



Gabriela Dias Lacombe Penna da Rocha

Matrícula: 1911316

## **Alpargatas: uma análise fundamentalista através do método de Fluxo de Caixa Descontado**

Monografia de Final de Curso

Orientador: André Senna Duarte

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri, para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Rio de Janeiro, Junho de 2024



<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>7</b>
<b>2</b>	<b>CENÁRIO MACROECONÔMICO</b>	<b>9</b>
	2.1 Visão geral	9
	2.2 Projeções Visão geral	10
	2.2.1 Impactos da economia na avaliação do mercado de calçados	11
<b>3</b>	<b>ANÁLISE DO SETOR VAREJO CALÇADISTA</b>	<b>13</b>
	3.1 Visão Mundial	13
	3.2 Visão Nacional	14
	3.2.1 Projeções do setor brasileiro	16
<b>4</b>	<b>A ALPARGATAS</b>	<b>19</b>
	4.1 Panorama dos Resultados	19
	4.1.1 Estratégias para 2024	20
	4.2 Composição acionária e conselho	21
<b>5</b>	<b>METODOLOGIA DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO</b>	<b>23</b>
	5.1 Projeções	23
	5.2 Capital de giro	23
	5.3 WACC	24
	5.3.1 Cost of Equity (Ke)	25
	5.3.2 Cost of Debt (Kd)	27
	5.4 Perpetuidade	28

---

5.4.1	Crescimento na perpetuidade (g)	28
<b>5.5</b>	<b>Fluxo de Caixa Livre</b>	<b>29</b>
<b>5.6</b>	<b>Valor Presente</b>	<b>30</b>
<b>5.7</b>	<b>O Valor da empresa</b>	<b>31</b>
<b>6</b>	<b>A ANÁLISE DO FCD DA ALPARGATAS</b>	<b>33</b>
<b>6.1</b>	<b>Avaliação da DRE</b>	<b>33</b>
<b>6.2</b>	<b>Projeção da DRE</b>	<b>34</b>
<b>6.3</b>	<b>Análise do Balanço Patrimonial</b>	<b>38</b>
6.3.1	Análise do Capital de Giro	39
6.3.2	CAPEX, Dívida e Ativos Não Operacionais	40
6.3.3	Balanço Projetado	40
<b>6.4</b>	<b>Determinando a WACC</b>	<b>41</b>
<b>6.5</b>	<b>Encontrando o Valor da Empresa</b>	<b>43</b>
<b>6.6</b>	<b>Demais análises</b>	<b>43</b>
6.6.1	Sensibilidade de Premissas	43
6.6.2	Análise de Múltiplos	44
<b>6.7</b>	<b>Valor de Mercado</b>	<b>45</b>
<b>7</b>	<b>CONCLUSÃO</b>	<b>47</b>
<b>8</b>	<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>49</b>

---

## Lista de Figuras:

Figura 1 – Produção Mundial de Calçados (por par, em milhares) .....	13
Figura 2 – Variação Anual de Produção de Calçados .....	17
Figura 3 – Composição Acionária Alpargatas (Dez/2023) .....	22
Figura 4 – DRE Alpargatas 2018-2023 .....	34
Figura 5 – Projeções da DRE Alpargatas 2024-2028 .....	37
Figura 6 – Ativo 2020-2023 .....	38
Figura 7 – Patrimônio Líquido 2020-2023 .....	38
Figura 8 – Passivo 2020-2023 .....	39
Figura 9 – Capital de Giro .....	39
Figura 10 – Imobilizado e Intangível (Realizado e Projeção .....	40
Figura 11 – Patrimônio Líquido Projetado .....	40
Figura 12 – Ativo Projetado .....	41
Figura 13 – Passivo Projetado .....	41
Figura 14 – Ke - Custo do Capital Próprio .....	42
Figura 15 – Empréstimos .....	42
Figura 16 – Kd - Custo da Dívida .....	42
Figura 17 – Taxa de Desconto - WACC .....	43
Figura 18 – Fluxo de Caixa Projetado .....	43
Figura 19 – Sensibilidade de Premissas .....	44
Figura 20 – Análise de Múltiplos - EV/Ebitda .....	45



# 1 Introdução

”O valor de uma companhia equivale ao somatório de todo o de caixa gerado no médio-longo prazo, trazido a valor presente por uma taxa de desconto que representa o chamado retorno exigido pelo investidor” (PÓVOAS, 2020)

O mercado financeiro consiste em diversos ativos e a análise fundamentalista serve como um guia para investimentos em ações. Essa avaliação encontra o verdadeiro valor de uma empresa que independe das flutuações do mercado e consegue dar uma base para estratégias de investimento a longo prazo, pois faz com que os investidores consigam entender da estabilidade, perspectivas de crescimento e rentabilidade do negócio e esse entendimento sobre o ativo é necessário para fazer escolhas de investimento minimizando os riscos e maximizando os retornos.

Uma das ferramentas fundamentais da análise é o modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Essa metodologia possibilita o cálculo do valor da empresa com base nos seus fluxos de caixa futuros esperados, que são descontados ao valor presente. Este cálculo envolve a previsão de fluxos de caixa futuros, a determinação da taxa de desconto, levando em conta o custo do capital, e a estimativa do valor terminal.

Para obter as informações necessárias e ser capaz de assumir premissas realistas para a projeção, será necessária uma pesquisa sobre a empresa. Essa pesquisa consistirá na análise das demonstrações financeiras, na avaliação de receitas, despesas e índices de rentabilidade e no estudo do balanço (ativos, passivos, patrimônio líquido).

Além disso, é preciso avaliar o posicionamento da empresa no setor de atuação e entender o cenário competitivo. O estudo do setor, como identificar as tendências da indústria e perspectivas de crescimento, as dinâmicas de mercado que afetam o setor como Influências regulatórias e um benchmarking com setores similares, também sustentam as informações necessárias para basear as expectativas e premissas utilizadas.

Assim, a aplicação dessa análise possibilita maior compreensão sobre o mercado financeiro, mas também explora a conexão entre o cenário econômico, utilizando de indicadores macroeconômicos e entendimento sobre os setores da economia, e o mundo de finanças corporativas.

---

Realizando esse estudo sobre a Alpargatas, uma empresa multinacional com alto reconhecimento e presença no mercado, será possível analisar seu valor transacionado pelo mercado e o seu valor justo e potencial.



## 2 Cenário Macroeconômico

### 2.1 Visão geral

A inflação disparou em diversas economias do mundo, impulsionada por diversos fatores. A guerra na Ucrânia, sanções à Rússia e a retomada da demanda após a pandemia contribuíram para o aumento dos preços de commodities como petróleo, gás natural, grãos e metais. Assim como os problemas na cadeia de suprimentos, causados pela pandemia e pelos conflitos geopolíticos, atrasaram a produção e elevaram os custos de transporte e logística. Além disso, a reabertura da economia após a pandemia e a forte demanda por bens e serviços também pressionaram os preços.

No Brasil, os níveis de inflação calculados do IPCA durante a pandemia chegaram a aproximadamente 7,6% ao ano e, no final do terceiro trimestre de 2023, o IPCA se encontra a 3,5% ao ano e 5,2% no acumulado dos últimos 12 meses. Esse aumento pressionou o poder de compra das famílias, reduzindo a demanda por bens não essenciais, como calçados.[confirmado]

Os Estados Unidos, país que costuma manter seu nível de preços estável, também registrou o seu maior índice de preços dos últimos 40 anos, em 2021 e, em 2023, ainda se mantém com índices maiores do que os esperados.

A economia global experimentou uma desaceleração do crescimento em 2023, após a forte recuperação em 2021. Diversos fatores contribuíram para essa desaceleração, como o aumento da taxa de juros em que bancos centrais em todo o mundo para combater a inflação, o que encareceu o crédito e diminuiu o investimento. Assim como a guerra na Ucrânia que gerou incertezas e instabilidade no mercado internacional, afetando o comércio exterior e os investimentos e a desaceleração da economia chinesa, a segunda maior do mundo, que impactou o comércio global e as cadeias de suprimentos. No Brasil, o PIB cresceu apenas 1,1% em 2023, um ritmo mais lento do que o esperado. Essa desaceleração afetou o consumo das famílias e as expectativas do mercado.

Além dos pontos mencionados, ainda temos uma queda da confiança do mercado com a incerteza gerada pela guerra e outros conflitos geopolíticos que afetam a confiança do mercado e reduzem o investimento.

---

## 2.2 Projeções Visão geral

Em relação às exportações, o resultado dos três trimestres de 2023 mostram que as exportações mundiais registraram um desempenho negativo nesses primeiros nove meses de 2023, com retração de 5,6%. Isso ocorreu devido aos preços das commodities, como petróleo e minérios, que sofreram declínio impactando negativamente o valor das exportações, e junto a isso, o dólar americano se valorizou consideravelmente, encarecendo as exportações para países com outras moedas. Porém, apesar dessa retração, projeções da Organização Mundial do Comércio (OMC) indicam que as exportações mundiais de mercadorias devem totalizar US\$ 23,6 trilhões em 2023. Em termos de volume exportado, a projeção indica um crescimento de 0,8% em relação a 2022.

Para o cenário econômico mundial, ainda se espera que permaneça incerto devido aos fatores mencionados como a guerra na Ucrânia, a inflação elevada e a desaceleração da economia chinesa. Essa incerteza leva os países a adotarem medidas para proteger seus interesses, o que pode fragmentar a economia global e aumentar as tensões geopolíticas. Com isso, também é de se esperar que, apesar das reestruturações realizadas após a pandemia, as cadeias de suprimentos continuam longas e complexas, o que aumenta os custos e os riscos para as empresas. E o retorno dos custos dos fretes marítimos internacionais aos níveis pré-pandemia, observado ao longo de 2023, mas que foi interrompido em dezembro devido aos conflitos no Oriente Médio, levando esses custos a serem considerados também.

De acordo com Fundo Monetário Internacional (FMI), a projeção de crescimento é de 3,1% para a economia global em 2024. Esse ritmo de crescimento se encontra abaixo da média histórica, evidenciando um cenário de expansão moderada.

A região da América Latina e Caribe deve registrar uma expansão de 1,9% desse mesmo ano, também segundo as projeções do FMI. Essa expansão representa uma desaceleração em relação ao ritmo de crescimento observado em 2023. Ainda na América Latina, entre as 30 maiores economias do mundo, a única projeção de retração do PIB para 2024 é para a Argentina, com um índice de -2,8%.

