

CAROLINA BRAZ PARENTE
EMANUELLA MEIRA LEITE DANTAS

Análise de uma empresa no setor de varejo no período pós-IPO: Um estudo de
caso da empresa Vivara

PROJETO DE GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO
APRESENTADO AO DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA INDUSTRIAL
DA PUC-RIO, COMO PARTE DOS REQUISITOS PARA OBTENÇÃO
DO TÍTULO DE ENGENHEIRO DE PRODUÇÃO

Orientador: Renato de Viveiros Lima

Departamento de Engenharia Industrial
Rio de Janeiro, 17 de Novembro de 2023.

Agradecimentos

Durante o período da graduação em Engenharia de Produção enfrentamos desafios acadêmicos, pessoais e profissionais, e não teríamos alcançado esse marco sem o apoio de nossas famílias e amigos. Seus encorajamentos e incentivos nos impulsionaram e nos mantiveram motivadas ao longo dos anos.

Destacamos a importância dos nossos pais e irmãos em nossa jornada acadêmica. Aos nosso pais, Daniella e Eduardo, e Verônica e Jonatas, agradecemos pelo apoio constante e amor incondicional. Aos nossos irmãos, Henrique, Gustavo e Gabriella, agradecemos por estarem ao nosso lado, compartilhando nossas vitórias e desafios.

Além disso, reconhecemos o papel desempenhado pelo Departamento de Engenharia de Produção e pela PUC-Rio em nossa formação. Os professores e funcionários desempenharam papel importante ao longo desses anos, proporcionando-nos conhecimento, orientação e oportunidades de aprendizado.

Por último, estendemos nossos agradecimentos ao professor Renato Viveiros por aceitar o convite para orientar este estudo. Sua orientação e disposição em nos auxiliar ao longo desse período foram essenciais e sua dedicação e apoio contribuíram significativamente para o desenvolvimento do projeto.

Resumo

O trabalho realiza estudo de caso do IPO da Vivara, uma empresa no setor de varejo de jóias e acessórios no Brasil. A análise aprofunda-se no uso estratégico do capital levantado durante o processo de IPO, especialmente no que diz respeito à expansão de sua rede de lojas e fortalecimento de sua posição de mercado. É analisada a habilidade da empresa em se alinhar com as tendências de consumo e elevar sua eficiência operacional. Um exemplo da estratégia é o sucesso da linha de produtos de prata "Life", aumentando as margens da companhia. Além de uma análise detalhada do desempenho financeiro atual, a pesquisa estende sua visão para as projeções futuras da empresa. A aplicação do método FCD permite uma avaliação mais abrangente e detalhada do valor real da Vivara, incorporando perspectivas futuras de crescimento e sustentabilidade de suas margens de lucro. Dessa forma, a trajetória da Vivara após o IPO é um exemplo de como a gestão estratégica e planejamento de expansão bem concebido são fundamentais para o sucesso em um ambiente de mercado altamente competitivo.

Palavras-Chave: *IPO*, oferta pública inicial, Vivara, *valuation*, fluxo de caixa descontado

Abstract

A case study of the Vivara IPO has been conducted, a company in the retail jewelry and accessories sector in Brazil. The analysis includes the strategic use of capital raised during the IPO process, especially in terms of expanding its store network and strengthening its market position. The company's ability to align with consumer trends and increase operational efficiency is analyzed. An example of said strategy is the success of the "Life" silver product line, increasing the company's margins. In addition to a detailed analysis of the current financial performance, the research extends its view to the future projections of the company. The application of the DCF method allows for a more comprehensive and detailed assessment of Vivara's value, incorporating future growth prospects and the sustainability of its profit margins. Thus, Vivara's trajectory post-IPO is an example of how strategic management and well-conceived expansion planning are fundamental to success in a highly competitive market environment.

Keywords: *IPO*, initial public offering, Vivara, *valuation*, discounted cash flow

Sumário

1	Introdução.....	1
2	Referencial Teórico.....	3
2.1	IPO.....	3
2.1.1	Vantagens e Ponderações.....	3
2.1.2	Principais Requerimentos.....	4
2.1.3	Governança Corporativa.....	4
2.2	Demonstrativos Financeiros.....	5
2.2.1	Balço Patrimonial.....	5
2.2.2	Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).....	6
2.2.3	Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC).....	6
2.3	Valuation.....	7
2.3.1	Avaliação Intrínseca.....	7
2.3.2	Fluxo de Caixa Livre da Empresa.....	8
2.3.3	Custo Médio Ponderado de Capital (WACC).....	9
2.3.3.1	Custo de Capital Próprio (Ke).....	9
2.3.3.2	Custo de Capital de Terceiros (Kd).....	10
2.3.4	Valor Terminal.....	10
2.3.5	Valor da Empresa e Valor do Acionista.....	11
3	Análise do Setor e Empresa.....	12
3.1	Análise Macroeconômica.....	12
3.1.1	Setor de Joalheria.....	13
3.2	Vivara.....	13
3.2.1	Estrutura e Benefícios Fiscais.....	14
3.2.2	Adaptação ao Mercado.....	15
3.3	IPO.....	16
3.3.1	Análise da empresa pré-IPO.....	16
3.3.1.1	Indicadores financeiros e operacionais.....	16
3.3.1.2	Estrutura Societária.....	17
3.3.1.3	Vantagens competitivas.....	17
3.3.1.4	Estratégias da Companhia.....	17
3.3.1.5	Principais fatores de risco.....	18
3.3.2	Oferta de Ações.....	18
3.3.2.1	Composição acionária pós oferta.....	19
3.3.2.2	Estrutura de Capital pós oferta.....	19

3.3.2.3 Destinação dos recursos.....	20
3.3.2.4 Retorno para o investidor.....	20
4 Avaliação da Empresa Atual.....	22
4.1 Histórico de Resultados.....	22
4.2 Valuation - fluxo de caixa descontado.....	22
4.2.1 Projeções de receita bruta (líquida de devoluções).....	23
4.2.1.1 Projeção de receita de vendas de lojas físicas.....	23
4.2.1.1.1 Projeção de receita de vendas lojas Vivara.....	23
4.2.1.1.2 Projeção de receita de vendas lojas Life by Vivara.....	24
4.2.1.1.3 Projeção de receita de vendas Quiosques.....	26
4.2.1.2 Projeção de receita de vendas digitais.....	26
4.2.1.3 Projeção de outras receitas.....	27
4.2.1.4 Projeção de Deduções da Receita Bruta (líquida de devoluções).....	27
4.2.2 Projeção de Custos.....	28
4.2.3 Projeção de Despesas.....	28
4.2.4 Projeção do CAPEX.....	30
4.2.5 Projeção Depreciação e Amortização.....	31
4.2.6 Projeção de Capital de Giro.....	32
4.2.7 Modelo de Fluxo de Caixa Descontado.....	33
4.2.7.1 Cálculo do WACC.....	33
4.2.7.2 Resultado da Avaliação.....	34
4.2.7.3 Análise de Sensibilidade.....	35
5 Análise dos Resultados.....	36
6 Conclusão.....	37

Índice de Tabelas

Tabela 3.1 - Composição acionária pré e pós IPO

Tabela 4.1 - Projeção de receitas - lojas Vivara

Tabela 4.2 - Projeção de receitas - lojas Life by Vivara

Tabela 4.3 - Projeção de receitas - Quiosques

Tabela 4.4 - Projeção de receitas - Vendas Digitais

Tabela 4.5 - Projeção de outras receitas

Tabela 4.6 - Projeção de deduções da receita

Tabela 4.7 - Projeção de custos

Tabela 4.8 - Projeção de despesas

Tabela 4.9 - Projeção de CAPEX

Tabela 4.10 - Projeção de Depreciação e Amortização

Tabela 4.11 - Ativo circulante operacional

Tabela 4.12 - Passivo circulante operacional

Tabela 4.13 - Projeção Variação da Necessidade de Capital de Giro

Tabela 4.14 - Projeção de Fluxo de Caixa

Tabela 4.15 - Análise de Sensibilidade no Valor da Empresa

Índice de Equações

Equação 2.1 - Cálculo do FCFF

Equação 2.2 - Fórmula do WACC

Equação 2.3 - Método CAPM

Equação 2.4 - Valor Terminal

Equação 2.5 - Valor da Empresa

Equação 2.6 - Valor do Acionista

Lista de Siglas

IPO	Oferta Pública Inicial (<i>Initial Public Offering</i>)
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
DFC	Demonstração do Fluxo de Caixa
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
FCFF	Fluxo de Caixa Livre da Empresa (<i>Free Cash Flow to Firm</i>)
FCFE	Fluxo de Caixa Livre do Acionista (<i>Free Cash Flow to Equity</i>)
NOPAT	Lucro Operacional Líquido Após Impostos (<i>Net Operating Profit After Tax</i>)
CAPEX	Gastos de Capital (<i>Capital Expenditures</i>)
WACC	Custo Médio Ponderado de Capital (<i>Weighted Average Cost of Capital</i>)
Ke	Custo do Capital Próprio (<i>Cost of Equity</i>)
Kd	Custo da Dívida (<i>Cost of Debt</i>)
CAPM	Modelo de Precificação de Ativos de Capital (<i>Capital Asset Pricing Model</i>)
VT	Valor Terminal
EV	Valor da Empresa (<i>Enterprise Value</i>)
CAGR	Taxa de Crescimento Anual Composta (<i>Compounded Annual Growth Rate</i>)
EBITDA	Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>)
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

1 Introdução

O entendimento do valor de uma empresa é uma peça chave em processos decisórios que abrangem desde investimentos e negociações até ações estratégicas de gestão. No setor de varejo de joias, no qual a Vivara se destaca, o desafio de mensurar a empresa se torna ainda mais evidente diante das flutuações econômicas e das mudanças nas preferências dos consumidores (B3, 2023). O movimento da Vivara em direção à abertura de capital, conhecido como Oferta Pública Inicial (IPO), representa um marco importante que, além de captar recursos para expansão, implica em um aumento significativo da transparência e obrigações regulatórias (B3, 2019).

A realização de um IPO pode ser vista como uma medida da confiança e da capacidade de uma empresa de resistir às pressões e expectativas do mercado. É um evento que não somente mobiliza capital, como também inicia um período de rigorosa avaliação e análise pública — uma etapa onde o *valuation* surge como instrumento vital para compreender o valor da empresa em um mercado instável. O processo de *valuation* é especialmente crítico após o IPO, oferecendo uma lente através da qual investidores e a empresa podem avaliar estratégias corporativas e impactos do mercado no valor da empresa (Damodaran, 2012).

Atualmente, o mercado brasileiro vive a maior seca de IPOs em 25 anos, batendo dois anos sem uma nova empresa listada. Com incertezas relacionadas a um ambiente de juros globais elevados e conflitos geopolíticos externos, empresas aguardam desdobramentos de movimentos dos juros americanos e da taxa Selic no Brasil para seguirem os próximos passos (Valor, 2023). Existe uma fila de aproximadamente 90 empresas que desejam realizar IPOs, mas devido ao fechamento temporário da janela de oportunidades, enfrentam desafios adicionais (O Tempo, 2023). Também é visto um aumento significativo na quantidade de empresas que estão optando pelo fechamento de capital. Essa tendência de saída da bolsa pode ser explicada pelos custos associados à manutenção do capital aberto e busca por alternativas de financiamento (Veja Mercado, 2022).

É relevante notar que, em meio a essas dinâmicas de IPOs e fechamentos de capital, a avaliação precisa do valor de uma empresa se torna essencial. Este trabalho adota o método de Fluxo de Caixa Descontado para estabelecer um valor justo para a Vivara, considerando o método como o mais adequado para capturar as expectativas de desempenho futuro, incorporando riscos e o valor temporal do dinheiro. A aplicação deste método é fundamental para fornecer uma avaliação do desempenho pós-IPO da Vivara, refletindo seu valor no mercado de varejo de jóias e acessórios, em um contexto em que a quantidade de IPOs e fechamentos de capital têm impactado significativamente o cenário empresarial (Invest News, 2023).

