	-	-	96,1	-	-
Partes relacionadas	7.621,0	8.268,0	478,3	88	-
Obrigações trabalhistas e previdenciárias	35.591,0	39.869,0	48.140,2	65.175	49.922
Obrigações tributárias	66.960,0	81.270,0	73.608,1	86.778	92.177
Parcelamento de tributos	2.936,0	1.972,0	1.224,2	457	327
Arrendamentos a pagar	11.694,0	11.888,0	13.223,9	14.856	10.367
Instrumentos derivativos passivo	3.814,0	-	-	-	-
Arrendamentos direito de uso a pagar	-	-	-	24.119	39.955
Juros sobre o capital próprio a pagar	6.253,0	8.849,0	-	8.124	22.353
Dividendos a pagar	-	-	-	-	12.482
Outras obrigações	3.418,0	9.666,0	17.642,9	31.862	30.441
Total do passivo circulante	511.311,0	313.330,0	316.509,2	458.813	589.043
NÃO CIRCULANTE					
Obrigações trabalhistas e previdenciárias	-	-	-	9.193	6.954
Empréstimos e financiamentos	80.231,0	196.253,0	99.553,2	79.420	112.500
Parcelamento de tributos	5.938,0	4.750,0	2.110,1	1.865	815
Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários	27.489,0	29.439,0	19.766,2	15.234	24.636
Arrendamentos direito de uso a pagar	-	-	-	225.281	235.273
Outras obrigações	1.972,0	1.346,0	692,0	-	-
Total do passivo não circulante	115.630,0	231.788,0	122.121,5	330.992	380.178
PATRIMÔNIO LÍQUIDO					
Capital social	147.712,0	147.712,0	147.712,6	1.052.340	1.105.381
Reservas de lucros	89.409,0	207.782,0	293.208,3	37.384	119.136
Lucros/Prejuízos acumulados	16.106,0	(30.420,0)	10.095,0	-	0
Reservas de Capital	-	-	-	-	(53.041)
Total do patrimônio líquido	253.227,0	325.074,0	451.015,9	1.089.724	1.171.476
TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	880.168,0	870.192,0	889.646,6	1.879.529	2.140.697

Fonte: Relações com Investidores, Vivara.

Tabela 12: Balanço Patrimonial da Companhia – Ativo Projetado

ATIVO	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Caixa / Aplic. Financeiras	124.758,0	85.370,8	435.844,4	537.044,8	567.943,1	720.803,4	939.362,3	1.166.222,0	1.386.398,0	1.594.429,7
Contas a receber	178.778,0	214.981,5	425.833,4	410.262,6	483.876,8	570.699,7	673.101,5	793.877,4	936.324,3	1.104.330,8
Estoques	271.662,0	348.289,6	348.034,2	365.184,4	384.067,4	403.926,8	424.813,0	446.779,3	469.881,4	494.178,1
Impostos a recuperar	14.221,0	56.932,6	95.247,4	101.033,8	107.171,7	113.682,5	120.588,9	127.914,9	135.685,9	143.929,0
Despesas antecipadas	22.835,0	13.606,7	7.669,4	3.261,9	3.359,8	3.460,6	3.564,4	3.671,3	3.781,5	3.894,9
Partes Relacionadas	13.190,0	1.910,6								
Derivativos a Receber		4.208,1	6.796,2	11.766,9						
Ativo Realizável à CP	625.444,0	725.299,9	1.319.424,9	1.428.554,3	1.546.418,7	1.812.573,0	2.161.430,1	2.538.464,8	2.932.071,1	3.340.762,5
Depósitos Judiciais	12.695,0	13.309,4	13.680,0	13.457,0	14.206,2	14.997,1	15.832,1	16.713,5	17.644,0	18.626,3
Partes relacionadas		9.698,1								
Tributos a recuperar e diferidos	177.878,0	85.215,4	222.543,8	183.921,5	210.455,2	244.926,7	290.001,3	349.248,7	427.450,9	531.014,1
AFAC	766,0	6.490,3	2.714,7							
Outros	556,0			164.876,0	317.430,3	285.728,4	386.385,9	358.414,9	325.869,5	280.951,6
Investimentos	368,0									
Imobilizado Líquido	39.042,0	40.823,9	311.619,9	340.907,4	565.906,2	939.404,3	967.586,4	996.614,0	1.026.512,4	1.057.307,8
Intangível	13.443,0	8.809,6	9.545,6	8.980,6	9.250,0	9.527,5	9.813,3	10.107,7	10.410,9	10.723,3
Ativo Realizável à LP	244.748,0	164.346,7	560.104,0	712.142,4	1.117.247,8	1.494.584,0	1.669.618,9	1.731.098,8	1.807.887,9	1.898.623,1
TOTAL ATIVO	870.192,0	889.646,6	1.879.528,9	2.140.696,7	2.663.666,6	3.307.157,0	3.831.049,1	4.269.563,7	4.739.958,9	5.239.385,6