Outro fator que marca o ano de 2024 é o elevado número de eleições em todo o mundo, com mais de 50 países elegendo seus representantes, incluindo as eleições presidenciais nos Estados Unidos que são um dos principais eventos políticos do ano e podem ter um impacto significativo na economia global e as eleições para o Parlamento Europeu que também podem influenciar as políticas econômicas da

região. Essa grande quantidade de eleições em 2024 eleva o nível de incerteza no cenário econômico global e isso pode se traduzir em maior volatilidade em diversos indicadores macroeconômicos, como taxas de juros, preços de commodities e bolsas de valores.

### **2.2.1 Impactos da economia na avaliação do mercado de calçados**

Ao se analisar uma empresa é preciso levar em consideração os fatores externos que impactaram suas operações para conseguir seguir premissas e hipóteses consistentes e realistas nas projeções. Logo, os resultados de 2023 serão influenciados por fatores da economia mundial tanto na parte operacional como na cadeia de produção da companhia, quanto na parte financeira devido a indicadores econômicos em escala mais elevadas do que o esperado.

Em questões operacionais, as restrições de saúde pública, a escassez de mão de obra e as dificuldades de logística atrasaram a produção de calçados em diversos países. O aumento dos preços das commodities, dos custos de transporte e dos seguros elevou os custos de produção e importação de calçados e a escassez de alguns insumos básicos para a produção de calçados, como couro e componentes eletrônicos, também contribuiu para os desafios do setor.

Já as taxas mais altas impactam a avaliação de uma empresa em duas frentes. Primeiramente na parte operacional em que as taxas de juros mais altas deixam o crédito mais caro e desincentivam o consumo, afetando a companhia no número de vendas e na saúde financeira devido ao aumento de custo dos empréstimos tomados. E, além disso, tendo em vista a possibilidade de rendimento alto em títulos seguros de renda fixa, os investidores exigem maiores retornos das empresas em renda variável.



## 3 Análise do Setor Varejo Calçadista

### 3.1 Visão Mundial

Em 2022, a produção mundial de calçados se concentrou fortemente na Ásia, com os quatro primeiros lugares entre os dez maiores produtores sendo ocupados por China, Índia, Vietnã e Indonésia. Esses países corresponderam por 76% da produção global.

Vale destacar que, apesar desses países terem continuado sendo os maiores produtores, essa concentração asiática apresentou um decréscimo em relação a 2021, quando os mesmos países detinham 76,8% da produção mundial. Essa pequena mudança sinaliza uma possível diversificação da produção de calçados em outras regiões do mundo.

No meio da concentração asiática, o Brasil se consolidou como o quinto maior produtor mundial de calçados em 2022, posição que se mantém até hoje, demonstrando sua relevância e potencial no mercado global. A produção brasileira em 2022 representou 3,7% do total mundial.

Figura 1 – Produção Mundial de Calçados (por par, em milhares)

PAÍS	2020	2021	2022	VARIAÇÃO 2021-2022
China	11.118	12.016	13.047	8,6% +
Índia	2.080	2.600	2.600	0,0%
Vietnã	1.320	1.360	1.500	10,3% +
Indonésia	1.036	1.083	1.026	-5,3% -
<b>Brasil</b>	<b>746</b>	<b>855</b>	<b>886</b>	<b>3,6%</b> +
Turquia	487	547	582	6,4% +
Paquistão	483	513	519	1,2% +
Bangladesh	423	401	467	16,5% +
México	165	171	176	2,9% +
Camboja	165	191	205	7,3% +
Outros	2.477	2.463	2.892	17,4% +
<b>Total</b>	<b>20.500</b>	<b>22.200</b>	<b>23.900</b>	<b>7,6%</b> +

Fonte: World Footwear Yearbook

Nesse cenário, entre os dez maiores, a única exceção de crescimento em 2022 foi a Indonésia que registrou queda na produção de calçados de 5,3%. Já Bangladesh se destacou com o maior aumento na produção, de 16,5%, respondendo por 2% dos pares de calçados produzidos no mundo, e o Vietnã também apresentou um crescimento significativo de 10,3%.

---

Em relação a produção, a China mantém na primeira posição como produtor de calçados, com participação de 54,6% em 2022, um aumento de 0,5% em relação a 2021. O motivo da liderança é impulsionada por fatores como mão de obra abundante, custos de produção competitivos e infraestrutura que tendem a se manter nos próximos anos. A produção chinesa é voltada para exportação, como é evidenciada pelo fato da produção nacional ser aproximadamente três vezes maior que o consumo interno. Em 2022, 71,3% da produção chinesa de calçados foi destinada ao mercado externo.

Referente ao consumo, entre os dez maiores consumidores, três registraram retrações, sendo esses a China com -9,1%, mas ainda se posicionando também como maior consumidor de calçados, a Índia com -1,3% e Indonésia -12,9%.

Apesar do grande mercado interno que explica a posição chinesa como maior consumidor, a desaceleração da economia do país, a queda na renda disponível da população e o aumento dos preços dos calçados fizeram com que houvesse retração nesse último ano observado.

Já as demais retrações podem ser explicadas pela alta inflação, o aumento das taxas de juros e a instabilidade política na Índia. Assim como a crise econômica, o aumento do desemprego e a diminuição da renda da população na Indonésia.

O mercado americano de calçados alcançou um consumo aparente <sup>1</sup> de 2,7 bilhões de pares em 2022, superando a Índia e se tornando o segundo maior consumidor de calçados. Porém, ao contrário de países como China e Índia que possuem produção interna robusta, como visto anteriormente, essa demanda americana é suprida majoritariamente por importações.

Nesse mesmo ano, as importações de calçados pelos EUA dispararam 12,6%, superando o ritmo do varejo como um todo. Esse crescimento pode ser parcialmente explicado pela recomposição dos estoques após a pandemia de COVID-19.

## 3.2 Visão Nacional

Como visto anteriormente, o Brasil ocupa o quinto lugar entre os maiores produtores e o quarto lugar entre os maiores consumidores. Essa mostra a importância do setor

---

<sup>1</sup> O consumo aparente é definido como o total da produção do País, adicionadas as importações e descontadas as exportações. Em outras palavras, é uma medida que reflete a importância da demanda doméstica do produto, o produto disponível no mercado interno.

para a economia brasileira.

No entanto, a pandemia da COVID-19 causou um forte impacto na produção brasileira de calçados em 2020. Nos anos seguintes, a indústria iniciou um processo de retomada gradual, com crescimentos de 14,6% em 2021 e 3,6% em 2022, em termos de pares produzidos. Apesar da melhora, o volume de produção em 2022 ainda não voltou ao patamar pré-pandemia de 2019.

Já em 2023, a produção brasileira de calçados enfrentou outro problema e teve retração de 2,3%, totalizando 865,6 milhões de pares. É importante ressaltar que, apesar da queda, o impacto negativo na produção brasileira foi menor do que a retração da produção mundial de calçados. Essa diferença de queda indica que o Brasil, em 2023, aumentou sua participação na produção global de calçados, consolidando sua posição como um importante player no setor.

### **Segmentação de mercado:**

Referente ao tipo de calçado, a produção brasileira em 2023 enfrentou algumas mudanças. Apesar de continuarem sendo o tipo de calçado mais produzido, com 46% do total em 2023 (398 milhões de pares), os chinelos vêm perdendo espaço desde 2021, quando detinham 50,9% da produção nacional. Por outro lado, os calçados para uso casual e social registraram um aumento na participação, passando de 35,2% em 2021 para 39,1% em 2023. Essa categoria de calçados atingiu a produção de 338,2 milhões de pares em 2023, evidenciando a retomada da demanda por esse tipo de calçado após a pandemia da COVID-19. Os calçados esportivos também apresentaram um crescimento gradual na participação, passando de 9,5% da produção em 2021 para 10% em 2023. Em 2023, a produção de calçados esportivos totalizou 86,8 milhões de pares, demonstrando a crescente popularidade desse tipo de calçado no país.

### **Consumo:**

O consumo aparente de calçados no Brasil vem se recuperando desde o impacto da pandemia da COVID-19 em 2020. Em 2022, o consumo aparente totalizou 754,5 milhões de pares, um crescimento de 2,1% em relação a 2021. Essa tendência se manteve em 2023, com um novo aumento de 0,7%, alcançando 775,6 milhões de pares.

Um fator relevante no crescimento observado foi o aumento no emprego e na renda média da população brasileira em 2023. Por outro lado, apesar da recuperação do consumo aparente, o endividamento das famílias brasileiras ainda se encontra em

---

níveis altos, o que interfere no crescimento do consumo <sup>1</sup>.

Dito isso, a produção nacional de calçados registrou uma queda de 2,3%, enquanto as exportações caíram 16,6% em 2023. Nesse cenário, o mercado interno se tornou fundamental para evitar uma retração ainda mais significativa na produção, demonstrando a importância do consumo doméstico para o setor

### **Demais considerações:**

Apesar da posição de destaque, o mercado brasileiro continua tendo que lidar com um cenário de alta da inflação e a instabilidade econômica, que podem impactar o consumo de calçados. No entanto, também existem oportunidades e estratégias para o crescimento do setor, como o investimento em inovação e a expansão para novos mercados.

As empresas do setor calçadista, assim como em outros setores, buscam vantagens competitivas em relação aos custos de produção, porém, a criação da marca, o desenvolvimento do marketing e a criação de um sistema de distribuição, tem sido fatores relevantes no sucesso das empresas do ramo. Além desses, a preocupação com produtos e serviços sustentáveis também tem ganhado espaço nesse mercado e empresas tem usado disso em suas estratégias de design e marketing.

### **3.2.1 Projeções do setor brasileiro**

De acordo com divulgações da Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (Abicalçados), as projeções para a produção de calçados em 2024, seguem dois cenários sendo esses um otimista e outro pessimista.

O cenário pessimista mostra que a produção deve crescer 0,9%, alcançando 873,4 milhões de pares, enquanto o consumo aparente deve aumentar 2,4%. Já no cenário otimista, a produção pode chegar a 884,6 milhões de pares, com um aumento de 2,2%, e o consumo aparente deve crescer 3,8%, se aproximando do nível pré-pandemia, ficando apenas 0,8% abaixo.