Em um contexto conturbado de IPOs nos últimos anos, este estudo tem como objetivo realizar um estudo de caso e analisar a trajetória da Vivara após sua oferta pública inicial de ações realizada em 2019. Isso será feito através da discussão do que são IPOs e quais as implicações que esse evento tem sobre uma empresa; como a Vivara se insere no mercado de varejo e jóias brasileiro; qual o contexto de realização do IPO em 2019 e como foi o desempenho da empresa até hoje. A fim de comparar o valor da empresa no IPO, o valor atual e perspectivas de crescimento, será realizado um *valuation* da companhia.

O estudo se desenvolve em 6 capítulos, inicia-se com a introdução, seguida pelo referencial teórico que proporciona uma exploração teórica dos conceitos de IPO e *valuation*. No capítulo 3, o cenário macroeconômico e sua influência sobre a Vivara e o setor em que ela se insere são examinados. No quarto capítulo serão apresentadas as premissas e projeções aplicadas na realização do *valuation* e realizada análise de sensibilidade do resultado. Os resultados serão analisados no capítulo 5 e por último, no sexto capítulo, será feita a conclusão.

2 Referencial Teórico

2.1 IPO

A Oferta Pública Inicial (IPO, do inglês *Initial Public Offering*) é descrita pela B3 como a ocasião em que uma empresa disponibiliza suas ações ao público pela primeira vez. Tal oferta acontece frequentemente através de uma instituição de mercado, como a bolsa de valores (B3, 2023). A resolução CVM 160 dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados e revoga a instrução CVM 400 que era válida em 2019 quando foi realizado o IPO da Vivara (CVM, 2022).

2.1.1 Vantagens e Ponderações

Empresas se beneficiam de diversas maneiras ao optar por um IPO. Uma das vantagens é o financiamento de projetos de investimento. Isso ocorre porque, através da captação de recursos via emissão de novas ações, as empresas têm a capacidade de mobilizar capital substancial, seja para promover expansões, iniciar novos projetos ou para liquidar dívidas existentes. Além disso, as empresas com ações listadas encontram facilidade em processos de fusões e aquisições, podendo usar suas ações como moeda de troca, tornando os processos mais simples, incluindo a negociação de termos, a avaliação de valor de empresas em fusões ou aquisições, e a integração de operações e recursos humanos pós-fusão ou aquisição (B3, 2023).

O IPO também proporciona liquidez para os investidores e sócios, que podem, a partir da listagem, transformar seus investimentos em capital, vendendo suas ações no mercado. No que diz respeito à imagem e governança da empresa, ser listada em bolsa e atender os subsequentes requerimentos de transparência não apenas fortalece a visibilidade da empresa no mercado, mas também estabelece padrões de governança rigorosos. Para muitas empresas familiares, o processo de IPO representa uma oportunidade de profissionalização e assecuração da continuidade e crescimento da empresa (B3, 2023).

No entanto, optar por abrir o capital traz suas próprias complexidades. Ao listar suas ações, a empresa precisa compartilhar muitos detalhes financeiros e operacionais, tornando-se mais visível e analisada pelo público. O processo também pode diminuir a autonomia da

empresa, já que decisões passam a envolver muitos acionistas. Além disso, estar em destaque na mídia e estar sujeito a variações do mercado, influenciadas por fatores econômicos e outros elementos externos, pode impactar o valor das ações, tais fatores precisam ser levados em consideração. (B3, 2023).

Adicionalmente, vale ressaltar alguns riscos incorridos pelos investidores do mercado de capitais. A volatilidade e potencial falta de liquidez no mercado poderão limitar a capacidade dos investidores de vender as ações pelo preço e na ocasião que desejarem. Além disso, eventuais novas emissões da companhia podem resultar na diluição da participação dos detentores preexistentes das ações. Por fim, os interesses do acionista minoritário podem divergir daqueles dos acionistas controladores, culminando em tomadas de decisão que não os favorecem.

2.1.2 Principais Requerimentos

Segundo a B3 (2023), o processo de realizar um IPO é cercado por uma série de requisitos. Uma empresa precisa, em primeiro lugar, ser constituída sob a forma de Sociedade Anônima (S.A.). Ela também deve possuir, no mínimo, três anos de demonstrações financeiras, auditadas por um auditor independente registrado na CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Outras exigências incluem a nomeação de um diretor de Relações com Investidores, a instituição de um Conselho de Administração e a escolha por um segmento específico de listagem na B3. Cada segmento de listagem também possui seus próprios requerimentos, os quais devem ser rigorosamente cumpridos pela empresa.

2.1.3 Governança Corporativa

No contexto de empresas listadas, a governança corporativa é um pilar fundamental. A B3 define a governança corporativa como um sistema de práticas e diretrizes que orientam a administração e controle de uma organização. O objetivo principal é alinhar interesses e otimizar o retorno para os acionistas, garantindo transparência nas decisões tomadas, contribuindo assim para a estabilidade e valorização da empresa no mercado (B3, 2023).

Empresas listadas na bolsa brasileira são divididas em segmentos especiais de listagem que prezam por regras de governança corporativa diferenciadas. Essas regras têm como objetivo melhorar a avaliação das empresas dentro do segmento através da garantia de

direitos aos acionistas, disposição de informações aos participantes do mercado e mitigação do risco de assimetria informacional. Em ordem decrescente de grau de governança corporativa, os segmentos são: Novo Mercado, Nível 2, Nível 1, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 (B3, 2023).

O segmento de mais alto grau é o Novo Mercado. A emissão exclusiva de ações ordinárias (ON) que proporcionam o direito de voto a todos os acionistas, percentual de ações em circulação de no mínimo 25% (ou 15% caso a oferta seja maior que R\$3 bilhões), composição do conselho administrativo com mínimo de 20% de membros independentes e manutenção de estruturas internas rigorosas de fiscalização e controle são algumas das regras que empresas listadas nesse segmento têm que seguir (B3, 2023).

2.2 Demonstrativos Financeiros

Dentro do universo contábil, diversos documentos foram desenvolvidos ao longo do tempo para evidenciar o desempenho financeiro das empresas. Todas as empresas listadas na B3 devem obrigatoriamente apresentar demonstrações financeiras auditadas por auditor independente registrado na CVM. Alguns desses demonstrativos têm maior relevância para análise e capacidade de prover informações essenciais aos acionistas.

2.2.1 Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial é considerado a principal demonstração financeira de uma entidade. Ele fornece uma visão instantânea da saúde financeira da organização, permitindo que gestores, investidores e outras partes interessadas avaliem sua capacidade de pagar dívidas, financiar operações e gerar lucros. Nessa perspectiva, Marion (2022) define este demonstrativo como uma representação que evidencia a posição financeira em um determinado instante.

O Balanço Patrimonial é estruturado em três grandes segmentos: ativo, passivo e patrimônio líquido. Enquanto o ativo representa os bens e direitos da empresa, incluindo itens como caixa, estoques e contas a receber, o passivo engloba todas as suas obrigações, tais como compromissos com fornecedores, salários e outras pendências. O patrimônio líquido, por sua vez, reflete os recursos proprietários, com destaque para o capital social da organização (Marion, 2022).

2.2.2 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

A Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) é um relatório contábil essencial que reflete a saúde financeira e operacional de uma empresa durante um período específico, geralmente um ano fiscal. A DRE detalha a origem das receitas da empresa, seja da venda de produtos ou prestação de serviços, e também pode indicar receitas financeiras provenientes de investimentos. Ao deduzir os custos associados à produção ou prestação de serviços dessas receitas, obtém-se a margem bruta da empresa. Esses custos podem englobar aquisição de matérias-primas, mão de obra e outros custos indiretos (Marion, 2022).

Despesas operacionais, administrativas e de vendas são deduzidas em seguida. Estas despesas, não diretamente ligadas à produção, são essenciais para a operação da empresa. O cálculo do resultado é feito subtraindo-se custos e despesas das receitas, e considerando outras receitas e despesas financeiras. O resultado, após contabilizar impostos e contribuições, indica o lucro ou prejuízo líquido do período. Esta demonstração fornece *insights* valiosos para acionistas, investidores, credores e gestores, auxiliando na tomada de decisões estratégicas (Marion, 2022).

2.2.3 Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)

Segundo Marion (2022), a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) é um instrumento contábil que mostra a dinâmica do dinheiro dentro de uma empresa. Em sua essência, a DFC rastreia o fluxo de caixa, ou seja, as entradas e saídas monetárias, ao longo de um determinado período, proporcionando uma visão clara da liquidez da organização. As atividades operacionais refletem o núcleo das operações comerciais e incluem itens como recebimentos de vendas, pagamentos a fornecedores, salários e outros custos operacionais. São, portanto, as atividades cotidianas que sustentam a operação da empresa.

Por outro lado, as atividades de investimento e financiamento destacam como a empresa está gerindo seus investimentos e estrutura de capital. Enquanto as atividades de investimento tratam de aquisições ou alienações de ativos de longo prazo, como equipamentos, imóveis e investimentos em outras empresas, as atividades de financiamento envolvem a captação e o pagamento de recursos, como empréstimos, emissão ou recompra de

ações, e pagamento de dividendos. A análise do DFC permite que os acionistas entendam melhor a capacidade da empresa de gerar caixa, cumprir suas obrigações financeiras e investir em oportunidades futuras (Marion, 2022).

2.3 Valuation

O conceito de *valuation* deriva do latim "*valutare*", que significa estimar ou dar valor. Em termos econômicos e financeiros, refere-se à avaliação da empresa no que tange ao seu valor econômico e sua capacidade de geração de riqueza (Penman, 2012).

A essência do *valuation* não é apenas um número monetário, mas toda uma narrativa por trás dele. O valor de uma empresa é dinâmico, refletindo tanto seu passado quanto suas perspectivas futuras. A análise envolve entender sua trajetória, estratégia, mercado de atuação, riscos e potencial de crescimento (Damodaran, 2009).

No mundo globalizado e interconectado de hoje, o *valuation* adquire uma relevância ainda maior. Em meio à volatilidade dos mercados, incertezas geopolíticas e avanços tecnológicos, a capacidade de avaliar corretamente o valor de uma empresa pode ser a diferença entre investimentos bem-sucedidos e perdas significativas (Koller; Goedhart; Wessels, 2020).

Após um IPO, uma empresa se depara com constantes análises de seu desempenho financeiro, estratégia de crescimento e governança feitas por acionistas e analistas e seu valor fica sujeito à volatilidade do mercado. Nesse contexto, a percepção de valor se torna determinante para sustentação do preço das ações e o *valuation* assume papel crítico para definição de valor justo para cada investidor (Koller; Goedhart; Wessels, 2020).

2.3.1 Avaliação Intrínseca

Segundo Damodaran (2012), uma das possíveis abordagens de avaliação de empresas é a avaliação intrínseca. “O valor intrínseco de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa que se espera que sejam gerados pelo bem durante sua vida útil e pelo grau de incerteza a eles associados”.

O método utilizado para avaliação do valor intrínseco de uma empresa é o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), que tem como objetivo trazer a valor presente a soma dos fluxos de

caixa gerados no médio-longo prazo. Os *inputs* necessários para utilização desse método incluem fluxos de caixa de ativos já existentes; crescimento esperado dos fluxos de caixa considerando onde estão as oportunidades, melhorias no processo ou aquisições; custo de financiamento dos ativos, isto é, a taxa de desconto proporcional ao risco do negócio; e a estimativa de quanto deve valer a companhia ao final da previsão (Koller; Goedhart; Wessels, 2020).