Tabela 13: Balanço Patrimonial da Companhia – Passivo + PL Projetados

PASSIVO	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Empréstimos	97.827,0	115.891,8	215.052,8	317.775,6	318.163,5	364.364,6	417.274,6	477.867,9	547.260,0	626.728,6
Partes relacionadas	8.268,0	478,3	87,9							
Fornecedores	53.721,0	46.203,7	36.421,4	53.198,2	59.284,5	66.067,1	73.625,7	82.049,1	91.436,2	101.897,2
Impostos, Taxas e Contrib.	83.242,0	74.832,3	87.234,8	92.504,0	100.485,9	109.543,9	119.418,3	130.182,9	141.917,8	154.710,5
Obrig. Sociais e Trab.	39.869,0	48.140,2	65.174,6	49.922,1	55.506,9	61.716,5	68.620,7	76.297,4	84.832,8	94.323,1
Dividendos à pagar				12.481,6	60.921,1	75.025,7	96.084,4	97.543,8	101.730,2	105.335,4
Adiant. de Clientes					33.185,1	36.176,5	39.437,5	42.992,5	46.867,9	51.092,6
Outros	30.403,0	30.866,8	54.841,5	63.161,4	83.535,0	138.668,1	230.189,0	237.094,7	244.207,5	251.533,7
Passivo Exigível à CP	313.330,0	316.413,1	458.813,0	589.042,9	711.081,9	851.562,2	1.044.650,3	1.144.028,1	1.258.252,3	1.385.621,2
Empréstimos	196.253,0	99.553,2	79.419,8	112.500,0	129.375,0	148.781,3	171.098,4	196.763,2	226.277,7	260.219,3
Impostos, Taxas e Contrib.	4.750,0	2.110,1	1.864,5	814,5						
Provisões	29.439,0	19.766,2	15.233,8	24.636,4	25.375,5	26.136,7	26.920,8	27.728,4	28.560,3	29.417,1
Outros	1.346,0	692,0	234.473,4	242.227,1	390.554,0	648.319,6	667.769,1	687.802,2	708.436,3	729.689,4
Passivo Exigível à LP	231.788,0	122.121,5	330.991,6	380.178,0	545.304,4	823.237,5	865.788,4	912.293,9	963.274,3	1.019.325,8
Capital Social	147.712,6	147.712,6	1.052.340,1	1.105.381,2	1.105.381,2	1.105.381,2	1.105.381,2	1.105.381,2	1.105.381,2	1.105.381,2
Reservas de Capital				(53.041,1)						
Reserva de Lucros	207.782,0	293.208,3	37.384,3	119.135,7	301.899,0	526.976,0	815.229,2	1.107.860,5	1.413.051,1	1.729.057,4
Lucros/Prejuízos Acum.	(30.420,0)	10.095,0								
Patrimônio Líquido	325.074,6	451.015,9	1.089.724,3	1.171.475,8	1.407.280,2	1.632.357,2	1.920.610,4	2.213.241,7	2.518.432,3	2.834.438,6
TOTAL PASSIVO + PL	870.192,6	889.550,5	1.879.528,9	2.140.696,7	2.663.666,6	3.307.157,0	3.831.049,1	4.269.563,7	4.739.958,9	5.239.385,6