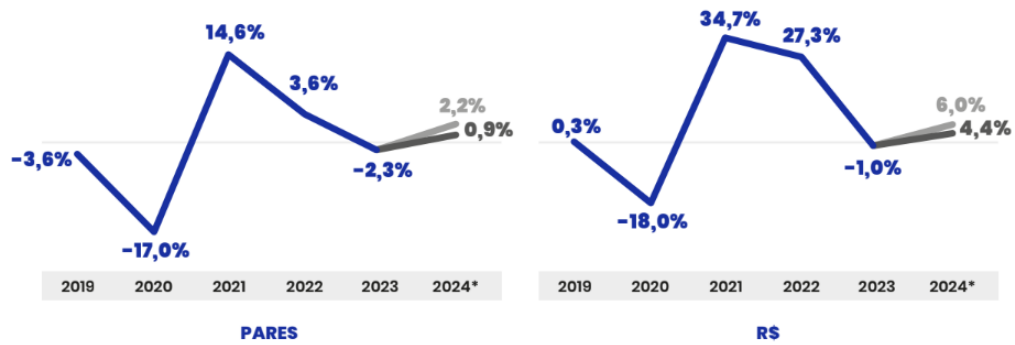
Vale ressaltar que, em ambos os casos, as divulgações mostram que o consumo interno de calçados deve ser o principal acelerador do crescimento em 2024. Isso por que a expectativa de crescimento do mercado interno supera a projeção de cresci-

---

<sup>1</sup> Vale ressaltar que o consumo aparente não leva em consideração a movimentação dos estoques no setor calçadista, fator relevante para as empresas do setor em geral.



Figura 2 – Variação Anual de Produção de Calçados



Fonte: IBGE

mento da produção, indicando que o consumo doméstico realmente será fundamental para o setor.

Além disso, o desempenho da economia brasileira, o nível de renda das famílias, a inflação, a concorrência no mercado e as políticas comerciais do governo são alguns dos fatores que podem influenciar os resultados da indústria calçadista que geram incerteza à projeção.



## 4 A Alpargatas

Fundada em 1907 em São Paulo, a Alpargatas iniciou suas operações com a produção de lona de algodão impermeável. Já na década de 1910, a empresa se consolidou como a primeira empresa listada na bolsa de valores do Brasil, posição que segue até hoje. Na década de 1930, a Alpargatas iniciou sua produção de calçados, na época feitos de couro.

Ao longo dos anos, a Alpargatas expandiu seu portfólio, fabricando diversos produtos voltados para calçados e vestuário, incluindo o jeans. Na década de 1960, a empresa decidiu focar no setor de calçados, impulsionada pelo sucesso da Havaianas, que surgiu em 1962 e se tornou um símbolo mundial.

Além disso, construiu um portfólio de marcas fortes e reconhecidas ainda no setor de calçados, como Topper (calçados esportivos), Timberland (artigos de aventura e ar livre), Mizuno (tênis de corrida) e muitas outras ao longo dos anos. A empresa também consolidou sua presença internacional através de aquisições estratégicas, como Dupé, Rainha, Topper Argentina e a participação majoritária na Osklen, marca focada em vestuário sustentável.

Atualmente, a Alpargatas se destaca como uma empresa global com foco no setor de calçados. Hoje a companhia é composta por:

- Havaianas: Líder mundial em calçados abertos, conhecida por seus chinelos e com presença em mais de 180 países.
- Rothy's: Marca norte-americana de calçados sustentáveis, com 49,3% de participação.
- ioasys: Empresa de inovação e tecnologia que impulsiona a transformação digital da empresa, buscando soluções tecnológicas para otimizar processos e impulsionar o crescimento.

### 4.1 Panorama dos Resultados

Um maior detalhamento de seus resultados será visto mais adiante desse trabalho, por agora, o foco é identificar as causas que levaram a performance financeira e operacional atual da companhia.

---

Como visto pela análise do setor, a Alpargatas enfrenta um cenário adverso que está sendo marcado por diversos fatores que impactam negativamente seus resultados. Entre os principais pontos, podemos destacar:

**Aumento dos custos de produção:** A elevação dos preços das matérias-primas, como borracha natural e plástico, impulsionada pelo cenário inflacionário, piora a lucratividade da empresa. Isso se reflete na queda da margem bruta de 46% em 2022 para 40% em 2023.

**Venda de produtos com menor margem:** A venda de produtos com menor margem de lucro pressiona ainda mais a rentabilidade geral da companhia.

**Demanda fraca no mercado interno:** A inflação e a consequente queda do poder de compra impactam negativamente a demanda por produtos da empresa, diminuindo as vendas.

**Desvalorização do real:** A desvalorização da moeda brasileira frente ao dólar torna as exportações menos competitivas, afetando o desempenho da Alpargatas no mercado externo.

**Aumento dos custos operacionais:** Custos com frete, marketing e outras despesas relacionadas à venda também pressionam o Ebitda da empresa.

**Outras despesas operacionais:** Aumento de provisões para créditos duvidosos e despesas com reestruturação também contribuem para a queda do Ebitda.

Em meio a esse cenário, a Alpargatas buscou soluções para retomar o crescimento e a lucratividade como veremos a seguir.

#### **4.1.1 Estratégias para 2024**

De acordo com os comentários da Administração da companhia, a Alpargatas vem adotando medidas estratégicas para resolver diversos dos problemas mencionados.

Em relação a eficiência da cadeia de suprimentos, a liberar capital de giro e aumentar a lucratividade, medidas voltadas a compras e de redução de estoque foram postas em práticas ainda em 2023. A empresa investiu em ferramentas de análise de dados e inteligência artificial para aprimorar a precisão das previsões de demanda. Essa iniciativa permitiu um planejamento de compras mais eficiente e aderiu a um gerenciamento de estoque em tempo real, trazendo uma redução

significativa do nível de estoques e otimizando o espaço nos armazéns como resultado.

Em função de melhorar a margem de lucro, ela simplificou seu portfólio de produtos, descontinuando itens de baixo desempenho e focando em modelos com maior demanda. Essa medida resultou liberação de capital para investimentos em produtos mais estratégicos.

A administração também enfatiza o foco de investimentos em tecnologia e automação, visando a redução de custos e a melhoria da produtividade e a revisão seus processos logísticos, buscando rotas mais eficientes e reduzindo os tempos de transporte

A Alpargatas indica que a gestão eficiente de custos e despesas continuará sendo um foco estratégico em 2024, com o objetivo de manter a rentabilidade em meio ao cenário macroeconômico incerto.

## **4.2 Composição acionária e conselho**

O free-float e a composição acionária de uma empresa são indicadores utilizados na análise de investimentos, pois fornecem informações sobre a liquidez, sobre a governança corporativa e potencial de crescimento da empresa.

Isso por que quanto maior o free-float, maior a facilidade de compra e venda das ações no mercado, o que significa maior liquidez. Em relação a concentração de ações nas mãos de um grupo restrito, isso pode gerar conflitos de interesse e decisões que não beneficiam todos os acionistas, além da menor transparência. Por fim, empresas com alto free-float podem ter maior facilidade de captar recursos no mercado através da emissão de novas ações, o que pode impulsionar investimentos e crescimento.

Já sobre a composição acionária, a presença de investidores institucionais experientes podem contribuir para a gestão da empresa e o desenvolvimento de estratégias de crescimento.

O capital social da Companhia é composto por 339.510.689 ações ordinárias e 343.551.533 ações preferenciais, totalizando 683.062.222 ações, nominativas, escriturais e sem valor nominal.

A taxa de free-float em 31 de dezembro de 2023, data base para esse trabalho era

---

de 31,69%, considerada abaixo do moderado para esse indicador. Por outro lado, as instituições que compõe o quadro acionário são renomadas e trazem segurança para o investimento.

Figura 3 – Composição Acionária Alpargatas (Dez/2023)

<b>Composição Acionária</b>	<b>dez/23</b>
Itaúsa S.A.	30,00%
Cambuhy Alpa Holding Ltda.	23,77%
Bonsucess Holding S.A.	5,93%
Fundos geridos pela Dynamo Administração de Recursos Ltda.	4,85%
BlackRock, Inc.	2,63%
Tesouraria	1,17%
Outros	68,35%

Fonte: Alpargatas S.A.

## 5 Metodologia do Fluxo de Caixa Descontado

O Fluxo de Caixa Descontado é uma metodologia de avaliação de empresas que determina seu valor operacional, levando em conta o valor presente dos fluxos de caixa futuros da empresa, descontados por uma taxa de desconto. Essa método de análise é muito comum no mercado por conseguir trazer todas as informações da empresa para dentro de seu modelo, como serão detalhadas a seguir.

### 5.1 Projeções

O FCD se baseia na projeção dos fluxos de caixa futuros da empresa. Esses fluxos de caixa são compostos por receitas, deduções, custos, despesas e outros fatores relevantes que a empresa espera realizar ao longo dos anos, ou seja, tudo que compõe a sua DRE.

Para isso, utiliza-se do DRE histórico da companhia para que as projeções sejam elaboradas com base em dados realizados, buscando a máxima precisão possível e, além disso, são influenciadas por estimativas e premissas obtidas pela análise do mercado.

Logo, as projeções do FCD visam desenhar o desenvolvimento dos negócios da empresa em um horizonte de tempo definido e, a partir disso, é considerado a perpetuidade. Nesse último caso a projeção se torna estável e seu crescimento passa a apenas retratar o repasse da economia para o modelo, no caso inflação mais o crescimento esperado do PIB. Dessa forma, não há mais crescimento operacional da companhia, as margens operacionais da empresa se estabilizam, não apresentando alterações significativas.

### 5.2 Capital de giro

O capital de giro representa o valor em caixa que uma empresa necessita para garantir a continuidade de suas operações diárias. Ele está diretamente relacionado com a diferença entre os ativos e passivos circulantes de uma empresa, ou seja, entre o que ela possui (como caixa, estoques, contas a receber) e o que deve (como contas a pagar, empréstimos de curto prazo). Essa diferença influencia diretamente na

---

capacidade da empresa de honrar seus compromissos de curto prazo e de financiar suas atividades operacionais.

Isto é, enquanto a empresa precisa de caixa para pagar seus funcionários, fornecedores e outros custos operacionais, ela também recebe pagamentos decorrentes da venda de estoque, recebimento de pagamentos a prazo e outras fontes de receita. A variação do capital de giro está relacionada ao número de dias que cada uma dessas linhas gira.

O primeiro passo para esse cálculo é analisar o balanço patrimonial da empresa e determinar quais contas do ativo circulante e do passivo circulante giram dentro de um ano. Contas como dívidas com bancos, que não são recorrentes para a empresa, não devem ser consideradas no cálculo da variação do capital de giro. Após selecionar essas contas, é necessário avaliar com quais contas elas estão relacionadas (receita operacional líquida, resultado operacional bruto, custos, despesas, etc.) para calcular a quantidade de dias necessária para o giro dessas contas.

Após isso, o cálculo da variação do capital de giro é feito subtraindo-se os passivos circulantes dos ativos circulantes. Se a variação for positiva, significa que a empresa terá um aumento na necessidade de capital de giro, indicando que mais recursos financeiros serão necessários para manter suas operações. Por outro lado, uma variação negativa indica que a empresa poderá reduzir sua necessidade de capital de giro, o que pode ser interpretado como uma gestão financeira mais eficiente e um sinal positivo para a saúde financeira da empresa.