O fluxo de caixa descontado pode ser realizado de duas formas distintas: (i) utilizando o Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCFF, do inglês *Free Cash Flow to Firm*) ou (ii) utilizando o Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCFE, do inglês *Free Cash Flow to Equity*). Neste estudo foi utilizado o método de projeção do Fluxo de Caixa Livre da Empresa, detalhado na seção 2.3.2 a seguir (Koller; Goedhart; Wessels, 2020).

2.3.2 Fluxo de Caixa Livre da Empresa

O fluxo de caixa livre da empresa é o fluxo de caixa que a empresa gera a partir das suas atividades operacionais. Ele pertence tanto ao credor quanto ao acionista e não leva em consideração as dívidas da companhia. O cálculo do FCFF se inicia com o lucro operacional após impostos, mais conhecido como NOPAT (do inglês *Net Operating Profit After Tax*). Essa métrica representa o lucro operacional de uma empresa após o pagamento de impostos, mas antes dos custos de financiamento e despesas não operacionais (Pinto *et al*, 2010).

Ajustes referentes a (i) despesas que fazem parte do lucro contábil, mas que não afetam o caixa da empresa e (ii) fluxos de caixa que não são considerados no NOPAT, devem ser realizados para chegar ao FCFF. A depreciação e amortização, por exemplo, são despesas contábeis e não desembolsos de caixa. Portanto, é necessário devolver ao NOPAT o valor de depreciação e amortização. Além disso, é necessário realizar a subtração do CAPEX (do inglês *Capital Expenditures*, que significa Gastos de Capital em sua tradução). O CAPEX representa os investimentos da empresa em bens e projetos de longo prazo e não são considerados no NOPAT. O último ajuste é a subtração da variação da necessidade de capital de giro, que reflete as mudanças nas contas operacionais de uma empresa, como estoques, contas a receber e contas a pagar. A variação da necessidade de capital de giro também representa variação de caixa e não é contabilizada no NOPAT (Pinto *et al*, 2010).

$$FCFF = \text{NOPAT} + \text{depreciação} - \text{CAPEX} - \text{variação do capital de giro}$$

Equação 2.1 - Cálculo do FCFE

2.3.3 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

O FCFE é pertencente a acionistas e credores, e portanto deve ser descontado pelo custo médio ponderado de capital (WACC, do inglês *Weighted Average Cost of Capital*), que pondera o custo de capital próprio (K_e , do inglês *Cost of Equity*) e o custo de capital de terceiros (K_d , do inglês *Cost of Debt*), considerando a estrutura de capital da companhia (Pinto *et al*, 2010).

O WACC pode ser calculado através da equação 2.2 a seguir:

$$WACC = \frac{E}{E+D} K_e + \frac{D}{E+D} K_d$$

Equação 2.2 - Fórmula do WACC

em que:

- E → valor do capital próprio
- D → valor do capital de terceiros
- K_e → custo de capital próprio
- K_d → custo do capital de terceiros

2.3.3.1 Custo de Capital Próprio (K_e)

O custo de capital próprio (K_e) representa a taxa de retorno mínima exigida pelos acionistas para viabilizar o investimento em uma empresa. A abordagem mais comum utilizada para calcular o custo de capital próprio é o modelo de precificação de ativos de capital (CAPM, do inglês *Capital Asset Pricing Model*), que leva em consideração o risco sistemático e o beta da empresa. O modelo se baseia na teoria de que o retorno esperado de um ativo deve ser igual à taxa livre de risco mais uma compensação pelo risco de mercado (Pinto *et al*, 2010). O método CAPM é apresentado na equação 2.3.

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

Equação 2.3 - Método CAPM

em que:

- K_e → retorno exigido
- R_f → taxa livre de risco
- β → beta do ativo
- R_m → retorno do mercado
- $(R_m - R_f)$ → prêmio de risco

A taxa livre de risco se refere ao retorno de um ativo com risco muito próximo de zero (em geral, emitidos pelo governo). O beta da empresa representa a volatilidade de um ativo em relação ao mercado no qual está inserido, refletindo o histórico de variação de uma ação em relação ao índice de referência. O beta pode ser calculado como a razão entre (i) a covariância do retorno do ativo e retorno de mercado e (ii) a variância do retorno de mercado. Quanto menor o beta, menos sensível é a ação a variações de mercado. O prêmio de risco é a diferença entre o retorno do mercado de ações e do ativo livre de risco (Pinto *et al*, 2010).

2.3.3.2 Custo de Capital de Terceiros (K_d)

O custo de capital de terceiros, ou custo da dívida (K_d), se refere ao custo de financiamento com necessidade de pagamento periódico de juros e amortização de principal. Esse custo também deve ser considerado no cálculo do WACC. Seu cálculo pode ser estimado através das médias ponderadas de dívidas existentes contraídas pela companhia, ou por meio de marcações de títulos de dívida em circulação no mercado (Passos *et al*, 2017).

Usualmente, retira-se do custo do capital de terceiros a alíquota de imposto de renda, uma vez que os pagamentos de juros diminuem o lucro e menos imposto sobre o lucro é pago. A empresa Vivara, objeto de estudo do presente trabalho, é um caso atípico quando se trata de impostos (Passos *et al*, 2017). A empresa tem direito a benefícios fiscais que serão discutidos em mais detalhes na seção 3.2.1.

2.3.4 Valor Terminal

O valor da empresa na perpetuidade, também conhecido como valor terminal, é uma estimativa do valor presente dos fluxos de caixa após o período de projeção, considerando que a empresa irá seguir em operação por período indeterminado, uma vez que não tem data final para existir (Damodaran, 2006). A equação 2.4 é utilizada para calcular o valor terminal.

$$VT = \frac{FCD_n * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Equação 2.4 - Valor Terminal

em que:

- FCD_n → fluxo de caixa descontado do último ano do período de projeção
- g → taxa de crescimento na perpetuidade
- WACC → custo médio ponderado de capital

2.3.5 Valor da Empresa e Valor do Acionista

O valor da empresa pode ser calculado pela soma dos fluxos de caixa livre da empresa descontados do período de projeção com o valor terminal (Damodaran, 2012). A fórmula para o valor presente dos fluxos de caixa pode ser encontrada na equação 2.5.

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + VT$$

Equação 2.5 - Valor da Empresa

em que:

- EV → valor da empresa (*enterprise value*)
- $FCFF_t$ → fluxo de caixa livre da empresa no tempo t
- WACC → taxa de desconto (custo médio ponderado de capital)
- t → período de referência
- VT → valor terminal

Vale lembrar que o valor da empresa é pertencente tanto ao acionista quanto ao credor. Para calcular o valor do acionista (*equity value*) e chegar a um valor justo por ação de uma empresa é necessário subtrair a dívida líquida do valor da empresa, conforme a equação 2.6, em que a dívida líquida da companhia é a dívida bruta menos o caixa.

$$\text{Valor do Acionista} = \text{Valor da Empresa} - \text{dívida líquida}$$

Equação 2.6 - Valor do Acionista

3 Análise do Setor e Empresa

3.1 Análise Macroeconômica

O cenário macroeconômico não molda apenas o ambiente de negócios para as empresas, mas também determina o poder de compra dos consumidores, a acessibilidade ao crédito e a confiança do consumidor. Este panorama é de fundamental importância, pois influencia diretamente setores específicos, como o mercado de joias.

Segundo o relatório da Brazil Jewelry Market Industry, divulgado pela Mordor Intelligence, o mercado brasileiro de jóias prevê um CAGR (Taxa de Crescimento Anual Composta, do inglês *Compounded Annual Growth Rate*) de 2,01% até 2028. Esta taxa fornece uma média geométrica que descreve o caminho de crescimento ao longo de um período específico. As mudanças nas tendências da moda, combinadas com a crescente preferência dos consumidores por novas variedades e designs, especialmente aqueles que carregam uma marca, têm impulsionado este crescimento (Mordor Intelligence, 2023). Na mesma linha, o Instituto Brasileiro de Gemas & Metais Preciosos destaca uma expectativa ainda mais otimista para o mercado de joias e semijoias no Brasil, prevendo um crescimento anual de até 6% (IBGM, 2023).

O relatório de inflação publicado pelo Banco Central do Brasil enfatiza a interação da inflação com os gastos do consumidor e o poder de compra, especialmente para produtos luxuosos como jóias (Banco Central do Brasil, 2023). Em suas Perspectivas Econômicas Globais, o Banco Mundial destaca os riscos financeiros e o crescimento fraco em economias emergentes (incluindo o Brasil) e como eles podem influenciar o consumo de produtos premium (Banco Mundial, 2023).

A Vivara, inserida no cenário da indústria joalheira global, enfrenta desafios e oportunidades moldadas por fatores macroeconômicos. Taxas de juros, definidas pelo Banco Central, influenciam o poder de compra dos consumidores, especialmente quando se trata de itens de luxo. Além disso, as oscilações na política fiscal e comercial do Brasil têm um impacto direto, dado que a indústria frequentemente depende da importação de materiais preciosos, como os diamantes, cujo mercado tem sua própria dinâmica de oferta e demanda (Banco Central do Brasil, 2023; Banco Mundial, 2023).

Empresas líderes do setor, como a Vivara e outras listadas pela Mordor Intelligence, têm demonstrado adaptabilidade e resiliência. A diversidade em suas ofertas, abrangendo diferentes segmentos de preços e categorias de produtos, juntamente com estratégias eficazes para abraçar o comércio eletrônico, tem permitido a essas empresas navegar com sucesso, mesmo em tempos econômicos desafiadores. Entre elas, a Vivara permanece como líder do mercado de jóias no Brasil (Mordor Intelligence, 2023).

3.1.1 Setor de Joalheria

O setor de joalheria é uma parte essencial do mercado de luxo no Brasil, com um panorama caracterizado por seu dinamismo e variedade diversificada de concorrentes. Representando um mix entre tradição, inovação e expressão de status, a indústria de joias tem experimentado um crescimento consistente ao longo dos anos, mesmo diante de adversidades econômicas. Em 2021, este mercado apresentou um valor notável de R\$11,6 bilhões, ressaltando sua importância no cenário econômico brasileiro. (USB Evidence Lab, 2022)

A Vivara tem uma presença significativa nesse setor. Em 2021, a marca comandou 16% do *market share*, líder em um mercado altamente fragmentado. Seu crescimento tem sido expressivo; em 2016, a Vivara detinha 10,2% do mercado e essa participação cresceu para 18,3% em 2023. O crescimento sugere a habilidade da marca em responder às mudanças do setor e nas demandas do consumidor. (USB Evidence Lab, 2022; Vivara RI, 2023)

3.2 Vivara

Fundada em 1962, a Vivara iniciou suas operações em um ambiente familiar no centro de São Paulo e ao longo dos anos foi se estabelecendo como líder no mercado brasileiro de jóias. Com mais de 300 pontos de venda, a companhia gerou mais de R\$2 bilhões de receita bruta em 2022 e mais de R\$400 milhões de EBITDA (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização, do inglês *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*). Após oferta pública de ações realizada em 2019, a Vivara passou a ter ações em circulação no mercado, hoje essa parcela corresponde a 54,6% das ações da empresa, mas os acionistas controladores seguem sendo da família fundadora (Vivara RI, 2023).

A companhia conta com 5 marcas próprias e um portfólio diversificado, atendendo a uma ampla base de 1,7 milhão de clientes ativos de diferentes faixas etárias e classes sociais.

A Vivara é a marca mais antiga e tradicional da companhia com produtos destinados a clientes acima de 30 anos que prezam por qualidade e sofisticação. As jóias da Vivara representaram 52,1% da receita bruta da companhia no fechamento do primeiro semestre de 2023 (Vivara RI, 2023).