Tabela 14: Balanço Patrimonial da Companhia – DRE Projetado

DRE	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita Líquida	996.846,0	1.059.585,7	1.171.360,0	1.047.547,0	1.559.719,4	1.920.828,7	2.311.998,6	2.435.002,0	2.539.508,9	2.629.506,3
(-) CMV	(334.653,0)	(313.538,0)	(373.614,9)	(330.064,1)	(499.110,2)	(614.665,2)	(739.839,5)	(779.200,6)	(812.642,8)	(841.442,0)
Lucro Bruto	662.193,0	746.047,7	797.745,1	717.483,0	1.060.609,2	1.306.163,5	1.572.159,0	1.655.801,4	1.726.866,0	1.788.064,3
(-) SG&A	(442.683,0)	(480.449,3)	(498.066,2)	(463.223,0)	(580.731,5)	(715.183,6)	(860.828,1)	(906.626,1)	(945.537,2)	(979.046,0)
(+) Outros result. operacionais	(15.984,0)	(7.625,4)	62.194,3	(49.181,3)						
Lucro Operacional (EBIT)	203.526,0	257.973,0	361.873,2	205.078,6	479.877,7	590.980,0	711.330,9	749.175,3	781.328,8	809.018,3
Depreciação	(17.287,0)	(16.023,6)	(46.944,2)	(58.272,7)	(62.388,8)	(76.833,1)	(92.479,9)	(97.400,1)	(101.580,4)	(105.180,3)
EBITDA	220.813,0	273.996,6	408.817,4	263.351,4	542.266,5	667.813,1	803.810,8	846.575,4	882.909,2	914.198,5
(-) Despesas financeira	(58.520,0)	(41.147,6)	(63.414,4)	(57.561,3)	(64.812,0)	(79.817,4)	(96.071,9)	(101.183,2)	(105.525,8)	(109.265,5)
(+) Receitas financeira	26.682,0	5.234,6	66.217,1	20.293,8	27.746,9	34.170,9	41.129,7	43.317,9	45.177,0	46.778,0
(+) Var. Cambial/Monetária	(382,0)	(161,0)	(5.263,5)	(4.274,4)						
Lucro Antes de Equiv. e IR/CS	171.306,0	221.898,9	359.412,4	163.536,7	274.878,8	357.727,6	453.697,5	477.835,2	498.343,2	516.003,9
(+) Equivalência Patrimonial	(451,0)	(463,9)	(247,3)							
Lucro Antes IR/CS	170.855,0	221.435,0	359.165,1	163.536,7	274.878,8	357.727,6	453.697,5	477.835,2	498.343,2	516.003,9
(-) IR/CS Diferido	55.030,0	(22.999,6)	(40.914,3)	(16.864,6)	(31.194,4)	(57.624,9)	(69.360,0)	(87.660,1)	(91.422,3)	(94.662,2)
Lucro Líquido	225.885,0	198.435,3	318.250,8	146.672,1	411.618,2	487.708,6	587.028,7	603.649,9	629.557,7	651.868,6