Ou seja, uma gestão adequada do capital de giro pode garantir que a empresa tenha recursos suficientes para manter suas atividades operacionais, enquanto uma gestão inadequada pode levar a problemas de liquidez e até mesmo à falência.

### **5.3 WACC**

O modelo de taxa de desconto WACC (Weighted Average Cost of Capital), diferente do modelo CAPM, por exemplo, considera tanto o capital próprio quanto o de terceiros, proporcionando uma visão mais ampla do custo de capital e do valor da empresa. Sua precisão reside na ponderação do custo de cada tipo de financiamento de acordo com sua proporção na estrutura de capital, garantindo uma estimativa mais justa do valor presente dos fluxos de caixa futuros. Essa característica contribui para uma avaliação mais abrangente da empresa, levando em conta o impacto do



endividamento em seu valor, especialmente para empresas com alto nível de dívidas.

A fórmula do WACC combina o custo do capital próprio ( $K_e$ ) e do capital de terceiros ( $K_d$ ), ponderados pela proporção de cada um na estrutura de capital:

$$WACC = K_e * (E/D+E) + K_d * (D/D+E) * (1 - T)$$

Onde:

- $K_e$ : Custo do capital próprio (retorno exigido pelos acionistas)
- $K_d$ : Custo do capital de terceiros (taxa de juros das dívidas)
- $E$ : Patrimônio líquido da empresa
- $D$ : Dívida total da empresa
- $T$ : Alíquota de imposto de renda da empresa

A estrutura de capital de uma empresa refere-se à proporção de capital próprio e capital de terceiros utilizada para financiar suas operações e investimentos. Uma estrutura de capital adequada pode reduzir o custo de capital da empresa e maximizar o retorno para os acionistas.

### **5.3.1 Cost of Equity ( $K_e$ )**

O Custo de Capital Próprio ( $K_e$ ) representa a taxa de retorno exigida pelos acionistas para investir em uma empresa, considerando o risco associado ao investimento em suas ações. Uma forma comum de calcular o  $K_e$  é através do modelo de avaliação de ativos financeiros (CAPM), que inclui a taxa livre de risco, o prêmio de risco de mercado, o prêmio de risco país e o prêmio de tamanho.

O método "build up" é utilizado para determinar o  $K_e$ , considerando diversos componentes que refletem o risco específico da empresa. No caso do  $K_e$ , a fórmula é:

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

Onde:

- $R_f$  é a taxa livre de risco;

- 
- $\beta$  é o beta;
  - $(R_m - R_f)$  é o prêmio de risco de mercado;
  - RP é o prêmio de risco país;
  - PT é o prêmio de tamanho.

Vamos ver com mais detalhes cada um desses componentes:

**Taxa Livre de Risco:** A taxa livre de risco é o retorno esperado de um investimento em um ativo considerado livre de risco, como títulos do tesouro norte-americano. É importante para determinar o retorno mínimo que os investidores esperam para abrir mão da liquidez e da segurança desses ativos em relação a outros investimentos mais arriscados.

**Prêmio de Risco:** O prêmio de risco é o retorno adicional que os investidores exigem para investir em ativos mais arriscados do que os considerados livres de risco. Ele reflete a compensação pelo risco adicional assumido ao investir em ativos com volatilidade e incerteza de retorno superiores.

**Beta:** O beta é uma medida da volatilidade de um ativo em relação a um índice de mercado. Ele indica o quanto o preço de um ativo tende a variar em relação às variações do mercado. Um beta maior que 1 indica que o ativo é mais volátil que o mercado, enquanto um beta menor que 1 indica que o ativo é menos volátil que o mercado. O beta alavancado, ou beta realavancado, leva em consideração a estrutura de capital da empresa. Ele reflete o risco do ativo levando em conta não apenas seu risco intrínseco, mas também o impacto da alavancagem financeira da empresa, ou seja, o uso de capital de terceiros para financiar suas operações. O beta alavancado pode ser calculado ajustando-se o beta não alavancado pela relação entre o capital próprio e o capital de terceiros da empresa. Isso significa que empresas com uma maior proporção de capital de terceiros em sua estrutura de capital tendem a ter um beta alavancado maior, pois o risco do capital de terceiros é considerado mais elevado do que o risco do capital próprio.

**Risco País:** O risco país reflete a incerteza associada a um investimento em um determinado país. Ele é influenciado por fatores políticos, econômicos e sociais e afeta o retorno esperado de investimentos nesse país. Um maior risco país geralmente resulta em um prêmio de risco mais elevado para os investidores.

Prêmio Tamanho: O prêmio pelo tamanho da empresa é o retorno adicional exigido pelos investidores ao investir em empresas de diferentes portes. Empresas menores geralmente são consideradas mais arriscadas do que empresas maiores, o que pode resultar em um prêmio de risco adicional para investir nelas.

### **5.3.2 Cost of Debt (Kd)**

O custo da dívida (Kd) é um componente crucial no cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) de uma empresa. O Kd representa a taxa de retorno que uma empresa deve pagar aos seus credores, como juros, para utilizar o capital de terceiros. Esse custo é influenciado por fatores como a taxa livre de risco, o prêmio de risco associado à dívida da empresa e outros fatores de mercado que afetam o custo de obtenção de financiamento.

A fórmula utilizada para calcular o custo da dívida (Kd) é:

$$Kd = (1 + Taxa\ De\ Juros) \times (1 + Spread) - 1$$

Onde:

- A "taxa de juros" representa a taxa nominal de juros da dívida.
- O "spread" é o prêmio de risco associado à dívida da empresa, que reflete o risco percebido pelos credores ao emprestar dinheiro para a empresa em relação a um investimento livre de risco, como títulos do governo.

Essa fórmula calcula o custo da dívida ajustado para refletir não apenas a taxa de juros nominal, mas também o prêmio de risco associado à dívida da empresa.

Após encontrar as taxas de cada empréstimo, é necessário ponderar as taxas efetivas encontradas pela proporção de cada dívida em relação ao total de empréstimo da empresa. Isso significa que, se a empresa possui diferentes tipos de dívida com taxas de juros diferentes, essas taxas serão ponderadas de acordo com o valor de cada tipo de dívida em relação ao total do passivo da empresa. Essa ponderação é importante para calcular com precisão o custo médio ponderado de capital, levando em consideração a estrutura de capital específica da empresa.

---

## 5.4 Perpetuidade

A perpetuidade em um valuation é uma técnica utilizada para estimar o valor de uma empresa considerando que ela terá fluxos de caixa constantes e infinitos no futuro. Isso é feito porque, na prática, muitas empresas são consideradas como tendo uma vida útil indefinida, desde que continuem operando de forma estável e lucrativa. Na projeção, a perpetuidade é determinada logo um ano após o último período definido projetado.

A fórmula de Gordon, também conhecida como modelo de Gordon, é comumente utilizada para calcular a perpetuidade. Essa fórmula considera o fluxo de caixa livre da empresa no último ano projetado (FCF), uma taxa de crescimento constante dos fluxos de caixa na perpetuidade ( $g$ ), e a taxa de desconto utilizada para trazer os fluxos a valor presente (WACC). A fórmula é a seguinte:

$$\text{Perpetuidade} = \text{Último período projetado} * (1 + WACC) / (WACC - g)$$

Em resumo, a perpetuidade é utilizada para calcular o valor perpétuo de uma empresa, assumindo que ela continuará operando e gerando fluxos de caixa no longo prazo.

### 5.4.1 Crescimento na perpetuidade ( $g$ )

Usar o Produto Interno Bruto (PIB) somado à inflação como premissas para o crescimento na perpetuidade em um valuation é uma prática comum. Isso significa que a empresa vai crescer em linha com a economia como um todo, ou seja, seu crescimento será impulsionado pelo aumento da produção econômica do país (PIB) e pela inflação, que é o aumento geral dos preços dos bens e serviços.

O PIB é um indicador da saúde econômica de um país e reflete o valor de todos os bens e serviços produzidos dentro de suas fronteiras em um determinado período. Ele é utilizado como uma medida do potencial de crescimento econômico de uma empresa, pois, em teoria, se a economia do país está crescendo, é mais provável que as empresas também cresçam.

A inflação, por sua vez, afeta os custos e os preços dos produtos e serviços de uma empresa. Incorporar a inflação ao crescimento na perpetuidade é importante para garantir que os fluxos de caixa futuros estejam ajustados aos níveis de preços esperados no futuro.

## 5.5 Fluxo de Caixa Livre

A projeção da Demonstração do Resultado (DRE) determina os futuros lucros operacionais líquidos da empresa, porém, para continuar com a metodologia é necessário entender o conceito de Fluxo de Caixa Livre.

O fluxo de caixa livre é um indicador que avalia a capacidade da empresa de gerar caixa e financiar suas operações, investimentos e dividendos. Ele representa o fluxo de caixa operacional da empresa, descontado dos impostos de renda (NOPAT) e ajustado por itens como depreciação, investimentos (capex) e variações no capital de giro.

Essa etapa é importante pois é necessário realizar ajustes para considerar itens que não representam entradas ou saídas de caixa reais. A seguir mais explicações sobre essa etapa:

- **Depreciação:** A depreciação é um custo contábil que representa a perda de valor dos ativos da empresa ao longo do tempo. Apesar de ser um custo no demonstrativo do resultado, a depreciação não gera desembolso de caixa. Por isso, ela é adicionada ao NOPAT para chegar ao fluxo de caixa livre.
- **Capex (Capital de Investimento):** O investimento em capex representa os gastos da empresa com a aquisição e/ou manutenção de ativos fixos, como máquinas, equipamentos e imóveis. O capex reduz o fluxo de caixa disponível no curto prazo, mas pode gerar retornos futuros. Por isso, ele é subtraído do NOPAT para chegar ao FCFE.
- **Variação do Capital de Giro:** Como explicado anteriormente, variações no capital de giro podem afetar o fluxo de caixa da empresa. Se o capital de giro estiver aumentando, isso significa que a empresa está investindo mais em ativos circulantes do que recebendo em caixa. Logo, a variação do capital de giro é subtraída do NOPAT. Se o capital de giro estiver diminuindo, isso significa que a empresa está convertendo ativos circulantes em caixa. Logo, a variação do capital de giro é adicionada ao NOPAT.