A marca Life by Vivara, lançada em 2011, destaca-se por ser voltada a um público mais jovem e oferecer peças de prata com preços mais acessíveis, porém margens maiores. A companhia visualiza a Life como o principal vetor de crescimento para os próximos anos e vem realizando investimentos mirando evolução e consolidação da marca. Ao final de 2020 contava com 13 pontos de venda exclusivos. Esse número cresceu expressivamente, chegando a 84 lojas no final do primeiro semestre de 2023, quando os produtos da Life representaram 32,4% da receita bruta da companhia (Vivara RI, 2023).

A marca Vivara Watches foi lançada em 1980 para a venda de relógios de marcas próprias ou de terceiros. Hoje, são comercializadas 18 marcas de relógios no Brasil, incluindo marcas próprias, marcas de distribuição exclusiva e outras sem exclusividade. No fechamento da primeira metade de 2023 os relógios representaram 12,9% da receita bruta da companhia (Vivara RI, 2023).

Vivara Fragrances e Vivara Accessories são marcas que abrangem acessórios e perfumes de marcas próprias e de terceiros e têm como objetivo aumentar a capilaridade de distribuição dos produtos (Vivara RI, 2023).

A empresa possui um modelo de negócios verticalizado com cerca de 80% de seus produtos sendo produzidos em fábrica própria localizada na Zona Franca de Manaus. Com isso, a empresa consegue manter elevados níveis de estoque, criando uma proteção a curto prazo contra a volatilidade dos preços dos metais. Além disso, confere à Vivara maior flexibilidade para remodelar produtos, se necessário, limitando riscos associados a tendências de moda e à necessidade de redução de preços (Vivara RI, 2023).

3.2.1 Estrutura e Benefícios Fiscais

A Vivara Participações S.A. se estrutura em duas empresas principais, ambas sob sua total propriedade: a Tellerina, que centraliza as atividades de importação, exportação e comércio de joias, bijuterias e outros artigos relacionados; e a Conipa, dedicada à fabricação

de artefatos de joalheria e relojoaria. Essa segregação da comercialização e produção é uma estratégia de otimização fiscal da gestão da Vivara (Vivara RI, 2023).

A Conipa, responsável pela fabricação, beneficia-se de vantagens fiscais associadas à sua localização na Zona Franca de Manaus, Estado do Amazonas. Essa localização proporciona uma redução de 75% no valor do IRPJ (Imposto de Renda de Pessoa Jurídica) sobre o lucro da exploração de suas vendas. Além disso, tanto a Tellerina quanto a Conipa usufruem de benefício fiscal relativo ao crédito presumido do ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços), possibilitando uma redução na taxa deste imposto para transações em determinados estados brasileiros (Vivara RI, 2023).

Essa capitalização sobre benefícios fiscais pode ser observada nos demonstrativos financeiros da Vivara nos anos de 2021 e 2022, em que a linha de imposto no Demonstrativo de Resultados do Exercício (DRE) se mostrou positiva (Vivara RI, 2023).

3.2.2 Adaptação ao Mercado

Em períodos de instabilidade, como a recessão econômica de 2015-2016, muitas empresas enfrentam dificuldades em manter sua lucratividade e participação no mercado. A Vivara, em uma jogada estratégica, optou por intensificar a produção de itens em prata. Através desta manobra conseguiram manter a demanda e a relevância e explorar segmentos de produtos com margens superiores, garantindo assim uma rentabilidade saudável em tempos adversos (Vivara RI, 2023).

Além disso, em um cenário desafiador para o varejo de pós-pandemia em que muitas lojas físicas sofreram devido às restrições e mudanças de comportamento do consumidor, a Vivara está se adaptando ao “novo normal”. Diante dos desafios trazidos pelas restrições e mudanças de comportamento do consumidor, a empresa ampliou sua presença digital, utilizando ferramentas como o WhatsApp para se conectar com seus clientes. Nas lojas físicas implementou medidas de segurança e higienização, garantindo uma experiência de compra segura e eficaz (Exame, 2021).

3.3 IPO

3.3.1 Análise da empresa pré-IPO

Uma oferta pública de ações bem-sucedida depende da capacidade de uma empresa de atrair o interesse de investidores. Empresas com saúde financeira robusta possuem maior probabilidade de alcançar esse objetivo e garantir a valorização de suas ações. Nesse sentido, foram analisados os principais indicadores financeiros e operacionais da Vivara no período antes da oferta.

3.3.1.1 Indicadores financeiros e operacionais

O IPO da Vivara ocorreu em outubro de 2019 e, portanto, os últimos demonstrativos financeiros disponíveis na época correspondiam ao fechamento do segundo trimestre do ano. Foram analisados os principais indicadores do período de 12 meses findo em 30 de junho de 2019 (Vivara RI, 2023).

Na época, a Vivara operava com 234 pontos de venda em 23 estados, incluindo 178 lojas tradicionais Vivara, 2 lojas exclusivas da marca Life by Vivara e 54 quiosques, majoritariamente localizados em shopping centers e responsáveis pelas vendas de mais de 3 milhões de peças nos 12 meses anteriores (Vivara RI, 2023).

No que se refere a indicadores financeiros, a companhia registrou receita líquida de R\$1,12 bilhão e lucro bruto de R\$750 milhões, resultando em uma margem bruta de 67%. A Vivara gerou EBITDA de R\$377,5 milhões e lucro líquido de R\$307,6 milhões. Vale ressaltar que a margem EBITDA superou o valor de 22% e o retorno sobre o capital investido (ROIC) foi superior a 28% nos três anos anteriores (Vivara RI, 2023).

Com relação ao endividamento da companhia, em 30 de junho de 2019 o passivo financeiro registrado foi de R\$287,7 milhões, sendo R\$150,4 em dívidas de curto prazo e R\$137,3 em dívidas de longo prazo, com relação dívida líquida/EBITDA de 0,58. O baixo endividamento da companhia também é indicativo de solidez na posição financeira (Vivara RI, 2023).

3.3.1.2 Estrutura Societária

Previamente à realização do IPO da companhia, a totalidade das ações era detida por 4 sócios: Nelson Kaufman (48%), fundador da Vivara, Márcio Monteiro Kaufman (28%) e Marina Kaufman Bueno Netto (18%), filhos do fundador, e Paulo Kruglensky (6%), sobrinho do fundador (Vivara RI, 2023).

3.3.1.3 Vantagens competitivas

Além de seus indicadores financeiros sólidos discutidos na seção 3.3.1.1, o mercado fragmentado em que a Vivara se insere facilita o destaque da companhia com um vasto portfólio de produtos, incluindo marcas amplamente reconhecidas e com embaixadores de renome, como Gisele Bündchen, Marina Ruy Barbosa e Cauã Reymond, o que contribui para a visibilidade e a confiabilidade das marcas da empresa (Vivara RI, 2023).

Líder no mercado fragmentado de jóias no Brasil, a empresa apresentou crescimento orgânico e consistente ao longo dos 10 anos anteriores à oferta em termos de receita bruta, mesmo em momentos em que o mercado se mostrou mais desafiador. Além disso, a companhia enxergava cenário promissor para o mercado de varejo nos próximos anos com potencial aumento no índice de confiança do consumidor. É importante ressaltar em uma análise *ex-post* que, embora a Vivara tenha se mantido resiliente, o varejo vem enfrentando conjuntura difícil amplamente afetada pela pandemia do COVID-19 desde 2020 (Vivara RI, 2023).

Outra vantagem competitiva apresentada pela Vivara é seu modelo de negócio verticalmente integrado, abrangendo desde a criação e design das peças até sua distribuição e conferindo agilidade, controle de qualidade e escalabilidade à operação (Vivara RI, 2023).

3.3.1.4 Estratégias da Companhia

A Vivara segue uma série de estratégias para continuar crescendo e fortalecer sua posição no mercado. Uma de suas principais estratégias é a expansão física, incluindo inauguração de novas lojas e reforma de lojas existentes, para garantir presença sólida e abrangente em território nacional. Outra abordagem é a diversificação do portfólio com diferentes marcas e mix de produtos que permite à Vivara atingir diferentes segmentos de mercado e expandir seu alcance. No que tange a estratégia digital, a empresa busca

aprofundar a multicanalidade para melhorar a integração entre o canal digital e lojas físicas. Por fim, reconhecendo o mercado fragmentado em que se insere, a Vivara acredita na possibilidade de eventual consolidação e está aberta a avaliar oportunidades de aquisições e parcerias estratégicas complementares. Dessa forma, a Vivara reflete uma visão de crescimento sustentável e disposta a se adaptar a novas dinâmicas do mercado (Vivara RI, 2023).

3.3.1.5 Principais fatores de risco

Ao investidor, é essencial entender os riscos que se está incorrendo ao investir em uma empresa. A companhia ressalta fatores de risco que podem impedi-la ou dificultar seu caminho em direção aos objetivos (Vivara RI, 2023).

Um dos principais riscos é o risco operacional e envolve possíveis dificuldades de inauguração e operação de novas lojas, ou de renovação de contratos de locação em termos aceitáveis, o que afetaria de maneira adversa as vendas e o resultado operacional da companhia (Vivara RI, 2023).

No setor de moda e varejo, a companhia está sujeita a identificação de mudanças nas tendências da moda e preferências do cliente. Rápidas respostas e acompanhamento desse mercado são essenciais para o sucesso de uma empresa nesse âmbito (Vivara RI, 2023).

Além disso, grande parte das lojas da Vivara estão localizadas em shopping centers. Nesse contexto, a companhia fica exposta ao risco de sucesso dos shoppings em que suas lojas estão localizadas, incluindo a capacidade de atrair tráfego e manutenção das lojas nesses locais (Vivara RI, 2023).

3.3.2 Oferta de Ações

A oferta pública inicial da Vivara consistiu na combinação de uma distribuição primária de ações, que objetivavam a captação de novos recursos para a companhia (aumento de capital), e uma distribuição secundária de ações pertencentes aos sócios originais, em um processo de liquidez e diminuição de exposição destes investidores iniciais.

Com uma faixa indicativa de preço situada entre R\$21,17 e R\$25,40, o IPO foi estabelecido com um preço fixo de R\$24,00 por ação, valor maior que a média da faixa

indicativa, e avaliando o valor de mercado da companhia em R\$5,7 bilhões (InfoMoney, 2019).

O interesse do mercado no IPO foi demonstrado pela grande demanda que levou à venda dos lotes suplementares oferecidos. Ao todo, foram vendidas 95.654.226 ações, movimentando R\$2,29 bilhões (InfoMoney, 2019).

A empresa foi listada no segmento do Novo Mercado, detalhado na seção 2.1.3, indicando o compromisso da companhia com elevados padrões de governança (B3, 2019).

3.3.2.1 Composição acionária pós oferta

Após o IPO, a distribuição das ações da Vivara tiveram mudança significativa. Nelson Kaufman, fundador da companhia, teve sua participação reduzida para 19,32%. Márcio Kaufman passou a ser o maior acionista com 21,64% das ações. Marina Kaufman Bueno Netto passou a ter participação de 13,91% e Paulo Kruglensky de 4,64%. Sendo assim, o percentual de ações em circulação passou a ser de 40,50%. A família Kaufman teve sua participação diluída, mas ainda manteve controle considerável sobre a empresa, embora sujeita à influência dos novos acionistas. A tabela 3.1 mostra a participação dos principais acionistas antes e depois da oferta (Vivara RI, 2023).

