



CENTRO UNIVERSITÁRIO IBMR

ÂNIMA EDUCAÇÃO

BRUNALDO SILVA ANDRADE JUNIOR

JULIO CEZAR DE OLIVEIRA URURAHY FILHO

**PERSPECTIVAS DO VALUATION: UM ESTUDO DE CASO BASEADO NOS
PRECEITOS DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

Rio de Janeiro

2023

BRUNALDO SILVA ANDRADE JUNIOR
JULIO CEZAR DE OLIVEIRA URURAHY FILHO

**PERSPECTIVAS DO VALUATION: UM ESTUDO DE CASO BASEADO NOS
PRECEITOS DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao
Curso de Finanças do Centro Universitário
IBMR como requisito para a obtenção do
Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Me. Wagner Fernandes dos
Santos

Rio de Janeiro

2023

Andrade Junior, Brunaldo Silva.

A554p Perspectivas do valuation: um estudo de caso baseado nos preceitos do fluxo de caixa descontado. [manuscrito] / Brunaldo Silva Andrade Junior, Julio Cezar de Oliveira Ururahy Filho. Rio de Janeiro. -2023.

53 f.

Monografia (graduação) - Centro Universitário IBMR - Curso de Ciências Econômicas, Rio de Janeiro, 2023.

Orientador: Wagner Fernandes dos Santos.

1. Valuation. 2. Fluxo de Caixa Descontado. 3. Valor Justo. 4. Demonstrações de Resultado do Exercício. I. Ururahy Filho, Julio Cezar de Oliveira. II. Santos, Wagner Fernandes dos. (Orient.). III. Centro Universitário IBMR. IV. Título.

CDD: 330

BRUNALDO SILVA ANDRADE JUNIOR

JULIO CEZAR DE OLIVEIRA URURAHY FILHO

**PERSPECTIVAS DO VALUATION: UM ESTUDO DE CASO BASEADO NOS
PRECEITOS DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado à obtenção do título de Bacharel, aprovado em sua forma final pelo curso de Ciências Econômicas do Centro Universitário IBMR.

Rio de Janeiro, 15 de junho de 2023

Banca Examinadora:

Prof. e Orientador Me. Wagner Fernandes dos Santos

Prof. Me. Emilene Faria Mesquita

Prof. Dr. Marcelo de Carvalho Anache Azevedo

Rio de Janeiro

2023

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, gostaríamos de agradecer a Deus por nos permitir viver esse momento especial.

Em segundo lugar, gostaríamos de agradecer aos nossos pais por toda colaboração e esforço para que pudéssemos alcançar nossos objetivos.

Em memória da minha querida vovó Maria Filomena, que sempre foi um pilar importante na formação do meu caráter e na minha trajetória. Guardo sua memória no coração, onde o amor que sinto por você jamais irá desaparecer.

Ao nosso orientador, Prof. Me. Wagner Santos por todas as oportunidades, ideias, orientações e discussões que colaboraram juntamente para o enriquecimento deste trabalho.

Aos meus colegas de graduação, pelas sugestões, críticas construtivas e reflexões recebidas em sala de aula.

A todos que de alguma maneira colaboraram de alguma forma para a realização deste trabalho.

“Até aqui nos ajudou o Senhor.”

1 Sam 7:12

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo calcular o valor justo das ações da empresa VIVARA S.A, por meio de Valuation, utilizando a técnica do Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Os dados contábeis foram retirados das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), fornecidos no site de Relações com Investidores da própria empresa. Em seguida, foram realizadas projeções a fim de falar sobre Valuation, sobre a técnica de Fluxo de Caixa Descontado e sobre a história da firma. Além disso, foram realizados lançamentos para os próximos anos, com base no desempenho passado da firma e valores projetados nas Demonstrações de Resultado do Exercício (DRE) apresentados pela empresa. Compreendido com as premissas adotadas para o cálculo do Valuation, encontrou-se que a firma está sobreavaliada, ou seja, a sua cotação atual está superior ao valor intrínseco calculado pelo Fluxo de Caixa Descontado de acordo com sua geração de caixa futura.

Palavras-chave. Valuation; Fluxo de Caixa Descontado; Valor Justo; Demonstrações de Resultado do Exercício

ABSTRACT

The present study aims to calculate the fair value of the shares of the company VIVARA S.A, through Valuation, using the Discounted Cash Flow (DCF) technique. The accounting data was extracted from the Standardized Financial Statements (DFP), provided on the Investor Relations website of the company itself. Projections were then made to discuss Valuation, the Discounted Cash Flow technique, and the firm's history. In addition, forecasts were made for the coming years, based on the firm's past performance and projected values in the Income Statements (DRE) presented by the company. Based on the assumptions adopted for the Valuation calculation, it was found that the firm is overvalued, meaning that its current quotation is higher than the intrinsic value calculated by the Discounted Cash Flow based on its future cash generation.