Resumindo, essa etapa pode ser vista como:

$$NOPAT = \text{Lucro Operacional Líquido} - \text{Imposto de Renda}$$

---

*Fluxo de Caixa Livre = NOPAT + Depreciação - Capex ± Variação do Capital de Giro*

## 5.6 Valor Presente

A partir das projeções dos fluxos de caixa livre futuros, a definição da perpetuidade e a determinação da taxa de desconto adequada à empresa em análise, pode-se encontrar o valor presente líquido (VPL) desses fluxos.

O valor presente representa o valor atual dos fluxos de caixa livre futuros, considerando uma taxa de retorno esperada pelos investidores, que está embutida na taxa de desconto. isto é, é como se projetássemos o valor futuro no presente, levando em conta o tempo e as expectativas de retorno.

Em relação ao tempo, existe o fator temporal sobre o valor presente, o que significa que fluxos de caixa mais distantes no tempo possuem menor valor no presente do que aqueles que ocorrerão em um futuro próximo. Essa relação se dá por um princípio básico de que o dinheiro hoje vale mais do que a mesma quantia no futuro.

O conceito de "mid-year period" ou "período de meio de ano" é utilizado no cálculo da perpetuidade. Isso significa que os fluxos de caixa são assumidos como recebidos ou pagos igualmente ao longo do ano, ou seja, no meio de cada período. Esse ajuste é importante para garantir que os fluxos de caixa sejam descontados corretamente no cálculo do valor presente, levando em consideração o momento em que esses fluxos são recebidos ou pagos.

Caso o mid-year não seja usado, haveria a chance de se sobrevalorizar ou supervalorizar o valor da companhia. Como, por exemplo, caso todos os fluxos fossem considerados no início do período, se o resultado do período for negativo, o valor da empresa seria penalizado, enquanto se fosse positivo, seria supervalorizado.

Logo, o cálculo do valor presente é realizado através de uma fórmula que utiliza a taxa de desconto e os fluxos de caixas futuros projetados como inputs. Essa fórmula nos permite descontar o valor futuro para o presente, levando em consideração o tempo e a taxa de retorno esperada, como demonstrado a seguir:

$$\text{Valor Presente} = \sum_{t=1}^{\infty} \text{Fluxo de caixa Livre do Período} / (1 - WACC)^t$$

## **5.7 O Valor da empresa**

Após descontar os fluxos de caixa futuros, o FCD soma os VPLs de todos os períodos projetados, incluindo a perpetuidade. Esse valor é conhecido como Valor Operacional da Empresa e representa a estimativa do valor da empresa, mas sem considerar outros fatores que influenciam seu valor total.

É necessário levar em consideração os fatores que influenciam o valor da empresa no momento presente, como dívidas, ativos e passivos não operacionais e o próprio caixa disponível.

Ao somar o valor operacional com os ajustes mencionados acima, a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado determina o valor da empresa.





## 6 A análise do FCD da Alpargatas

### 6.1 Avaliação da DRE

Antes de nos aprofundarmos nas projeções para o futuro, vamos dar uma olhada no desempenho já realizado pela Alpargatas. A seguir temos a Demonstração do Resultado (DRE) até 2023 da companhia, na qual podemos obter insights sobre o histórico de receitas, despesas e lucros da empresa, traçando um panorama geral que será utilizado na determinação de premissas para a projeção.

Vamos utilizar o cenário normalizado da Alpargatas pois assim podemos encontrar um panorama mais realista da lucratividade da empresa, excluindo do resultado os efeitos de itens extraordinários e não recorrentes que podem distorcer a visão real do desempenho das operações.

Na prática, esse cenário afeta os efeitos de equivalência patrimonial pois retira os resultados das empresas coligadas e controladas que não estão consolidados no resultado da Alpargatas, retira o lucro ou prejuízo obtido com a venda de participações em outras empresas ou ativos e também a despesa com impairment.

Essa última despesa representa a perda no valor de ativos da empresa, como fábricas, equipamentos ou marcas, devido a fatores como obsolescência, mudanças no mercado ou deterioração das condições econômicas. Esse ajuste no resultado da companhia permite ter uma visão mais realista da lucratividade pois reflete o impacto real e operacional do que afeta o valor dos ativos.

Pelos resultados se pode observar que em 2020, a Alpargatas obteve com uma margem bruta de 53%, impulsionada pela forte demanda por produtos básicos durante a pandemia. No entanto, a partir de 2021, a margem bruta iniciou um declínio, chegando a 40% em 2023. Esse movimento foi influenciado por diversos fatores, como já mencionados na análise do setor. Esses fatores são:

- O aumento do preço das matérias-primas, como algodão e borracha, impactou significativamente os custos de produção.
- Intensificação da concorrência no mercado de calçados, com novas empresas e produtos pressionando os preços.

Figura 4 – DRE Alpargatas 2018-2023

Demonstrações Financeiras Alpargatas S.A.						
DRE - R\$000	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Receita operacional líquida	3.380.217	3.712.184	3.143.292	3.948.561	4.181.866	3.734.146
Custo dos produtos vendidos	(1.681.229)	(1.796.197)	(1.479.537)	(1.930.880)	(2.254.163)	(2.237.931)
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>1.698.988</b>	<b>1.915.987</b>	<b>1.663.755</b>	<b>2.017.681</b>	<b>1.927.703</b>	<b>1.496.215</b>
Despesas com vendas	(1.037.729)	(1.088.172)	(942.425)	(1.071.038)	(1.194.657)	(1.218.873)
Despesas gerais e administrativas	(167.922)	(118.270)	(59.254)	(161.458)	(190.386)	(232.315)
Outras (despesas) operacionais, líquidas	108.129	(162.911)	(252.725)	(58.504)	(20.781)	(1.400.751)
Itens Extraordinários	-	-	-	-	-	1.570.500
<b>EBITDA</b>	<b>601.466</b>	<b>546.634</b>	<b>409.351</b>	<b>726.681</b>	<b>521.879</b>	<b>214.776</b>
Depreciação & Amortização	(60.233)	(117.584)	(113.207)	(83.489)	(91.826)	(140.420)
Amortização	-	-	-	(23.982)	(43.076)	(70.830)
<b>EBIT</b>	<b>541.233</b>	<b>429.050</b>	<b>296.144</b>	<b>619.210</b>	<b>386.977</b>	<b>3.526</b>
Receitas financeiras	58.764	52.009	46.101	49.625	112.548	98.082
Despesas financeiras	(55.025)	(52.610)	(138.656)	(30.387)	(90.926)	(187.550)
Operações com derivativos	(7.222)	7.204	2.735	106	(192.996)	-
Variação cambial líquida	(3.905)	(8.160)	21.555	75.965	241.220	(6.413)
Equivalência patrimonial	-	-	-	-	(185.873)	(422.012)
Impairment - Rothys	-	-	-	-	-	372.494
Outros itens extraordinários	-	-	-	-	-	(70.928)
Resultado líquido das operações descontinuadas	-	-	-	29.953	(75.202)	-
<b>LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA E DA CONTRIBUIÇÃO SOCIAL</b>	<b>533.845</b>	<b>427.493</b>	<b>227.879</b>	<b>744.472</b>	<b>195.748</b>	<b>(212.801)</b>
Imposto de renda e contribuição social – Corrente	(42.020)	(86.236)	(14.433)	5.964	(17.507)	7.190
Imposto de renda e contribuição social – Diferido	(18.849)	(25.274)	23.362	(57.873)	(69.710)	210.193
<b>LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO</b>	<b>472.976</b>	<b>315.983</b>	<b>236.808</b>	<b>692.563</b>	<b>108.531</b>	<b>4.582</b>
Depreciação no custo	(45.152)	(49.055)	(52.371)	(61.034)	(70.326)	(91.149)
Depreciação na despesa	(15.081)	(68.529)	(60.836)	(46.437)	(48.176)	(48.128)
Margem Bruta	50%	52%	53%	51%	46%	40%
Margem EBITDA	18%	15%	13%	18%	12%	6%
Margem Líquida	14%	9%	8%	18%	3%	0%

Fonte: Alpargatas S.A.

- Aumento dos custos de transporte e logística, afetando a margem de lucro da empresa.

Já a margem EBITDA, que mede a lucratividade da empresa antes de despesas financeiras e impostos, também sofreu quedas nos últimos anos. De 18% em 2020, a margem EBITDA despencou para 6% em 2023. Essa queda indica que a empresa está enfrentando dificuldades em manter a eficiência operacional diante aos acontecimentos do mercado.

Por fim, a margem líquida, que representa o lucro final da empresa após todos os custos e despesas, também apresentou uma trajetória descendente. De 18% em 2020, a margem líquida chegou a 0% em 2023. Esse resultado revela os desafios que a Alpargatas enfrenta para gerar lucro em meio ao cenário atual.

## 6.2 Projeção da DRE

Iremos aplicar a metodologia descritas durante esse trabalho para a empresa Alpargatas e avaliar sua precificação no mercado de acordo com nossos resultados. A

data-base para esse caso prático é dezembro de 2023 e as projeções serão feitas com um período de 5 anos, até dezembro de 2028.

Com base nos dados históricos e na análise aprofundada do mercado, a seguir temos em detalhes as premissas que sustentam o modelo da Alpargatas.

**Receita:**

- Ano 1 (2024): Ajuste de 2,2% em relação ao ano anterior, alinhado com as expectativas do mercado para um crescimento moderado no início do período de projeção.
- Anos 2, 3 e 4 (2025-2027): Crescimento gradual até alcançar a média de crescimento dos últimos 3 anos realizados no ano 5, demonstrando otimismo moderado e confiança no potencial de crescimento da empresa. Essa premissa leva em consideração as iniciativas de otimização e eficiência da empresa, além da retomada do ritmo de expansão observado em 2022.
- Ano 5 (2028): Crescimento de 6,9%, representando a média dos crescimentos dos últimos 3 anos projetados, consolidando a perspectiva de crescimento sustentável.

As premissas de crescimento da receita estão alinhadas com as expectativas do mercado para o setor e com o histórico de desempenho da Alpargatas, considerando também o cenário atual da economia demonstrando realismo na projeção inicial. A retomada do ritmo de expansão posteriormente, demonstra confiança no potencial de crescimento ao longo do período de projeção.

**Custo dos Produtos Vendidos:**

- Ano 1 (2024): Média dos últimos 3 anos (2021-2023), baseada em um cenário realista e condizente com as capacidades da empresa.
- Anos 2, 3 e 4 (2025-2027): Redução gradual da representatividade até alcançar o melhor nível realizado nos últimos 4 anos (48,2% em 2020), demonstrando a busca por otimização da cadeia de suprimentos e ganhos de eficiência.
- Ano 5 (2028): Alcançar 47,1%, representando o melhor nível dos últimos 4 anos, consolidando os ganhos de eficiência e otimização.