Tabela 3.1 - Composição acionária pré e pós IPO

	% antes da oferta	% após oferta
Nelson Kaufman	48,00%	19,32%
Márcio Monteiro Kaufman	28,00%	21,64%
Marina Kaufman Bueno Neto	18,00%	13,91%
Paulo Kruglensky	6,00%	4,64%
Ações em circulação	0,00%	40,50%

Fonte: (Vivara, 2019)

3.3.2.2 Estrutura de Capital pós oferta

A estrutura de capital de uma empresa se refere à forma como ela financia suas operações e crescimento através de diferentes fontes de capital, podendo ser capital próprio (*equity*) ou de terceiros (dívida).

Antes do IPO, a Vivara era composta por 66% capital próprio e 34% capital de terceiros. Imediatamente após a oferta de ações, o valor de *equity* aumentou substancialmente, aumentando a capitalização total da companhia e sua estrutura passou a ser de 77% capital próprio e 23% capital de terceiros (Vivara RI, 2023).

Sendo assim, a alavancagem financeira da companhia diminuiu, o que caracteriza uma redução do risco financeiro, com menos dívidas em relação ao *equity*.

3.3.2.3 Destinação dos recursos

Com relevantes recursos sendo captados pela companhia, foi feito um plano de destinação dos recursos focados em manter as estratégias da Vivara. A maior parte dos fundos (65%) foi destinada para a abertura de novas lojas físicas, sendo essa a maior fonte de receita e crescimento da empresa. Adicionalmente, 15% dos recursos foram alocados para a expansão do parque fabril, com objetivo de suportar o crescimento esperado no volume de vendas nos próximos anos. Outra parte dos recursos seria destinada a um lançamento de nova marca, que, sabe-se que até a presente data, não foi concretizado. Por fim, 7,5% deveria ser direcionado para investimento em tecnologia e inovação em busca de eficiência operacional e melhoria da omnicanalidade da Vivara (Vivara RI, 2023).

3.3.2.4 Retorno para o investidor

Desde o seu IPO em outubro de 2019, a Vivara distribuiu 1,02 reais por ação, totalizando retorno de R\$241,2 milhões. Além disso, entre o período de 1º de novembro de 2019 e 1º de novembro de 2023, as ações da companhia apresentaram valorização de 7%, desempenho positivo especialmente quando comparado a outras companhias do setor varejista no Brasil (Bloomberg, 2023).

No mesmo intervalo de tempo as ações das Lojas Renner (LREN3) e do Grupo SBF, dono da Centauro (SBFG3), sofreram severas desvalorizações, ambas com queda de 74%. A Arezzo (ARZZ3), ainda que em menor escala, também viu suas ações se desvalorizarem em 6,5%. A Vivara é a única empresa de jóias listada na bolsa brasileira, e portanto, deve ser analisada de forma diferente de empresas no varejo tradicional (Bloomberg, 2023).

Olhando para o segmento de luxo foi analisada a ação da LVMH, conglomerado francês de bens de luxo, listada em bolsas nos Estados Unidos e na Europa. Na bolsa

americana, no período de 1º de novembro de 2019 a 1º de novembro de 2023, as ações da LVMH apresentaram valorização de 64,2% e na bolsa europeia, 107,6% (Bloomberg, 2023). É importante ressaltar, no entanto, que variações cambiais, fatores macroeconômicos, diferentes regulamentações e condições econômicas podem influenciar de maneira significativamente diferente o desempenho das ações em bolsas distintas (Salzworth, 2021).

4 Avaliação da Empresa Atual

4.1 Histórico de Resultados

Para compreender a situação atual da empresa, é importante analisar seus resultados recentes e seu histórico de desempenho.

Em termos de receita, a Vivara demonstrou um crescimento substancial nos últimos anos, passando de R\$1,49 bilhões em 2019 para R\$2,3 bilhões em 2022. É interessante notar que a maior parte da receita da Vivara é proveniente das lojas físicas, representando 84,6% do total e que parte da estratégia de crescimento da companhia é a inauguração de novos pontos de venda. Ao final de 2019 a Vivara tinha 231 lojas físicas e fechou 2022 com 336 (Vivara RI, 2023).

A margem bruta da Vivara também teve um desempenho positivo, aumentando 0,8 pontos percentuais desde 2019 até 2022. A melhora de eficiência se deve, além do controle de custos, ao crescimento da marca de prata Life by Vivara, que possui margens de lucro maiores segundo a companhia. Com pontos exclusivos de venda Life sendo inaugurados, a participação dos produtos de prata no mix de produtos vendidos da companhia aumentou, contribuindo também para o aumento de eficiência operacional (Vivara RI, 2023).

O EBITDA ajustado da companhia cresceu de R\$272 milhões em 2019 para R\$401 milhões em 2022. No entanto, é importante observar que houve uma redução na margem EBITDA de 1,4 pontos percentuais. O lucro líquido da empresa também apresentou crescimento, passando de R\$318 milhões em 2019 para R\$361 milhões em 2022 (Vivara RI, 2023).

Atualmente, a empresa tem uma estrutura de capital composta por 30% de capital de terceiros e 70% de capital próprio (Vivara RI, 2023).

4.2 *Valuation* - fluxo de caixa descontado

O *valuation* foi utilizado como ferramenta para avaliação do valor justo da empresa Vivara através do método do fluxo de caixa descontado. Foi analisado o histórico de

resultados da empresa e feitas projeções de fluxo de caixa até o ano de 2027 descontadas e adicionadas ao valor terminal para se chegar em um valor para a companhia.

4.2.1 Projeções de receita bruta (líquida de devoluções)

A receita bruta da Vivara é majoritariamente proveniente da venda de mercadorias de suas 5 marcas (Vivara, Life by Vivara, Vivara Fragrances, Vivara Accessories e Vivara Watches) através de lojas físicas e vendas digitais que correspondem a 84,6% e 14,5% respectivamente, conforme resultados dos últimos 12 meses (Vivara RI, 2023). Os outros 0,9% da receita vêm de serviços prestados de design e conserto de jóias.

Dessa forma, a projeção de receita bruta (líquida de devoluções) foi separada por canal de vendas: (i) lojas físicas, (ii) vendas digitais e (iii) outras receitas, e detalhada a seguir.

4.2.1.1 Projeção de receita de vendas de lojas físicas

A receita de vendas de lojas físicas da companhia é referente a vendas de 3 tipos de lojas: lojas Vivara, lojas Life by Vivara e quiosques. Com 357 pontos de venda espalhados pelo Brasil, as lojas físicas representaram R\$ 2,1 bilhões nos últimos 12 meses e formam o principal canal de vendas da Vivara (Vivara RI, 2023).

Para um maior detalhamento, a projeção da receita de vendas de lojas físicas será dividida nos 3 tipos de lojas. Para as projeções a seguir, foram considerados crescimento do número de lojas e da receita média por loja.

4.2.1.1.1 Projeção de receita de vendas lojas Vivara

A marca Vivara e suas lojas são as mais tradicionais da companhia. Com 252 lojas, representaram 83,5% das vendas de lojas físicas nos últimos 12 meses (Vivara RI, 2023).

Atualmente a penetração de lojas Vivara nos shoppings do Brasil é de 40,2% e a companhia projeta potencial de penetração de 50%. Nesse contexto, a expectativa divulgada pela companhia é de seguir o ritmo de aberturas de lojas dos últimos semestres. Desde o início de 2022 foram abertas 23 novas lojas, o que equivale a ~7,7 aberturas por semestre (Vivara RI, 2023). Para o segundo semestre de 2023 foram consideradas 7 aberturas de novas lojas e para o período de projeção restante, as aberturas sofreram uma suavização linear até alcançar o número de 5 novas lojas por semestre em 2027. A suavização linear é justificada

pelo aumento da penetração de lojas Vivara em shoppings e menor margem para novas aberturas.

O segundo componente da projeção é a receita média por loja. É comum no varejo que o segundo semestre do ano tenha receita por loja maior que o primeiro, dada a sazonalidade da indústria causada pela ocorrência de datas festivas. Utilizando a média dos últimos 2 anos completos da variação de receita do primeiro para o segundo semestre, foi estimado que a receita média por loja do segundo semestre de 2023 será 32,7% maior que a do primeiro. Para os próximos anos dentro do período de projeção, foi considerado crescimento orgânico acima da inflação, conforme vem ocorrendo nos últimos anos. O crescimento de 2021 versus 2020 foi considerado um crescimento atípico, dadas as menores receitas de 2020 durante o início da pandemia do COVID-19. Observando que no ano de 2022, a receita por loja cresceu 10,1% acima do IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo) realizado, o crescimento anual estimado foi em linha com a expectativa do IPCA divulgado pelo Banco Central no relatório Focus acrescido de um valor de crescimento orgânico com suavização linear iniciando em 10% até chegar em 7% em 2027 (IBGE, 2023; Banco Central do Brasil, 2023).

A tabela 4.1 apresenta a projeção de receita para as lojas Vivara.

Tabela 4.1 - Projeção de receitas - lojas Vivara

		2019	2020	2021	2022	1S23	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Receita - Lojas Vivara	RS MM	1.264	952	1.402	1.724	825	1.972	2.359	2.771	3.210	3.667
% crescimento	%	NA	-24.7%	47.3%	23.0%	NA	14.4%	19.6%	17.5%	15.8%	14.2%
Número de lojas	#	191	208	229	243	252	259	272	284	295	305
Novas lojas	#	18	17	21	14	9	16	13	12	11	10
Receita por loja	R\$ MM	6.6	4.6	6.1	7.1	3.3	7.6	8.7	9.8	10.9	12.0
% yoy	%	NA	-30.9%	33.8%	15.9%	NA	7.4%	13.9%	12.5%	11.5%	10.5%
% diferença 2S/1S	%	16.6%	132.1%	51.0%	14.3%	NA	32.7%	NA	NA	NA	NA
IPCA realizado	%	4,3%	4,5%	10.1%	5.8%	2,9%	NA	NA	NA	NA	NA
Expectativa IPCA	%	NA	NA	NA	NA	NA	4.63%	3.90%	3.50%	3.50%	3.50%

Fonte: (Vivara, 2023). Adaptado pelos autores.

4.2.1.1.2 Projeção de receita de vendas lojas Life by Vivara

Com penetração atual de lojas exclusivas Life by Vivara em 12,6% dos shoppings no Brasil e potencial estimado de 35%, a Vivara indica que existe espaço para expansão dessa

estratégia e que deve manter o ritmo de aberturas (Vivara RI, 2023). Desde o início do esforço de expansão em 2021, a companhia abre, em média, 16,8 lojas por semestre, tendo aberto 12 lojas no primeiro semestre de 2023. Para o próximo semestre, foram estimadas 14 novas lojas, que foram linearmente suavizadas para o resto do período projetado, até 10 aberturas por semestre em 2027 (Vivara RI, 2023).

Em um ritmo intenso de abertura de lojas e consolidação da marca Life, a Vivara faz uma distinção entre lojas maduras e lojas em maturação, sendo consideradas como maduras as lojas com mais de 24 meses da inauguração. A receita média por loja madura da Life foi de R\$ 5,9 milhões nos últimos 12 meses (Vivara RI, 2023). Para o ano de 2023, foi estimado crescimento com a expectativa do IPCA. O crescimento dos anos seguintes também seguiu a expectativa de variação do IPCA e foi acrescido de um valor de crescimento orgânico na mesma magnitude da projeção de crescimento orgânico da receita média por loja de lojas Vivara.

Lojas em maturação são lojas com menos de 24 meses de inauguração. A projeção dessa variável considerou o crescimento alinhado com a expectativa de IPCA divulgada pelo Banco Central (Banco Central do Brasil, 2023).

A tabela 4.2 apresenta a projeção de receita para as lojas Life by Vivara.