Keywords. Valuation; Discounted Cash Flow; Fair Value; Income Statements.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Liquidez Corrente em R\$ milhões.....	28
Gráfico 2	Liquidez Seca em R\$ milhões.....	29
Gráfico 3	Liquidez Imediata em R\$ milhões.....	30
Gráfico 4	Retorno Sobre Patrimônio Líquido em R\$ milhões.....	31
Gráfico 5	Retorno sobre ativos totais.....	32
Gráfico 6	Retorno sobre o capital investido.....	33
Gráfico 7	Margem Bruta em R\$ milhões.....	34
Gráfico 8	Margem EBITDA em R\$ milhões.....	35
Gráfico 9	Margem Líquida em R\$ milhões.....	36
Gráfico 10	Giro do Ativo em R\$ milhões.....	37
Gráfico 11	Necessidade de Capital de Giro em R\$ milhões.....	38
Gráfico 12	Número total de lojas por ano.....	40
Gráfico 13	Receita Bruta EM R\$ milhões.....	41
Gráfico 14	Projeção da Receita Líquida em R\$ milhões.....	42
Gráfico 15	Lucro Bruto em R\$ milhões.....	43

LISTA DE TABELAS

Quadro 1	Modelo de DRE.....	23
Quadro 2	Crescimento em anos.....	27
Quadro 3	Inflação IPCA (%).....	39
Quadro 4	Análise do período histórico (2018-2022).....	44
Quadro 5	Análise do período histórico (2023-2027).....	44
Quadro 6	FCFF em R\$ milhões.....	47
Quadro 7	Valuation em R\$ milhões.....	48

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BP	Balanço Patrimonial
DFP	Demonstração Financeira Padronizada
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
FCFF	Free Cash Flow to Firm
WACC	Weighted Average Cost of Capital

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
1.1	Objetivo Geral.....	16
1.2	Objetivos Específicos.....	16
1.3	Justificativa.....	16
2.	REFERENCIAL TEÓRICO.....	17
2.1	Concepções sobre Valuation e seus reflexos frente a eficiência econômica...	17
2.2	Relação do Risco e Retorno em finanças.....	18
2.3	Demonstrações contábeis.....	20
2.3.1	<u>Balanco Patrimonial</u>	21
2.3.2	<u>Demonstração do Resultado do Exercício</u>	21
2.3.3	<u>Demonstração do Fluxo de caixa</u>	21
2.4	O método fluxo de caixa descontado no que tange analisar e avaliar uma empresa.....	22
3.	METODOLOGIA.....	24
3.1	Tipologia de Pesquisa.....	24
3.2	Coleta de Dados.....	25
4.	ANÁLISE DE DADOS.....	25
4.1	A Empresa Vivara: Uma Visão Geral.....	25
4.2	Fontes de Receita da Vivara.....	26
4.2.1	<u>Vivara Jóias</u>	26
4.2.2	<u>Life by Vivara</u>	26
4.2.3	<u>Vivara Watches</u>	26
4.2.4	<u>Vivara Accessories</u>	26
4.2.5	<u>Visão geral da Receita Bruta por segmento</u>	26
4.3	Análise dos demonstrativos financeiros.....	27
4.3.1	<u>Indicadores de Liquidez</u>	27
4.3.2	<u>Indicadores de Rentabilidade</u>	30
4.3.3	<u>Indicadores de Margem</u>	33

4.3.4	<u>Análises dos Ciclos</u>	36
4.4	Projeções	38
4.4.1	<u>Inflação</u>	38
4.4.2	<u>Receita Bruta a Receita Líquida</u>	39
4.4.3	<u>Lucro Bruto ao EBIT</u>	42
4.5	Valuation	44
4.5.1	<u>Taxa de Desconto</u>	44
4.5.2	<u>Fluxo de Caixa Descontado da Firma</u>	46
5.	CONCLUSÃO	49
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	50
	Anexo I DRE da Vivara.....	51
	Anexo II Balanço Patrimonial da Vivara.....	52

1 INTRODUÇÃO

A tomada de decisão para se investir em empresas é um processo difícil e árduo entre os investidores, visto que temos que lidar com os vieses emocionais, como o viés da ancoragem, fazendo com que a primeira impressão que temos sobre o assunto tenha um peso maior nas escolhas. Ademais, para investir de forma racional é necessário avaliar as tomadas de decisões de forma coerente, avaliando o risco, retorno e o custo de seu portfólio como um todo.

Para um investimento fazer sentido, o investidor precisa pagar por um ativo menos do que ele vale, parece óbvio, porém eventualmente essa ideia é deixada de lado. Existem diversos métodos de avaliações a fim de precificar ativos e reconhecer o valor deles.