**Despesas com Vendas:**

- 
- Ano 1 (2024): Média dos últimos 4 anos (2020-2023), considerando o histórico da empresa e o impacto do pior resultado em 2023.
  - Anos 2, 3 e 4 (2025-2027): Redução gradual da representatividade até alcançar o melhor nível realizado nos últimos 4 anos (27,1% em 2020), demonstrando a busca por otimização das despesas e ganhos de eficiência.
  - Ano 5 (2028): Alcançar 27,1%, repetindo o melhor nível histórico de 2020, consolidando a otimização das despesas com vendas.

### **Outras Despesas Operacionais:**

- Ano 1 (2024): Iniciado com o mesmo nível realizado em 2021, sendo realista com o que a empresa pode alcançar, mas ainda não chegando no melhor resultado realizado para ser conservador.
- Anos 2, 3 e 4 (2025-2027): Decaimento gradual da representatividade até alcançar o melhor nível realizado nos últimos 4 anos (2022) no último ano de projeção.
- Ano 5 (2028): Alcançando o melhor nível realizado (2022) de 0,5%, demonstrando a busca por máxima eficiência nas operações.

As premissas iniciais tanto para os custos quanto para as despesas, refletem o cenário atual da empresa e a redução gradual da representatividade nos anos seguintes demonstram a expectativa de otimização da cadeia de suprimentos e ganhos de eficiência, em linha com as iniciativas da empresa. O objetivo de alcançar o melhor nível histórico em 2028 reforça a busca por um controle eficiente dos recursos e a maximização da lucratividade.

### **Despesas Administrativas:**

- Para todos os anos foi feito o reajuste anual considerando a inflação + PIB, refletindo o impacto dos custos com pessoal e outras despesas administrativas que acompanham a dinâmica da economia.

A premissa de reajuste das despesas administrativas pela inflação + PIB busca capturar os aumentos de custos com pessoal, serviços e outros insumos que impactam a empresa ao longo do tempo. Essa premissa está alinhada com a expectativa de

crescimento do PIB e da inflação para o período projetado, considerando as previsões do mercado e as tendências da economia brasileira. Ao utilizar essa premissa, espera-se que a projeção do fluxo de caixa da Alpargatas reflita de forma realista e consistente os impactos das despesas administrativas na lucratividade da empresa nos próximos 5 anos.

### Depreciação e Amortização:

- Ano 1 (2024): Média de 2021 a 2023, excluindo 2020 por questões de comparabilidade, pois nesse ano ambos os fatores (depreciação e amortização) foram considerados em uma única linha. Dessa forma se exclui distorções e fornece uma base de comparação mais confiável para os anos seguintes.
- Anos 2, 3 e 4 (2025-2027): Decaimento gradual da representatividade até alcançar o melhor nível realizado nos últimos 4 anos (2021) no último ano de projeção. Isso demonstra a expectativa de que os investimentos em ativos da empresa gerarão retornos maiores ao longo do período.
- Ano 5 (2028): Alcançando o melhor nível realizado (2021) de 2,1% e 0,6% respectivamente, demonstrando a expectativa de máxima eficiência na utilização dos ativos.

Figura 5 – Projeções da DRE Alpargatas 2024-2028

Demonstrações Financeiras Alpargatas S.A. - Projeção					
DRE - R\$000	2024	2025	2026	2027	2028
Receita operacional líquida	3.816.297,2	3.949.867,6	4.183.249,8	4.430.421,7	4.737.908,2
Custo dos produtos vendidos	(2.070.159)	(1.973.272)	(2.007.343)	(2.125.949)	(2.230.117)
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>1.746.138</b>	<b>1.976.595</b>	<b>2.175.907</b>	<b>2.304.472</b>	<b>2.507.791</b>
Despesas com vendas	(1.128.820)	(1.163.020)	(1.195.052)	(1.265.663)	(1.285.147)
Despesas gerais e administrativas	(245.092)	(258.572)	(272.794)	(287.798)	(303.626)
Outras (despesas) operacionais, líquidas	(56.544)	(58.523)	(20.788)	(22.016)	(23.544)
Itens Extraordinários	-	-	-	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>315.682</b>	<b>496.479</b>	<b>687.272</b>	<b>728.995</b>	<b>895.474</b>
Depreciação & Amortização	(111.361)	(115.259)	(110.323)	(116.842)	(124.951)
Amortização	(33.719)	(21.559)	(22.833)	(24.182)	(25.860)
<b>EBIT</b>	<b>170.601</b>	<b>359.662</b>	<b>554.117</b>	<b>587.972</b>	<b>744.663</b>
Receitas financeiras	-	-	-	-	-
Despesas financeiras	-	-	-	-	-
Operações com derivativos	-	-	-	-	-
Variação cambial líquida	-	-	-	-	-
Equivalência patrimonial	-	-	-	-	-
Impairment - Roth's	-	-	-	-	-
Outros itens extraordinários	-	-	-	-	-
Resultado líquido das operações descontinuadas	-	-	-	-	-
<b>LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA E DA CONTRIBUIÇÃO SOCIAL</b>	<b>170.601</b>	<b>359.662</b>	<b>554.117</b>	<b>587.972</b>	<b>744.663</b>
Imposto de renda e contribuição social – Corrente	(58.004)	(122.285)	(188.400)	(199.911)	(253.185)
Imposto de renda e contribuição social – Diferido	-	-	-	-	-
<b>LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO</b>	<b>112.597</b>	<b>237.377</b>	<b>365.717</b>	<b>388.062</b>	<b>491.477</b>
Margem Bruta	46%	50%	52%	52%	53%
Margem EBITDA	8%	13%	16%	16%	19%
Margem Líquida	3%	6%	9%	9%	10%

### 6.3 Análise do Balanço Patrimonial

O objetivo agora é analisar o balanço patrimonial para identificar quais contas compõem o capital de giro, quais se encaixam na dívida/caixa e quais em ativos não operacionais, somando estas últimas ao final do FCD.

Para facilitar a identificação das contas que compõem o capital de giro, utilizei a cor cinza para destacá-las no balanço patrimonial. como pode ser observado no balanço abaixo:

Figura 6 – Ativo 2020-2023

<b>ATIVO</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>CIRCULANTE</b>				
<b>Superávit de caixa</b>	-	-	-	-
Caixa e equivalentes de caixa	693.003	583.176	647.517	922.525
Contas a receber de clientes	982.709	750.778	1.111.694	883.735
Estoques	715.124	1.009.261	1.381.573	997.780
Tributos a recuperar	154.338	172.768	356.175	227.735
Despesas antecipadas	19.854	48.583	44.283	39.515
Ativo mantido para venda	72.981	617.710	130.751	48.527
Outros créditos	41.446	42.112	101.392	79.880
<b>Total do ativo circulante</b>	<b>2.679.455</b>	<b>3.224.388</b>	<b>3.773.385</b>	<b>3.199.697</b>
<b>NÃO CIRCULANTE</b>				
Aplicações financeiras	12.009	8.860	15.449	11.898
Contas a receber de clientes	1.521	569	43	-
Contas a receber pela venda de controlada	224.350	233.905	218.572	-
Tributos a recuperar	303.494	246.713	92.339	97.561
Imposto de renda e contribuição social diferidos	95.041	51.820	53.249	259.202
Depósitos judiciais	29.606	31.339	31.556	31.336
Outros créditos	8.676	9.122	16.684	16.803
<b>Ativo realizável à longo prazo</b>				
Empresas controladas e coligadas	2.451	2.705.761	2.283.522	627.905
Imobilizado	752.833	841.263	1.280.032	1.412.194
Ativo de direito de uso	337.975	177.527	147.205	173.190
Intangível	367.175	500.497	587.644	497.705
<b>Total do ativo não circulante</b>	<b>2.135.131</b>	<b>4.807.376</b>	<b>4.726.295</b>	<b>3.127.794</b>
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>4.814.586</b>	<b>8.031.764</b>	<b>8.499.680</b>	<b>6.327.491</b>

Figura 7 – Patrimônio Líquido 2020-2023

<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Capital social	1.500.000	1.500.000	3.967.128	3.967.128
Reservas de capital	195.132	212.098	165.503	153.466
Ajuste de avaliação patrimonial	83.553	61.655	(180.641)	(333.509)
Ações em tesouraria	(63.400)	(62.754)	-	-
Participação dos acionistas não controladores	69.817	71.566	1.655	684
Reserva de lucros	1.233.450	1.684.646	1.806.117	(60.200)
Resultado do período	-	-	-	-
<b>Total do patrimônio líquido</b>	<b>3.018.552</b>	<b>3.467.211</b>	<b>5.759.762</b>	<b>3.727.569</b>
<b>TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>4.814.586</b>	<b>8.031.764</b>	<b>8.499.680</b>	<b>6.327.491</b>

Figura 8 – Passivo 2020-2023

<b>PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>CIRCULANTE</b>				
<b>Déficit de caixa</b>	-	-	-	-
Fornecedores	464.458	643.731	653.441	395.067
Risco sacado	218.264	236.651	217.344	159.889
Empréstimos e financiamentos	139.989	107.895	256.176	127.437
Passivo de arrendamento	47.402	34.564	30.247	34.859
Obrigações fiscais	39.214	36.438	43.568	35.642
Plano de incentivo de longo prazo	9.559	54.701	5.284	3.032
Contas a pagar pela aquisição de controlada e coligada	-	2.403.788	-	-
Provisões e outras obrigações	223.603	150.963	184.210	147.357
Obrigações negociadas de controladas	-	-	-	-
Obrigações trabalhistas e previdenciárias	116.998	171.375	95.409	73.901
Provisão para contingências tributárias, cíveis e trabalhis	14.236	8.236	6.611	5.738
Juros sobre o capital próprio e dividendos a pagar	1.933	91.755	2.472	2.185
Instrumentos financeiros derivativos	1.395	-	-	-
Passivo de ativo mantido para venda	-	351.220	-	-
<b>Total do passivo circulante</b>	<b>1.277.051</b>	<b>4.291.317</b>	<b>1.494.762</b>	<b>985.107</b>
<b>NÃO CIRCULANTE</b>				
Empréstimos e financiamentos	103.874	2.609	1.019.075	1.358.168
Passivo de arrendamento	254.839	143.071	121.480	150.126
Obrigações negociadas de controladas	-	-	-	-
Imposto de renda e contribuição social diferidos	51.826	726	522	206
Provisão para contingências tributárias, cíveis e trabalhis	16.425	14.458	7.656	5.209
Plano de incentivo de longo prazo	71.128	18.277	5.293	6.546
Contas a pagar pela aquisição de controlada	-	69.917	77.111	78.879
Outras obrigações	20.891	24.178	14.019	15.681
<b>Total do passivo não circulante</b>	<b>518.983</b>	<b>273.236</b>	<b>1.245.156</b>	<b>1.614.815</b>

Fonte: Alpargatas S.A.