Tabela 4.2 - Projeção de receitas - lojas Life by Vivara

		2019	2020	2021	2022	1S23	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Receita - Lojas Life	RS MM	10	18	63	212	165	204	506	775	1.094	1.442
% crescimento	%	NA	87,2%	241,2%	237,3%	NA	-4,0%	148,5%	53,1%	41,1%	31,9%
Número de lojas	#	6	13	33	72	84	98	124	148	170	190
Novas lojas	#	4	7	20	39	12	26	26	24	22	20
Lojas maduras	#	2	2	6	13	14	33	72	98	124	148
Receita por loja madura	R\$ MM	NA	NA	NA	NA	5,9	6,2	7,0	7,9	8,8	9,7
Lojas em maturação	#	4	11	27	59	70	65	52	50	46	42
Receita por loja em maturação	R\$ MM	NA	NA	NA	NA	3,2	3,2	3,4	3,5	3,6	3,7
Expectativa IPCA	%	NA	NA	NA	NA	NA	4.63%	3.90%	3.50%	3.50%	3.50%

Fonte: (Vivara, 2023). Adaptado pelos autores.

4.2.1.1.3 Projeção de receita de vendas Quiosques

Os quiosques representam o canal físico com menor participação na receita, sendo responsável por apenas 1,8% da receita de vendas de lojas físicas nos últimos 12 meses. Com novos investimentos sendo feitos na expansão da marca Life, existe um movimento de desinvestimento no canal e fechamento de quiosques (Vivara RI, 2023). Nesse contexto, não foram projetadas aberturas de novas lojas. A receita por loja projetada para 2023 foi a receita por loja do primeiro semestre anualizada e o crescimento para os próximos anos foi projetado em linha com a expectativa de variação do IPCA.

A tabela 4.3 apresenta a projeção de receita para os quiosques.

Tabela 4.3 - Projeção de receitas - Quiosques

		2019	2020	2021	2022	1S23	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Receita - Quiosques	RS MM	10	18	63	212	165	204	506	775	1.094	1.442
% crescimento	%	NA	87,2%	241,2%	237,3%	NA	-4,0%	148,5%	53,1%	41,1%	31,9%
Número de lojas	#	6	13	33	72	84	98	124	148	170	190
Novas lojas	#	4	7	20	39	12	26	26	24	22	20
Receita por loja	R\$ MM	NA	NA	NA	NA	5,9	6,2	7,0	7,9	8,8	9,7
Expectativa IPCA	%	NA	NA	NA	NA	NA	4.63%	3.90%	3.50%	3.50%	3.50%

Fonte: (Vivara, 2023). Adaptado pelos autores.

4.2.1.2 Projeção de receita de vendas digitais

A receita de vendas proveniente de canais digitais teve crescimento acelerado pelo período da pandemia do COVID-19 em 2020. Em 2019, as vendas digitais representavam 7,1% da receita e nos últimos 12 meses foram responsáveis por 14,5% do total (Vivara RI, 2023). Para estimar a receita de vendas do segundo semestre de 2023, foi considerada a sazonalidade do varejo que justifica maior receita na segunda metade do ano. A média dos últimos 2 anos da variação da receita do primeiro semestre para o segundo semestre foi utilizada. Dessa forma, a receita de vendas digitais do segundo semestre de 2023 foi projetada 40% maior que a do primeiro semestre. Para os anos seguintes do período projetado, o crescimento da receita de vendas digitais seguiu a expectativa do IPCA acrescido de uma taxa de crescimento orgânico em linha com o crescimento orgânico de vendas físicas de lojas Vivara e Life - suavização linear começando em 10% até 7% em 2027.

A tabela 4.4 apresenta a projeção de receita de vendas digitais.

Tabela 4.4 - Projeção de receitas - Vendas Digitais

		2019	2020	2021	2022	1S23	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Receita - Digital	RS MM	106	310	320	306	175	420	479	538	600	663
% yoy	%	NA	191,2%	3,4%	-4,4%	NA	37,3%	13,9%	12,5%	11,5%	10,5%
% diferença 2S/1S	%	38,8%	36,9%	23,9%	56,6%	NA	40,2%	NA	NA	NA	NA
Expectativa IPCA	%	NA	NA	NA	NA	NA	4,63%	3,90%	3,50%	3,50%	3,50%
Crescimento orgânico	%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	10%	9%	8%	7%

Fonte: (Vivara, 2023). Adaptado pelos autores.

4.2.1.3 Projeção de outras receitas

A linha de outras receitas constitui uma parcela relativamente pequena da receita bruta, representando apenas 0,9% do total (Vivara RI, 2023). Para a projeção de receita referente ao ano de 2023, utilizou-se o primeiro semestre como base anualizada. Nos anos subsequentes do período de projeção, o crescimento previsto seguiu o alinhamento com as projeções do IPCA, conforme indicado pelo Banco Central do Brasil (2023).

A tabela 4.5 apresenta a projeção de outras receitas.

Tabela 4.5 - Projeção de outras receitas

		2019	2020	2021	2022	1S23	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Outras receitas	RS MM	23	13	17	20	8	17	18	18	19	19
Expectativa IPCA	%	NA	NA	NA	NA	NA	4,63%	3,90%	3,50%	3,50%	3,50%

Fonte: (Vivara, 2023). Adaptado pelos autores.

4.2.1.4 Projeção de Deduções da Receita Bruta (líquida de devoluções)

A receita bruta projetada é líquida de devoluções. As deduções feitas da receita são correspondentes a impostos sobre as vendas (Vivara RI, 2023). Observa-se que a taxa de dedução tem permanecido estável nos últimos anos e seguirá o mesmo padrão nas projeções futuras, como é detalhado na Tabela 4.6 apresentada a seguir.

Tabela 4.6 - Projeção de deduções da receita

		2019	2020	2021	2022	1S23	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Receita Bruta (liq. devoluções)	R\$ MM	1.490	1.338	1.842	2.300	1.190	2.647	3.397	4.139	4.960	5.831
(-) Deduções	R\$ MM	(318)	(291)	(376)	(456)	(238)	(524)	(673)	(820)	(982)	(1.154)
% dedução	%	-21,4%	-21,7%	-20,4%	-19,8%	-20,0%	-19,8%	-19,8%	-19,8%	-19,8%	-19,8%
(=) Receita Líquida	R\$ MM	1.171	1.048	1.466	1.844	952	2.123	2.724	3.320	3.978	4.676

Fonte: (Vivara, 2023). Adaptado pelos autores.

4.2.2 Projeção de Custos

O custo dos produtos vendidos e serviços prestados é um custo variável e foi projetado com base em um percentual da receita líquida. Nos últimos anos foi observada uma diminuição na taxa de representação dos custos na receita líquida. Tal melhora de eficiência foi atribuída a maiores investimentos e aumento de participação da marca de prata no mix de produtos, uma vez que essa possui margens maiores, segundo a companhia.

Seguindo o racional, foi projetado ganho de eficiência para os próximos anos e o percentual de custo na receita líquida teve uma diminuição gradual e linear de 2 pontos percentuais até o fim do período de projeção.

A tabela 4.7 apresenta a projeção do custo dos produtos vendidos e serviços prestados.

Tabela 4.7 - Projeção de custos

		2019	2020	2021	2022	1S23	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Receita Líquida	%	1.171	1.048	1.466	1.844	952	2.123	2.724	3.320	3.978	4.676
(-) Custos	R\$ MM	(374)	(330)	(475)	(574)	(289)	(637)	(804)	(963)	(1.134)	(1.309)
% RL	%	-31,9%	-31,5%	-32,4%	-31,1%	-30,4%	-30,0%	-29,5%	-29,0%	-28,5%	-28,0
(=) Lucro Bruto	R\$ MM	798	717	991	1.270	663	1.486	1.920	2.357	2.844	3.367
Margem Bruta	%	68%	68%	68%	69%	70%	70%	71%	71%	72%	72%

Fonte: (Vivara, 2023). Adaptado pelos autores.

4.2.3 Projeção de Despesas

As despesas da Vivara foram divididas em 5 principais grupos: (i) despesas com vendas, (ii) despesas com pessoal, (iii) despesas de aluguéis e condomínios, (iv) serviços de terceiros e (v) outras despesas gerais e administrativas.

Despesas com vendas são despesas variáveis e foram projetadas com base em um percentual fixo sobre a receita líquida. A média dos últimos 24 meses foi mantida ao longo do período de projeção.

A projeção de despesas com pessoal depende de 2 variáveis: aumento no número de funcionários com a abertura de novas lojas e aumento no custo médio do funcionário. O aumento no número de funcionários foi projetado de acordo com o crescimento da área de lojas da companhia, que por sua vez foi calculado utilizando o número projetado de novas lojas e área média por loja de 90m² para lojas Vivara, 70m² para lojas Life e 6m² para quiosques, conforme informações da companhia. O custo médio por funcionário teve crescimento alinhado com a expectativa de IPCA acrescido de 1% de ganho acima da inflação.

As despesas com aluguéis e condomínios tiveram crescimento alinhado com a expectativa do IGP-M (Banco Central Do Brasil, 2023). Por sua vez, os serviços de terceiros e outras despesas foram reajustadas em linha com a expectativa de IPCA por todo o período de projeção. Na tabela 4.8 está apresentada a projeção de despesas.

Tabela 4.8 - Projeção de despesas

		2019	2020	2021	2022	1S23	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
(-) Despesas	R\$ MM	(436)	(512)	(697)	(894)	(488)	(1.010)	(1.237)	(1.461)	(1.706)	(1.964)
(-) Vendas	R\$ MM	(360)	(332)	(458)	(589)	(320)	(671)	(861)	(1.049)	(1.257)	(1.478)
% RL	%	-30,7%	-31,7%	-31,2%	-32,0%	-33,7%	-31,6%	-31,6%	-31,6%	-31,6%	-31,6%
(-) Pessoal	R\$ MM	(72)	(56)	(79)	(95)	(54)	(111)	(127)	(143)	(160)	(176)
Área de lojas	m ²	17.969	19.919	23.207	27.454	29.471	30.296	33.286	36.046	38.576	40.876
(-) Aluguéis e condomínios	R\$ MM	(0,4)	(0,7)	(1,7)	(1,3)	(0,3)	(1,3)	(1,3)	(1,4)	(1,4)	(1,5)
Expectativa IGP-M	%	NA	NA	NA	NA	NA	-3,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
(-) Serviços de terceiros	R\$ MM	(35)	(49)	(51)	(66)	(33)	(69)	(71)	(74)	(77)	(79)
(-) Outras despesas	R\$ MM	(30)	(26)	(29)	(33)	(19)	(34)	(35)	(37)	(38)	(39)
Expectativa IPCA	%	NA	NA	NA	NA	NA	4,63%	3,90%	3,50%	3,50%	3,50%
(=) EBITDA	R\$ MM	407	261	363	485	235	600	824	1.053	1.311	1.593
% Margem EBITDA	%	34,8%	24,9%	24,8%	26,3%	24,7	28,3%	30,3%	31,7%	33,0%	34,1%
(-) D&A	R\$ MM	(45)	(56)	(69)	(108)	(61)	(124)	(141)	(157)	(173)	(189)
(=) EBIT	R\$ MM	154	199	304	377	175	476	684	896	1.138	1.403
% Margem EBIT	%	21,7%	19,0%	20,7%	20,5%	18,4%	22,4%	25,1%	27,0%	28,6%	30,0%

Fonte: (Vivara, 2023). Adaptado pelos autores.

As despesas de depreciação e amortização serão detalhadas na seção 4.2.5.

4.2.4 Projeção do CAPEX

Para a projeção do CAPEX também foi feita separação de 5 grupos distintos: (i) CAPEX para investimento em novas lojas, (ii) CAPEX para reformas e manutenção, (iii) CAPEX relacionado a fábrica, (iv) CAPEX para sistemas e TI e (v) outros investimentos.

O CAPEX referente a novas lojas foi calculado com base no investimento por metro quadrado. Foi utilizada a média de R\$ por novo m² dos últimos 12 meses e mantida ao longo de todo o período de projeção.