O método que será abordado neste trabalho é chamado de fluxo de caixa descontado (*em inglês, discounted cash flow - DCF*), que é um dos meios mais utilizados por bancos de investimentos, consultorias estratégicas, analistas financeiros e empresas a fim de precificar ativos, estudos sobre planejamentos estratégicos e realizar incorporações e fusões de empresas. De acordo com, Póvoa (2021, p. 121) cita que o “valor de uma companhia equivale ao somatório de todo o caixa gerado no médio-longo prazo, trazido a valor presente através de uma taxa de desconto que representa o retorno exigido pelo investidor”.

As avaliações de fluxo de caixa descontado visam medir as capacidades futuras de criação de riqueza por meio de premissas e, em seguida, quantificá-las no momento presente para análise da empresa. O DCF é considerado ser a melhor forma de avaliar uma empresa com base na Teoria de Finanças, conforme demonstrado por Copeland et al. (2002), as ações tendem a valorizar ao considerar o uso do fluxo de caixa descontado pelos gestores para avaliar empresas que visam aumentar o fluxo de caixa de longo prazo.

A abordagem de fluxo de caixa descontado pode ser utilizada para avaliar uma empresa de duas maneiras, sendo que a primeira considera a participação societária da empresa (Valor patrimonial) e a segunda considera a empresa como um todo (Valor da empresa). Apesar de ambos utilizarem como base as previsões de fluxo de caixa, destacam-se as disparidades nos valores obtidos e nas taxas de desconto.

O modelo do fluxo de caixa descontado é o modelo mais utilizado por bancos, asset managers, empresas e analistas financeiros para precificar ativos, realizar privatizações, incorporações e fusões de empresas. No campo dos projetos de fusões e aquisições, o modelo permite ao investidor chegar a um valor justo para o negócio. Analistas conseguem calcular e analisar a sinergia entre as operações, o que pode gerar mais valor para a empresa.

Quando o objetivo de uma avaliação é a gestão de portfólio, o modelo permite que os gestores observem se um determinado ativo está subvalorizado ou supervalorizado com base na intenção de compra e venda, isso porque há consenso de que o preço de mercado de um ativo não se desvia de seu valor econômico no longo prazo.

Segundo Copeland (2002), o processo de avaliação também está sujeito a vieses da empresa e do analista de avaliação, pois é um procedimento analítico altamente subjetivo. Dito isso, certas opiniões e percepções sobre o valor de uma empresa que outros analistas desenvolveram podem ser úteis na avaliação, mas não necessariamente refletem a realidade. A existência de pressões institucionais e estruturas de recompensa e punição associadas à subvalorização ou supervalorização das empresas também representam o risco de viés no processo de avaliação de negócios.

Diante do contexto, o presente trabalho busca apresentar um estudo aprofundado na em uma empresa brasileira inserida no setor de varejo, sendo uma companhia relevante entre seus pares.

De acordo com o exposto apresentado, o trabalho se propõe a responder o seguinte problema de pesquisa: Quais os impactos gerados pela utilização do fluxo de caixa descontado no que tange a avaliação de ativos?

1.1 Objetivo Geral

- Descrever o processo de avaliação do método do fluxo de caixa descontado, comparando os resultados obtidos.

1.2 Objetivo específicos

- Analisar o setor de atuação da companhia
- Construir um modelo econômico-financeiro da respectiva empresa
- Reconhecer um valor justo para a respectiva empresa, comparando com o seu preço atual no mercado de ações brasileiro.

1.3 Justificativa

O presente estudo justifica-se como uma técnica popular do mercado financeiro que os analistas financeiros usam para tomar decisões de investimento. Por meio desse método, o

avaliador pode identificar as expectativas implícitas nos fundamentos da empresa. Ademais, também é relevante pelo fato das dificuldades encontradas em avaliar empresas de pequeno porte de maneira diferente e com resultados eficientes que façam diferença nas tomadas de decisão.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Essa seção será desmembrada em quatro subtítulos, serão eles: (I) Concepções sobre *Valuation* e seus reflexos frente a eficiência econômica; (II) Relação do Risco e Retorno em finanças; (III) Demonstrações contábeis; (IV) O método fluxo de caixa descontado no que tange analisar e avaliar uma empresa.

2.1 Concepções sobre Valuation e seus reflexos frente a eficiência econômica

O conceito de eficiência econômica consiste em alcançar a maior quantidade de produto ou resultado com o menor uso possível de recursos. Em outras palavras, um processo é considerado economicamente eficiente quando produz o máximo de resultados e produtos com a mínima utilização de recursos.