### 6.3.1 Análise do Capital de Giro

O capital de giro apresentou um aumento ao longo do tempo, isso significa que a empresa precisará desembolsar mais recursos para manter suas operações. Esse efeito será adicionado ao fluxo de caixa de firma com sinal negativo, mostrando a perda de caixa gerada por esse fator.

Figura 9 – Capital de Giro

<b>Capital de giro</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
	365	365	365	365	365	365	365	365	365
<b>Drivers</b>									
<b>Ativo</b>									
Contas a receber de clientes	114	69	97	86	903.177	933.750	976.425	1.032.620	1.104.288
Estoques	83	93	121	98	1.019.731	1.054.250	1.102.431	1.165.879	1.246.795
Tributos a recuperar	18	16	31	22	232.745	240.624	251.621	266.102	284.571
Despesas antecipadas	2	4	4	4	40.384	41.751	43.659	46.172	49.377
<b>Passivo</b>									
Fornecedores	-115	-122	-106	-64	482.776	482.612	487.408	497.206	512.194
Obrigações fiscais	-10	-7	-7	-6	36.491	36.478	36.841	37.582	38.714
Obrigações trabalhistas e previdenciárias	-43	-51	-25	-19	82.304	83.950	86.415	89.743	94.008
Receita líquida	3.143.292	3.948.561	4.181.866	3.734.146	3.816.297	3.945.482	4.125.797	4.363.248	4.666.072
Custos	(1.479.537)	(1.930.880)	(2.254.163)	(2.237.931)	(2.070.159)	(2.069.458)	(2.090.024)	(2.132.038)	(2.196.305)
Despesas	(1.001.679)	(1.232.496)	(1.385.043)	(1.451.188)	(1.373.912)	(1.401.397)	(1.442.534)	(1.498.089)	(1.569.288)
<b>Capital de giro</b>	<b>1.251.355</b>	<b>1.129.846</b>	<b>2.101.307</b>	<b>1.644.155</b>	<b>1.594.467</b>	<b>1.667.334</b>	<b>1.763.472</b>	<b>1.886.243</b>	<b>2.040.114</b>
Varição do capital de giro	260.889	(121.509)	971.461	(457.152)	(49.688)	72.867	96.137	122.771	153.871

### 6.3.2 CAPEX, Dívida e Ativos Não Operacionais

Após identificarmos as contas que compõem o capital de giro, agora vamos analisar as demais linhas do balanço patrimonial para classificá-las corretamente.

- Capex<sup>1</sup>: Para o nosso modelo, seguindo uma visão de estratégia da companhia que busca reduzir custos e aumentar a eficiência, já que possui alta capacidade de produção. Dessa forma, o Capex será tratado como investimento em manutenção, zerando com a depreciação. Assim, os níveis de investimento serão mantidos, sem impacto negativo nos ativos fixos e intangíveis

Figura 10 – Imobilizado e Intangível (Realizado e Projeção)

<b>Imobilizado &amp; Intangível</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
<b>Imobilizado + direito de uso</b>									
Custo	-	1.705.787	2.037.432	2.261.666	2.402.086	2.504.753	2.610.895	2.710.010	2.808.548
Depreciação acumulada	-	(686.997)	(610.195)	(676.336)	(816.756)	(919.423)	(1.025.565)	(1.124.680)	(1.223.218)
Despesa com depreciação	-	(83.489)	(91.826)	(140.420)	(102.667)	(106.142)	(99.115)	(98.538)	(112.094)
<b>Intangível</b>									
Custo	-	755.584	852.500	821.129	891.959	936.918	977.770	1.014.602	1.047.328
Amortização acumulada	-	(255.087)	(264.856)	(323.370)	(394.200)	(439.159)	(480.011)	(516.843)	(549.569)
Despesa com amortização	-	(23.982)	(43.076)	(70.830)	(44.959)	(40.852)	(36.832)	(32.726)	(41.655)

- Dívida: Como podemos observar nas linhas de empréstimos do balanço, nosso total de dívida a ser considerado ao final do FCD é de R\$ (110,504) milhões
- As demais contas não consideradas compõem os ativos e passivos não operacionais. Assim, o total a se considerar no FCD é de R\$ 2,095 bilhões de ativos e de R\$ (609,707) milhões para os passivos.

### 6.3.3 Balanço Projetado

Após concluir as etapas anteriores, chegamos ao balanço patrimonial projetado.

Figura 11 – Patrimônio Líquido Projetado

<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
Capital social	3.967.128	3.967.128	3.967.128	3.967.128	3.967.128
Reservas de capital	153.466	153.466	153.466	153.466	153.466
Ajuste de avaliação patrimonial	(333.509)	(333.509)	(333.509)	(333.509)	(333.509)
Ações em tesouraria	-	-	-	-	-
Participação dos acionistas não controladores	684	684	684	684	684
Reserva de lucros	(60.200)	50.717	234.783	509.658	885.484
Resultado do período	110.917	184.066	274.875	375.826	477.539
<b>Total do patrimônio líquido</b>	<b>3.838.486</b>	<b>4.022.552</b>	<b>4.297.427</b>	<b>4.673.253</b>	<b>5.150.792</b>
<b>TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>6.535.368</b>	<b>6.720.905</b>	<b>7.003.403</b>	<b>7.393.096</b>	<b>7.891.020</b>

<sup>1</sup> Iremos tratar Capex e Opex na mesma linha ao final do FCD.



Figura 12 – Ativo Projetado

<b>ATIVO</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
<b>CIRCULANTE</b>					
<b>Superávit de caixa</b>	160.605	271.804	450.542	703.597	1.027.265
Caixa e equivalentes de caixa	922.525	922.525	922.525	922.525	922.525
Contas a receber de clientes	903.177	933.750	976.425	1.032.620	1.104.288
Estoques	1.019.731	1.054.250	1.102.431	1.165.879	1.246.795
Tributos a recuperar	232.745	240.624	251.621	266.102	284.571
Despesas antecipadas	40.384	41.751	43.659	46.172	49.377
Ativo mantido para venda	48.527	48.527	48.527	48.527	48.527
Outros créditos	79.880	79.880	79.880	79.880	79.880
<b>Total do ativo circulante</b>	<b>3.407.574</b>	<b>3.593.111</b>	<b>3.875.609</b>	<b>4.265.302</b>	<b>4.763.226</b>
<b>NÃO CIRCULANTE</b>					
Aplicações financeiras	11.898	11.898	11.898	11.898	11.898
Contas a receber de clientes	-	-	-	-	-
Contas a receber pela venda de controlada	-	-	-	-	-
Tributos a recuperar	97.561	97.561	97.561	97.561	97.561
Imposto de renda e contribuição social diferidos	259.202	259.202	259.202	259.202	259.202
Depósitos judiciais	31.336	31.336	31.336	31.336	31.336
Outros créditos	16.803	16.803	16.803	16.803	16.803
<b>Ativo realizável a longo prazo</b>					
Empresas controladas e coligadas	627.905	627.905	627.905	627.905	627.905
Imobilizado	1.585.330	1.585.330	1.585.330	1.585.330	1.585.330
Ativo de direito de uso	-	-	-	-	-
Intangível	497.759	497.759	497.759	497.759	497.759
<b>Total do ativo não circulante</b>	<b>3.127.794</b>	<b>3.127.794</b>	<b>3.127.794</b>	<b>3.127.794</b>	<b>3.127.794</b>
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>6.535.368</b>	<b>6.720.905</b>	<b>7.003.403</b>	<b>7.393.096</b>	<b>7.891.020</b>

Figura 13 – Passivo Projetado

<b>PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
<b>CIRCULANTE</b>					
<b>Déficit de caixa</b>	-	-	-	-	-
Fornecedores	482.776	482.612	487.408	497.206	512.194
Risco sacado	159.889	159.889	159.889	159.889	159.889
Empréstimos e financiamentos	127.437	127.437	127.437	127.437	127.437
Passivo de arrendamento	34.859	34.859	34.859	34.859	34.859
Obrigações fiscais	36.491	36.478	36.841	37.582	38.714
Plano de incentivo de longo prazo	3.032	3.032	3.032	3.032	3.032
Contas a pagar pela aquisição de controlada e coligada	-	-	-	-	-
Provisões e outras obrigações	147.357	147.357	147.357	147.357	147.357
Obrigações negociadas de controladas	-	-	-	-	-
Obrigações trabalhistas e previdenciárias	82.304	83.950	86.415	89.743	94.008
Provisão para contingências tributárias, cíveis e trabalhistas	5.738	5.738	5.738	5.738	5.738
Juros sobre o capital próprio e dividendos a pagar	2.185	2.185	2.185	2.185	2.185
Instrumentos financeiros derivativos	-	-	-	-	-
Passivo de ativo mantido para venda	-	-	-	-	-
<b>Total do passivo circulante</b>	<b>1.082.067</b>	<b>1.083.538</b>	<b>1.091.161</b>	<b>1.105.028</b>	<b>1.125.413</b>
<b>NÃO CIRCULANTE</b>					
Empréstimos e financiamentos	1.358.168	1.358.168	1.358.168	1.358.168	1.358.168
Passivo de arrendamento	150.126	150.126	150.126	150.126	150.126
Obrigações negociadas de controladas	-	-	-	-	-
Imposto de renda e contribuição social diferidos	206	206	206	206	206
Provisão para contingências tributárias, cíveis e trabalhistas	5.209	5.209	5.209	5.209	5.209
Plano de incentivo de longo prazo	6.546	6.546	6.546	6.546	6.546
Contas a pagar pela aquisição de controlada	78.879	78.879	78.879	78.879	78.879
Outras obrigações	15.681	15.681	15.681	15.681	15.681
<b>Total do passivo não circulante</b>	<b>1.614.815</b>	<b>1.614.815</b>	<b>1.614.815</b>	<b>1.614.815</b>	<b>1.614.815</b>

## 6.4 Determinando a WACC

Encontrando o Ke:

O (Ke) da Alpargatas foi determinado utilizando o Beta do setor de calçados, o Prêmio de Risco, o Risco Brasil e a Taxa Livre de Risco (T-bond), todos de acordo com os materiais do Damodaran.