Investimentos relacionados a reformas e manutenção foram estimados utilizando um percentual fixo da área total de lojas. A média dos anos de 2021 e 2022 foi calculada e mantida para o período de projeção. Para o ano de 2023, foi considerado o valor do primeiro semestre acrescido da metade desse valor, considerando que o investimento em reformas e manutenção foi maior na primeira metade do ano.

A projeção de CAPEX relacionada à fábrica levou em consideração a mudança de fábrica que vem ocorrendo, o que necessita investimentos maiores. No mês de julho a mudança da fábrica da marca Life e de relógios para a nova planta foi encerrada e a expectativa da companhia é concluir a migração da fábrica de jóias Vivara até o final do ano (Vivara RI, 2023).

Considerando que ainda há necessidade de alto investimento para migração da fábrica de joias em 2023, a projeção para o segundo semestre foi manter o mesmo investimento da primeira metade do ano. Para os anos seguintes, a projeção é voltar para níveis habituais de investimento na fábrica. Foi utilizada a média entre os anos de 2021 e 2022 com crescimento alinhado à expectativa do IPCA.

As linhas de investimento em sistemas e TI e outros investimentos tiveram crescimento alinhado com a expectativa do IPCA.

A tabela 4.9 apresenta a projeção de CAPEX.

Tabela 4.9 - Projeção de CAPEX

		2019	2020	2021	2022	1S23	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
CAPEX	R\$ MM	47	45	87	138	91	154	107	108	108	108
Novas lojas	R\$ MM	17	25	45	69	27	37	39	36	33	30
Novos m ²	m ²	1.744	1.950	3.288	4.247	2.017	2.842	2.990	2.760	2.530	2.300
R\$/novo m ²	R\$ mil	9	13	14	16	13	13	13	13	13	13
Reformas e Manutenção	R\$ MM	15	8	5	18	22	32	15	16	17	18
Área total	m ²	17.969	19.919	23.207	27.454	29.471	30.296	33.286	36.046	38.576	40.876
% área total	%	81,2%	42,0%	23,6%	65,6%	NA	44,6%	44,6%	44,6%	44,6%	44,6%
Fábrica	R\$ MM	7	3	11	8	21	43	10	11	11	11
Sistemas/TI	R\$ MM	8	8	24	26	13	26	27	28	29	30
Outros	R\$ MM	1	0	1	17	8	16	17	18	18	19
Expectativa IPCA	%	NA	NA	NA	NA	NA	4,63%	3,90%	3,50%	3,50%	3,50%

Fonte: (Vivara, 2023). Adaptado pelos autores.

4.2.5 Projeção Depreciação e Amortização

As projeções de depreciação e amortização foram feitas com base em um percentual fixo da soma das linhas de imobilizado e intangível do balanço patrimonial da Vivara. Para isso, foi necessário projetar o crescimento dessa soma, o que foi feito utilizando a projeção de CAPEX já detalhada no capítulo 4.2.4. O valor projetado para imobilizado mais intangível foi igual ao valor do ano anterior acrescido do valor do CAPEX estimado para o ano. A determinação do percentual de depreciação e amortização foi feita utilizando a média dos anos de 2021 e 2022 e essa taxa foi mantida para todo o período de projeção, conforme tabela 4.10.

Tabela 4.10 - Projeção de Depreciação e Amortização

		2019	2020	2021	2022	1S23	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
D&A	R\$ MM	(45)	(56)	(69)	(108)	(61)	(124)	(141)	(157)	(173)	(189)
Imobilizado + intangível	R\$ MM	321	350	511	694	752	849	957	1.065	1.173	1.281
CAPEX	R\$ MM	47	45	87	138	91	154	107	108	108	108
% (imobilizado + intangível)	%	-14%	-16%	-13%	-16%	NA	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%

Fonte: (Vivara, 2023). Adaptado pelos autores.

4.2.6 Projeção de Capital de Giro

A necessidade de capital de giro é determinada pela diferença entre o ativo circulante operacional e o passivo circulante operacional presentes no balanço patrimonial de uma empresa. A variação dessa necessidade de capital de giro desempenha um papel importante no cálculo do fluxo de caixa, uma vez que reflete a quantidade de recursos financeiros necessários para sustentar suas operações.

O ativo circulante operacional foi calculado como a soma das contas de contas a receber e estoques do ativo circulante do balanço da Vivara, conforme tabela 4.11.

Tabela 4.11 - Ativo circulante operacional

		2019	2020	2021	2022	1S23
Contas a receber	R\$ MM	426	410	532	664	604
Estoques	R\$ MM	348	365	527	710	851
(=) Ativo Circulante Operacional	R\$ MM	774	775	1.059	1.374	1.455

Fonte: (Vivara, 2023). Adaptado pelos autores.

O cálculo do passivo circulante operacional, por outro lado, pode ser encontrado na tabela 4.12 e envolve a subtração do valor das contas de empréstimos, financiamentos e arrendamentos a pagar, que são consideradas contas financeiras e não operacionais, do total do passivo circulante.

Tabela 4.12 - Passivo circulante operacional

		2019	2020	2021	2022	1S23
Passivo Circulante Total	R\$ MM	459	589	674	726	622
(-) Empréstimos e Financiamentos	R\$ MM	(191)	(278)	(127)	(117)	(101)
(-) Arrendamentos a pagar	R\$ MM	(39)	(50)	(77)	(79)	(88)
(=) Passivo Circulante Operacional	R\$ MM	229	261	470	530	433

Fonte: (Vivara, 2023). Adaptado pelos autores.

A necessidade de capital de giro foi projetada como um percentual fixo da receita líquida. Foi utilizada a média dos anos de 2021 e 2022 como taxa fixa para todo o período de projeção, conforme tabela 4.13 abaixo.

Tabela 4.13 - Projeção Variação da Necessidade de Capital de Giro

		2019	2020	2021	2022	1S23	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Necessidade de capital de giro	R\$ MM	545	515	589	844	1.022	912	1.170	1.426	1.709	2.009
Receita Líquida	R\$ MM	1.171	1.048	1.466	1.844	952	2.123	2.724	3.320	3.978	4.676
% RL	%	46,5%	49,1%	40,2%	45,8%	NA	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%
Variação NCG	R\$ MM	169	(30)	74	255	NA	68	258	256	283	300

Fonte: (Vivara, 2023). Adaptado pelos autores.

4.2.7 Modelo de Fluxo de Caixa Descontado

Com a projeção dos componentes necessários para cálculo do fluxo de caixa de Vivara, o modelo do fluxo de caixa descontado pode ser aplicado. Conforme mencionado na seção 2.3.3 o fluxo de caixa é projetado e descontado a partir de uma taxa de desconto calculada no capítulo a seguir.

4.2.7.1 Cálculo do WACC

A taxa de desconto utilizada no modelo é o WACC (custo médio ponderado de capital, do inglês *Weighted Average Cost of Capital*), que pondera o custo de capital entre o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros conforme estrutura de capital da companhia, explicitado previamente na equação 2.2.

O custo do capital próprio foi calculado utilizando o CAPM (modelo de precificação de ativos de capital, do inglês *Capital Asset Pricing Model*), explicitado previamente na equação 2.3. A taxa livre de risco foi calculada utilizando o Tesouro Direto Selic com vencimento em 2026 e remuneração Selic + 0,0304% (Tesouro Direto, 2023). Considerando a taxa Selic de 8,5% projetada pelo Banco Central para 2026 e divulgada semanalmente no relatório Focus acrescida do *spread* do título, chega-se a uma taxa livre de risco de 8,53% ao ano. O valor do beta de Vivara foi calculado como a razão entre (i) a covariância entre os retornos diários das ações da Vivara e do índice Ibovespa nos últimos 3 anos e (ii) a variância dos retornos diários do índice Ibovespa nos últimos 3 anos, conforme equação 2.3. O valor encontrado foi de 1,13.

O prêmio de mercado considerado foi a média dos últimos 3 anos do prêmio de mercado implícito dos EUA de 4,97% utilizando como referência o índice S&P500

(Damodaran, 2023). Como a Vivara está listada no Brasil e seu desempenho incorre em riscos distintos dos EUA, foi acrescido ao prêmio de mercado um valor de risco país que busca adicionar o risco Brasil. Para isso foi calculada a média dos últimos 3 anos do EMBI+ (índice de títulos de mercados emergentes, do inglês *Emerging Markets Bond Index*), calculado pelo JP Morgan (Ipeadata, 2023) e chegou-se a um valor de 2,96%. O índice estima a diferença entre o retorno diário de títulos de dívida de países emergentes e títulos do tesouro dos EUA.

O custo da dívida foi calculado como a média do pagamento de juros das dívidas da Vivara desde 2020. Foram consideradas todas as dívidas em moeda local, que representam 80% da dívida total da empresa, conforme balanço do fechamento do primeiro semestre de 2023, e foi encontrada uma média de CDI + 1,85%. Sabendo que a taxa DI costuma ser 0,10 pontos percentuais abaixo da taxa Selic (Empiricus, 2022) e que a mediana de expectativa para a Selic em 2026 é de 8,50% (Banco Central do Brasil, 2023), foi utilizado um custo médio de capital de terceiros de 10,25% ao ano.

A estrutura de capital da Vivara, segundo valores do balanço patrimonial da companhia em 2022, é de 30% capital de terceiros e 70% capital próprio. O custo médio ponderado de capital foi então calculado de acordo com essas proporções e a equação 2.2 de cálculo do WACC. A taxa de desconto encontrada foi de 15,29%.

4.2.7.2 Resultado da Avaliação

O cálculo dos fluxos de caixa projetados para cada ano foi feito utilizando a equação 2.1. Em seguida, a taxa de desconto calculada na seção 4.2.7.1 foi aplicada para encontrar os fluxos de caixa descontados, conforme tabela 4.14 abaixo.

Tabela 4.14 - Projeção de Fluxo de Caixa

		2023	2024	2025	2026	2027
EBIT	R\$ MM	473	681	893	1.135	1.401
(+) D&A	R\$ MM	127	144	160	176	192
(-) CAPEX	R\$ MM	(154)	(108)	(108)	(108)	(108)
(-) Variação Capital de Giro	R\$ MM	(68)	(258)	(256)	(283)	(300)
(=) FCFF	R\$ MM	378	458	689	921	1.184
WACC		15.29%				
(=) Fluxo de Caixa Descontado	R\$ MM	352	370	483	559	624

Fonte: Elaboração Própria.

A soma dos fluxos de caixa descontados da companhia até 2027 foi de R\$2,4 bilhões. Em seguida, o valor do fluxo de caixa descontado do último ano foi utilizado para calcular o valor terminal (utilizando a equação 2.4), considerando uma taxa de crescimento perpétuo de 3,50% em linha com o IPCA a longo prazo, e descontado usando a mesma taxa. Dessa forma, chegou-se a um valor terminal de R\$5,5 bilhões.

A soma dos fluxos de caixa descontados da companhia com o valor terminal resultou em um valor da firma de R\$7,9 bilhões. Como o valor da firma é pertencente tanto aos acionistas quanto aos credores, é necessário subtrair a dívida líquida para chegar ao valor pro acionista, *Equity Value*, chegando a R\$7,4 bilhões. Por fim, dividindo o valor encontrado pelas 236.197.769 ações de Vivara, o resultado de valor justo é de R\$31,18 por ação, refletindo 9,2% de *upside* em relação ao valor na data de corte do trabalho.