Tabela 15: Balanço Patrimonial da Companhia – Fluxo de Caixa Indireto Projetado

FLUXO DE CAIXA	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Resultado operacional	257.973,0	361.873,2	205.078,6	479.877,7	590.980,0	711.330,9	749.175,3	781.328,8	809.018,3
(+) Deprec. e amortização	16.023,6	46.944,2	58.272,7	62.388,8	76.833,1	92.479,9	97.400,1	101.580,4	105.180,3
(-) Impostos e taxas	(22.999,6)	(40.914,3)	(16.864,6)	(31.194,4)	(57.624,9)	(69.360,0)	(87.660,1)	(91.422,3)	(94.662,2)
(+) Equivalência Patrimonial	(463,9)	(247,3)							
(+) Var. Cambial/Monet.	(161,0)	(5.263,5)	(4.274,4)						
(-) Despesas financeiras	(41.147,6)	(63.414,4)	(57.561,3)	(64.812,0)	(79.817,4)	(96.071,9)	(101.183,2)	(105.525,8)	(109.265,5)
(-) Δ NCG - curto prazo	(153.970,3)	(223.319,2)	3.835,1	(76.008,9)	(88.252,4)	(102.699,9)	(119.755,5)	(139.897,4)	(163.690,9)
(-) Δ NCG - longo prazo	(9.672,8)	(4.532,4)	9.402,6	739,1	761,3	784,1	807,6	831,9	856,8
Δ Derivativos a Rec./A Pagar	(9.932,3)	1.187,4	(2.255,9)	11.766,9					
(+) Outros	(248,6)	257.385,5	(148.579,4)	129.274,8	343.809,7	9.478,1	54.028,2	59.361,8	72.514,9
FC Operacional	35.400,4	104.418,4	37.060,7	512.032,0	786.689,4	343.250,1	379.337,7	383.620,5	389.424,7
(+) Receitas financeiras	5.234,6	66.217,1	20.293,8	27.746,9	34.170,9	41.129,7	43.317,9	45.177,0	46.778,0
(-) CAPEX	(12.804,2)	(318.476,2)	(86.995,2)	(287.657,0)	(450.608,7)	(120.947,9)	(126.722,1)	(131.782,0)	(136.288,0)
FC Investimento	(7.569,6)	(252.259,1)	(66.701,3)	(259.910,2)	(416.437,8)	(79.818,2)	(83.404,2)	(86.605,0)	(89.509,9)
(+) Partes relacionadas	(6.208,4)	11.218,3	(87,9)						
(+) Δ Empréstimos - curto prazo	18.064,8	99.160,9	102.722,9	40.342,8	46.201,1	52.910,1	60.593,2	69.392,1	79.468,6
(+) Δ Empréstimos - longo prazo	(96.699,8)	(20.133,4)	33.080,2	16.875,0	19.406,3	22.317,2	25.664,8	29.514,5	33.941,7
(+) Δ Parcelamentos tributários	90.022,7	(137.573,9)	37.572,3	(26.533,7)	(34.471,6)	(45.074,5)	(59.247,4)	(78.202,3)	(103.563,1)
(+) Δ Capital Social		904.627,5	53.041,1			(96.084,4)			
(+) Δ Outras contas no PL	(72.494,0)	(584.169,9)	(117.961,8)	(228.854,9)	(262.631,6)	(298.775,6)	(311.018,6)	(324.367,1)	(335.862,3)
(-) Dividendos			12.481,6	48.439,5	14.104,6	(44.873,0)	1.459,4	4.186,4	3.605,2
FC Financiamento	(67.314,7)	498.410,3	130.841,1	18.202,5	(29.785,3)	(409.580,2)	(69.073,8)	(76.839,5)	(91.883,1)
VARIAÇÃO DE CAIXA	(39.483,8)	350.569,6	101.200,5	102.390,6	152.860,3	218.558,9	226.859,7	220.176,0	208.031,7

Tabela 16: Indicadores Projetados

PERFORMANCE	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Faturamento (R\$ milhões)	1.490,8	1.633,2	1.790,6	1.577,4	1.559,7	1.920,8	2.312,0	2.435,0	2.539,5	2.629,5
EBITDA (R\$ milhões)	220,8	274,0	408,8	263,4	542,3	667,8	803,8	846,6	882,9	914,2
Lucro Líquido (R\$ milhões)	225,9	198,4	318,3	146,7	411,6	487,7	587,0	603,6	629,6	651,9
Margem Líquida (%)	23%	19%	27%	14%	26%	25%	25%	25%	25%	25%
ROE	78%	51%	41%	13%	31%	32%	33%	29%	27%	24%
ROA	26%	23%	23%	7%	17%	16%	16%	15%	14%	13%

Endividamento	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Dívida Total (R\$ mil)	302.348,0	215.923,3	294.560,5	430.275,6	447.538,5	513.145,8	588.373,1	674.631,1	773.537,6	886.947,9
Dívida Líquida (R\$ mil)	177.590,0	130.552,5	(141.283,9)	(106.769,2)	(120.404,6)	(207.657,6)	(350.989,2)	(491.590,9)	(612.860,3)	(707.481,8)
Dívida Líquida / EBITDA	0,8	0,5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Juros / EBITDA	27%	15%	16%	22%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Dívida Total / PL	0,9	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Liquidez	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Liquidez Imediata	0,40x	0,27x	0,95x	0,91x	0,80x	0,85x	0,90x	1,02x	1,10x	1,15x
Liquidez Corrente	2,00x	2,29x	2,88x	2,43x	2,17x	2,13x	2,07x	2,22x	2,33x	2,41x
Liquidez Seca	1,13x	1,19x	2,12x	1,81x	1,63x	1,65x	1,66x	1,83x	1,96x	2,05x
Liquidez Geral	1,60x	2,03x	2,38x	2,21x	2,12x	1,97x	2,01x	2,08x	2,13x	2,18x

Indicadores de ciclo	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Prazo Médio de Recebimento	65	73	131	141	112	107	105	117	133	151
Prazo Médio de Pagamento	58	53	35	58	43	39	36	38	41	44
Prazo Médio de Estoque	308	421	384	484	317	270	236	236	238	242
Prazo do Ciclo Financeiro	315	441	479	567	386	339	305	315	330	349