Figura 14 – Ke - Custo do Capital Próprio

Cálculo do custo de capital próprio (Ke)		
Descrição		Parameters
Beta desalavancado	[a]	0,93
Capital de terceiros/ Capital próprio	[a]	28,5%
Taxa de IR&CS	[b]	34,0%
Beta realavancado		1,10
Prêmio de risco de mercado	[c]	4,6%
Taxa livre de risco (RF EUA)	[d]	3,88%
Risco Brasil EMBI +	[e]	2,4%
Prêmio específico	[f]	0,0%
Diferencial de inflação	[g]	1,5%
<b>CAPM (Ke)</b>		<b>13,08%</b>

Encontrando o Kd:

Abaixo temos um quadro completo dos empréstimos da Alpargatas, incluindo taxas, spreads e a taxa efetiva. Essa última, é apenas a soma de taxa e spread e revela o custo real de cada financiamento. Como explicado anteriormente, iremos ponderar as taxas efetivas dos empréstimos pelo total dos empréstimos para obter uma única taxa.

Figura 15 – Empréstimos

Custo de dívida				
	Taxa	Spread	Saldo	Taxa efetiva
FNE	7%		222.946	6,85%
Finame	5,99%		640	5,99%
Debêntures	13,04%	1,40%	801.403	14,62%
NCE	13,04%	1,47%	206.404	14,70%
BNDES Exim	5,50%	6,07%	150.177	11,90%
Working Capital (Europe)	3,86%	1,00%	334	4,89%
Working Capital (Shangai)	3,45%	0,45%	6815	3,92%
Working Capital (EUA)	5,35%	1,80%	96.886	7,25%
<b>Total</b>			<b>1.485.605</b>	<b>12,66%</b>

Desta forma, agora temos:

Figura 16 – Kd - Custo da Dívida

Cálculo do custo de capital de terceiros (Kd)		
Custo antes de impostos	[h]	12,7%
Taxa de imposto esperada	[b]	34,0%
<b>Custo após impostos</b>		<b>8,4%</b>

Nesta última fase, faremos a ponderação do custo do capital próprio (Ke) e do custo do capital de terceiros (Kd) de acordo com a estrutura de capital da empresa, determinando assim o custo médio de financiamento das suas operações.

Figura 17 – Taxa de Desconto - WACC

Custo médio ponderado de capital (WACC)			
Capital de terceiros (D)	22%	Kd	8,4%
Capital próprio (E)	78%	Ke	13,1%

<b>WACC = (D x Kd) + (E x Ke)   arredondado</b>	<b>12,03%</b>
---	---------------

## 6.5 Encontrando o Valor da Empresa

Após as análises necessárias, o valor encontrado da Alpargatas foi R\$ 5,257 bilhões. Essa estimativa foi obtida através do cálculo do Fluxo de Caixa Livre descontado pelo fator de desconto, utilizando do conceito Mid-year period e adicionado dos demais fatores já determinado como mostrado abaixo:

Figura 18 – Fluxo de Caixa Projetado

Fluxo de Caixa	2024	2025	2026	2027	2028	Perpetuidade
EBIT	168.056	278.888	416.477	569.433	723.544	763.339
IR/CS	(57.139)	(94.822)	(141.602)	(193.607)	(246.005)	(259.535)
<b>Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)</b>	<b>110.917</b>	<b>184.066</b>	<b>274.875</b>	<b>375.826</b>	<b>477.539</b>	<b>503.804</b>
depreciação	147.626	146.994	135.947	131.264	153.749	162.205
capex	(147.626)	(146.994)	(135.947)	(131.264)	(153.749)	(162.205)
capital de giro	49.688	(72.867)	(96.137)	(122.771)	(153.871)	(162.334)
<b>Fluxo de Caixa livre</b>	<b>160.605</b>	<b>111.199</b>	<b>178.738</b>	<b>253.055</b>	<b>323.668</b>	<b>341.470</b>
Mid-period	6	18	30	42	54	
Fator de desconto	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	
<b>Fluxo de caixa descontado</b>	<b>151.738,25</b>	<b>93.780,60</b>	<b>134.555,60</b>	<b>170.048,97</b>	<b>194.148,17</b>	
Somatório fluxo de caixa	744.272					
Valor presente da perpetuidade	3.137.741					
<b>FCFF</b>	<b>3.882.013</b>					
Ativos não operacionais	2.095.637					
Passivos não operacionais	(609.707)					
Empréstimos e financiamentos	(110.504)					
<b>FCFE</b>	<b>5.257.439</b>					

## 6.6 Demais análises

### 6.6.1 Sensibilidade de Premissas

Essa análise nos permite visualizar como o valor da Alpargatas se comporta diante de variações nas premissas, como taxa de desconto e crescimento da receita. Essa análise é útil para tomada de decisões de investimento mais assertivas, tendo visibilidade de outros cenários não projetados.

Para exemplificar, o quadro abaixo mostra o que acontece quando variamos a taxa de desconto em até 1%. Observa-se uma queda no valor da empresa nas células que simulam um cenário de maior risco no mercado (+1%), revelando o impacto

direto do risco nas nossas projeções. O oposto ocorre nas células de menor risco (até -1%).

Também no quadro, pode-se observar como o valor da empresa se comporta em cada um dos cenários de crescimento da receita de até 1% acima e abaixo da estimativa inicial, os cenários otimista e pessimista em comparação com a projeção conservadora inicial.

Figura 19 – Sensibilidade de Premissas

		Aumento na Taxa de Desconto					
		5.257.439	-1,0%	-0,5%	0%	0,5%	1,0%
Crescimento da Receita Ano 1	3,20%		5.958.515	5.647.648	5.374.651	5.133.037	4.917.720
	2,70%		5.888.709	5.583.682	5.315.805	5.078.714	4.867.420
	2,20%		5.819.473	5.520.239	5.257.439	5.024.834	4.817.530
	1,70%		5.750.807	5.457.316	5.199.551	4.971.394	4.768.047
	1,20%		5.682.706	5.394.910	5.142.139	4.918.394	4.718.971

### 6.6.2 Análise de Múltiplos

A análise de múltiplos é uma técnica de avaliação de empresas que compara o valor de um determinado índice da empresa com a média de mercado para esse mesmo índice. Essa comparação serve como um balizador, ajudando a identificar se a empresa está acima ou abaixo do valor esperado pelo mercado.

Como Funciona a Análise de Múltiplos:

**Cálculo do Múltiplo:** O índice da empresa é dividido por um valor de referência, geralmente do mercado. **Comparação com o Mercado:** O valor do múltiplo da empresa é comparado com a média do mesmo índice no mercado para empresas similares. **Interpretação:** Se o múltiplo da empresa for maior que a média do mercado, pode indicar que a empresa está supervalorizada. Se for menor, pode estar subvalorizada.

Para refinar a estimativa do valor de uma empresa, é fundamental comparar com empresas similares, buscando aquelas que apresentem características mais próximas à empresa em análise. Essa comparação permite aproximar as variáveis que im-

pactam o valor, como o segmento de atuação e as margens de lucro, garantindo uma avaliação mais precisa e condizente com a realidade da empresa em questão.

Um dos principais múltiplos utilizados é o EV/EBITDA que consiste em dividir o Valor Empresarial (EV) pelo Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA). Usaremos desse múltiplos para a nossa análise.

Figura 20 – Análise de Múltiplos - EV/Ebitda

<b>Múltiplos Mercado - dez/23</b>				
Comparáveis	Ebitda (Bi)	Marketcap (Bi)	P/Ebitda	Simulação Alpargatas P/Ebitda
Adidas	0,8	36,32	46,3	9,9
Vans	0,9	7,3	7,8	1,7
Nike	6,8	165,23	24,4	5,2
Grandene	0,1	1,31	11,3	2,4

De acordo com o modelo desse trabalho, múltiplo EV/EBITDA encontrado foi de 24,5. A tabela nos mostra que o índice obtido é similar ao de uma empresa comparável, porém, ainda acima de outras duas, ficando abaixo apenas da Adidas. Essa última companhia mencionada é referência no mercado e é de se esperar índices maiores.

Comparando com a companhia de maior presença no Brasil, a Grandene, observa-se que o índice está abaixo do encontrado para a Alpargatas, mostrando que nosso modelo pode estar refletindo uma visão mais otimista sobre o mercado.

Por outro lado, pela análise do DRE da companhia já se era esperado encontrar um EV/EBITDA inflado, dado a sua perda operacional vista por um EBITDA decrescente, chegando em um valor significativamente baixo em 2023.

## 6.7 Valor de Mercado

O Marketcap da ALpargatas em 31 de dezembro de 2023 era de R\$ 6,912 bilhões, representando uma diferença de mais de 1,5 bilhões em relação ao nosso modelo. Como vimos pelas análises realizadas, o nosso modelo já considera uma visão de moderada a otimista para o setor calcadista e principalmente para a performance da companhia.

---

Dessa forma, obtemos um valor por ação menor do que precificado pelo mercado, ao mesmo tempo em que demonstramos que para melhores resultados seriam possíveis em cenário mais otimistas, não condizentes com a situação da empresa.

## 7 Conclusão

Com base na análise realizada e no modelo de fluxo de caixa construído para a Alpargatas nesse trabalho, observa-se que, no cenário-base considerado, o valor da empresa é inferior ao valor de mercado da ação.

Isso indica que, sob as premissas do modelo, o investimento na Alpargatas, ao preço de mercado de R\$ 10,12, pode não ser vantajoso e se sugere a venda do ativo.

Enfatizo que a presente monografia tem como objetivo a pesquisa e o aprendizado, não constituindo uma recomendação para investimentos.





## 8 Bibliografia

DAMODARAN, Aswath. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2012.

PÓVOAS, Alexandre. Valuation: como precificar ações e empresas. 2. ed. São Paulo: Editora Gen Atlas, 2020.

ALPARGATAS S.A. Relatório de Resultados 2023. São Paulo: Alpargatas, 2023. Disponível em: <https://ri.alpargatas.com.br/informacoes-aos-investidores/resultados/>.

DAMODARAN, Aswath. Betas - NYU Stern. Disponível em: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

GITMAN, Lawrence J.; MADURA, Jeff. Análise de investimentos. [S.l.]: Pearson, 2023.

IBGE. Sistema de Contas Nacionais: Informações sobre Exportações. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/>.

FMI. World Economic Outlook. Disponível em: <https://www.imf.org/en/home>.

ABICALÇADOS. Relatórios de Mercado. Disponível em: <https://www.abicalcados.com.br/>.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatórios de Inflação e PIB. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/>.

Pratt, Shannon - Cost of Capital, Applications and Examples. - 2014 WORLD FOOTWEAR. The World Footwear 2023 Yearbook. World Footwear, 2023. Disponível em: <https://www.worldfootwear.com/news/the-world-footwear-2023-yearbook/8981.html>.