4.2.7.3 Análise de Sensibilidade

Depois de finalizado o modelo, foi feita uma análise de sensibilidade a fim de entender e analisar os impactos de eventuais mudanças nos parâmetros utilizados. O valor encontrado é sensível às premissas utilizadas ao longo do processo e pequenas mudanças podem acarretar impactos relevantes no resultado. É perceptível que grande parte do valor da firma está no valor terminal, que é impactado pela taxa de crescimento na perpetuidade e taxa de desconto. A tabela 4.15 mostra o impacto da mudança dos parâmetros mencionados no valor da empresa.

Tabela 4.15 - Análise de Sensibilidade no Valor da Empresa

Crescimento na Perpetuidade					
WACC	3,00%	3,25%	3,50%	3,75%	4,00%
14,29%	8,37	8,52	8,68	8,84	9,01
14,79%	7,98	8,11	8,25	8,40	8,55
15,29%	7,62	7,74	7,87	8,00	8,14
15,79%	7,29	7,40	7,52	7,64	7,76
16,29%	6,99	7,09	7,19	7,30	7,41

Fonte: Elaboração Própria

A partir das modificações acima, é possível perceber o potencial efeito de mudanças nos parâmetros e premissas utilizadas, causando variações relevantes no valor justo da firma encontrado.

5 Análise dos Resultados

Com base nos capítulos 3 e 4 deste trabalho, é possível entender a trajetória da Vivara e comparar o valor da empresa nos períodos pré e pós IPO. O IPO representa uma mudança significativa na empresa em termos de estrutura, valor, expectativa de crescimento e governança. Avaliada em R\$5,67 bilhões em sua estreia na bolsa de valores, a empresa chegou a R\$6,74 bilhões na data de corte de 10 de novembro de 2023. No entanto, uma análise intrínseca da companhia realizada neste estudo indica que ainda existe potencial de valorização a ser capturado, uma vez que se chegou a um valor justo de R\$7,36 bilhões.

Conforme resultados divulgados pela Vivara, o principal canal de vendas e fonte de receita da companhia são as lojas físicas, correspondendo a 84,6% da receita da companhia nos últimos 12 meses. Dentre as principais estratégias de crescimento está a abertura de novos pontos de venda que contribuem para o aumento significativo da receita. A receita de lojas físicas teve uma taxa composta de crescimento anual (CAGR) de 10% nos últimos 4 anos. Tal crescimento foi impulsionado pela abertura estratégica de 117 novos pontos de venda desde o IPO, expansão viabilizada principalmente pelo direcionamento da maior parte dos recursos captados na oferta para a inauguração de novas lojas.

Além do aumento no número de lojas, a empresa demonstrou uma crescente eficiência econômica, refletida nas margens em ascensão, especialmente com o investimento na marca Life by Vivara de produtos de prata, que oferece margens de lucro superiores. Esse movimento estratégico destaca a capacidade da Vivara de se adaptar às demandas do mercado e às tendências de consumo, maximizando o retorno sobre o investimento, e também foi impulsionado pela captação de recursos do IPO.

Os objetivos traçados no momento do IPO da Vivara têm se concretizado progressivamente, evidenciando um crescimento constante e gerando valor tangível para os acionistas. A análise realizada nos capítulos 3 e 4 sugere que, apesar dos sucessos já alcançados, ainda há valor significativo a ser explorado.

6 Conclusão

A realização de um IPO é um evento transformador para qualquer empresa, marcando o início de uma fase de novas responsabilidades, oportunidades e expectativas. Ao transitar para o mercado de capitais, a Vivara não só ampliou suas possibilidades de financiamento e visibilidade no setor de varejo, mas também se submeteu a análise constante e detalhada do mercado. A análise realizada neste estudo demonstra que o IPO foi um ponto de partida para um caminho de crescimento e valorização.

Com um valor justo estimado em R\$7,36 bilhões através da análise de *valuation* realizada, acima do valor de mercado atual, parece haver espaço para apreciação do valor de mercado atual da Vivara, desde que a empresa continue a seguir a trajetória de crescimento e rentabilidade evidenciada até agora.

O crescimento sustentado nas receitas, impulsionado pela expansão agressiva do número de lojas e da linha Life by Vivara de produtos de prata, são indicativos de que as estratégias corporativas estão sendo bem sucedidas até o momento, justificando a decisão tomada em realizar o IPO.

Este estudo, ao explorar os resultados pós-IPO da Vivara, fornece uma visão do desempenho da empresa no contexto volátil do mercado brasileiro. Os resultados reforçam a ideia de que a Vivara atinge as metas estabelecidas quando do seu IPO, e se posiciona para capturar oportunidades de crescimento adicionais.

Dessa forma, em um contexto conturbado de IPOs e permanência na bolsa de valores, a Vivara vem se estabelecendo como uma história de sucesso no mercado de ações, e com caminho promissor pela frente. Apesar dos desafios inerentes ao setor de varejo e à economia em geral, a Vivara vem demonstrando ser uma empresa resiliente e estrategicamente posicionada para continuar sua trajetória de crescimento e de geração de valor.

Referências Bibliográficas

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim Focus**. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>. Acesso em 25 out. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. [S.l.], 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri>. Acesso em: 30 out. 2023.

BANCO MUNDIAL. **Perspectivas Econômicas Globais: Crescimento fraco, riscos financeiros**. [S.l.], 2023. Disponível em: <https://www.worldbank.org/pt/publication/global-economic-prospects>. Acesso em: 30 out. 2023.

BLOOMBERG. **VIVA3 BZ Equity Dividend**. Terminal Bloomberg Acesso em: 30 out. 2023.

B3. **Guia do IPO**. 2023. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/8E/A3/51/BB/06AD2810AA8B5C28AC094EA8/B3%20-%20Guia%20do%20IPO.pdf>. Acesso em: 31 out. 2023.

B3. **Vivara realiza IPO na B3**. 2019. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/vivara.htm. Acesso em: 07 nov. 2023.

CVM. Resolução CVM 160. 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html>. Acesso em: 18 dez. 2023.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim.; MURRIN, Jack. **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**. Illustrated, reprint. Wiley, 2000.

DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance**. Wiley, 2006. Disponível em: https://www.oreilly.com/library/view/damodaran-on-valuation/9780471751212/9780471751212_terminal_value.html. Acesso em: 17 out. 2023.

DAMODARAN, Aswath. **Historical Implied Equity Risk Premiums**. 2023. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histimpl.html. Acesso em: 30 out. 2023.

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset**. University Edition. 3rd ed., illustrated. John Wiley & Sons, 2012.

EMPIRICUS. **O que é a taxa CDI? Saiba como calcular quanto o CDI rende**. 2022. Disponível em: <https://www.empiricus.com.br/explica/cdi/>. Acesso em: 30 out. 2023.

EXAME. **A lição da Vivara para o varejo físico pós-pandemia. 2021.** Disponível em: <https://exame.com/negocios/a-licao-da-vivara-para-o-varejo-fisico-pos-pandemia/>. Acesso em: 23 out. 2023.

IBGM. **Mercado de joias e semijoias tem expectativa de crescimento de até 6% ao ano. 2023.** Disponível em: <https://brasilgemas.com/mercado-de-joias-e-semijoias-tem-expectativa-de-crescimento-de-ate-6-ao-ano/>. Acesso em: 30 out. 2023.

INFOMONEY. **IPO da Vivara sai a R\$ 24 por ação e oferta movimentada R\$ 2,29 bilhões. 09 out. 2019.** 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: 30 out. 2023.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). 2023.** Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=series-historicas>. Acesso em 25 out. 2023.

IPEADATA. **EMBI+ Risco-Brasil. 2023.** Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>. Acesso em: 30 out. 2023.

INVEST NEWS. **Número de empresas deixando a B3 já é o maior em 4 anos. 2023.** Disponível em: <https://investnews.com.br/financas/numero-de-empresas-deixando-a-b3-ja-e-o-maior-em-4-anos/>. Acesso em: 11 nov. 2023.

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 7th ed. Wiley, 2020.

MARION, José Carlos. **Contabilidade Empresarial e Gerencial**. 19. ed. São Paulo: Atlas, 2022.

MORDOR INTELLIGENCE. **Análise do tamanho e participação do mercado de joias no Brasil – Tendências e previsões de crescimento (2023 – 2028).** Disponível em: <https://www.mordorintelligence.com/pt/industry-reports/brazil-jewelry-market-industry>. Acesso em: 30 out. 2023.

O TEMPO. **Bolsa brasileira tem fila de empresas para abrir capital (IPO); saiba quais são. 2023.** Disponível em: <https://www.otempo.com.br/brasil/bolsa-brasileira-tem-fila-de-empresas-para-abrir-capital-ipo-saiba-quais-sao-1.3085992>. Acesso em: 11 nov. 2023.

PASSOS, Lineker et al. **Disclosure dos riscos de mercado e o custo de capital de empresas**. Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS, [S.l.], v. 14, n. 3, p. 169-184, 2017. Disponível em: <https://www.redalyc.org/journal/3372/337253581003/html/>. Acesso em: 13 out. 2023.

PENMAN, Stephen. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5th ed. McGraw-Hill Education, 2012.

PINTO, Jerald *et al.* **Equity Asset Valuation**. 2. ed. Copyright CFA Institute, 2010. Disponível em: <https://books.google.com.br/books?id=XCL9bkrOrpcC>. Acesso em: 15 out. 2023.

ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey. *Corporate Finance*. McGraw-Hill Publication, 2021.

SALZWORTH. **How Do Global Events Affect Investment Portfolios: A Complete Insight**. 20 out. 2021. Disponível em: <https://salzworth.com/blog/investment-portfolios-global-events-impact>. Acesso em: 20 out. 2023.

TESOURO DIRETO. **Preços e Taxas**. 2023. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm>. Acesso em: 30 out. 2023.

SCARAMUZZO, Mônica; GUIMARÃES, Fernanda; THEDIM, Liane. **Mercado brasileiro tem maior seca de IPOs em 25 anos**. Valor Econômico. 13 nov 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/11/13/mercado-brasileiro-tem-maior-seca-de-ip-os-em-25-anos.ghtml>. Acesso em: 17 nov. 2023.

VEJA MERCADO. **Como só 18 IPOs na B3 nos últimos cinco anos tiveram retorno positivo**. 2022. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/como-so-18-ipos-na-b3-nos-ultimos-cinco-anos-tiveram-re-torno-positivo/>. Acesso em: 11 nov. 2023.

VIVARA RI. **A Companhia: Perfil Corporativo**. Disponível em: <https://ri.vivara.com.br/a-companhia/perfil-corporativo/>. Acesso em: 23 out. 2023.

VIVARA RI. **Informações financeiras: Central de resultados**. Disponível em: <https://ri.vivara.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 30 out. 2023.

VIVARA RI. **Informações financeiras: Planilha Dinâmica**. Disponível em: <https://ri.vivara.com.br/informacoes-financeiras/planilha-dinamica/>. Acesso em: 03 out. 2023.

VIVARA RI. **Prospecto definitivo da oferta pública de distribuição primária e secundária de ações ordinárias de emissão da Vivara**. Disponível em: https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/61a4df2d-a461-44d6-9128-da74058019db/80993224-4079-4d2f-afad-3a7d3b108f46_Prospecto%20Definitivo.pdf. Acesso em: 05 out. 2023.

VIVARA RI. **Relatório Anual 2020**. Disponível em: https://ri.vivara.com.br/wp-content/uploads/sites/177/2021/03/DF_CVM.pdf. Acesso em: 23 out. 2023.

VIVARA RI. **2T23: Divulgação de resultados**. São Paulo, 07 ago. 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/61a4df2d-a461-44d6-9128-da74058019db/08ceebb-b-12bc-e781-28d5-9f44c2f10999?origin=1>. Acesso em: 20 out. 2023.

UBS EVIDENCE LAB. ***Vivara Participacoes SA: Rise and Shine - Initiate Coverage at Buy***. Global Research and Evidence Lab, 26 mai. 2022.