Para descrever de forma mais formal o conceito de eficiência econômica, a bibliografia econômica utiliza amplamente o conceito de ótimo de Pareto (PARETO, 1996). Se existem possíveis realocações de recursos entre os agentes de uma economia que melhorem o nível de satisfação de um agente sem prejudicar outro, então a economia é considerada ineficiente no sentido de Pareto. Por outro lado, se não há possíveis realocações de recursos que possam melhorar o bem-estar de um agente sem prejudicar outro, então a economia é considerada eficiente no sentido de Pareto (VARIAN, 1996).

Um ponto eficiente em Pareto é aquele em que não há mais possibilidade de trocas mutuamente vantajosas. Esses pontos são considerados eficientes porque não é possível alocar bens para melhorar o bem-estar de uma pessoa sem prejudicar o bem-estar da outra.

Ao analisar um mercado individualmente, um ótimo de Pareto é aquele em que o custo marginal é igual ao preço de demanda. Se o preço de demanda e o custo marginal de produção possuem valores diferentes, então pelo menos uma empresa ou consumidor pode ter um nível de utilidade maior sem prejudicar ninguém (VASCONCELOS, 2011).

Quando a curva de oferta da indústria corresponde à curva de custos marginais, o mercado está em equilíbrio e a curva de custos marginais se encontra com a curva de preços

de demanda. Portanto, o equilíbrio de mercado em concorrência perfeita é eficiente no sentido de Pareto.

No mundo dos negócios o valor econômico tem uma importância vital para a tomada de decisão por parte dos investidores, empreendedores, banqueiros, acionistas, dirigentes e analistas de mercado. De forma global, a palavra negócio (Business) pode ser definida como a forma de promover as transações econômicas e comerciais dos produtos e serviços nos diversos mercados.

A posição usual do mercado onde se realiza a transação econômica entre compradores e vendedores é definida por um valor específico entre eles. Em alguns desses mercados o preço é uma referência para as decisões de compra e venda, ou seja, o valor econômico de um investimento (preços dos insumos utilizados) ou de uma empresa (valor global dos ativos e passivos) deve fazer parte de uma metodologia específica, evitando contradições e erros básicos de cálculos.

O atual ambiente de negócios com alto grau de competitividade e complexidade, em que ativos são transacionados em volumes cada vez maiores e as negociações são concluídas em períodos cada vez mais curtos, a área de avaliação de ativos (individuais ou de empresas) tem ganhado cada vez mais destaque tanto em ambiente acadêmico quanto no mercado financeiro e empresarial.

Existem diversas razões que justificam um processo de avaliação. Martins et.al (2001) cita alguns deles: compra e venda de negócios, fusão, cisão e incorporação de empresas, dissolução de sociedades, liquidação de empreendimentos, e avaliação da habilidade dos gestores de gerar riqueza para os acionistas.

Valuation é um termo inglês que significa avaliação ou estimativa. No mercado financeiro, ele é utilizado para definir o valor intrínseco de uma empresa. Isto é, tem a finalidade de identificar o quanto ela realmente vale — e se o preço da ação corresponde a essa análise. Por se utilizar de premissas quantitativas e qualitativas, é uma ciência de aproximação, e não existe um Valuation “certo”. Cabe a experiência do avaliador, para chegar a valores mais próximos do que é o justo, e realmente fazer melhores negócios.

Além disso, o Valuation pode ser utilizado em várias situações. Ele é um modelo de avaliação de empresas, o mais comum é a utilização do fluxo de caixa descontado, que preconiza que o valor de uma empresa, um negócio, está vinculado ao potencial de geração de caixa da empresa. Embora o Valuation seja complexo, ele possui muitos reflexos positivos no que tange à economia.

Seja qual for o processo escolhido, o valuation tem como base uma completa avaliação financeira da empresa, assim como do setor na qual ela atua e isso é um exercício de autoconhecimento de uma organização. Uma análise como essa permite que o gestor entenda quais são as áreas que estão funcionando com mais eficiência, assim como possibilita o encontro de possíveis falhas nos processos.

Além disso, como há uma análise detalhada do setor, o valuation permite que uma empresa observe qual é a sua situação em relação aos concorrentes e ao mercado como um todo. Ao tomar conhecimento deste panorama, é possível analisar diferentes cenários futuros e riscos aos investimentos.

Abaixo segue as seguintes formas de calcular Valuation, tais como:

- 1- Levantamento de informações;
- 2- Estimativa de fluxo de caixa com projeção do faturamento e dos custos da empresa em um horizonte de tempo.
- 3- Determinação da taxa de desconto para trazê-los a valor presente;
- 4- Estabelecimento do valor da empresa.

Uma perfeita tomada de decisão precisa de informações e o processo de Valuation apresenta dados concretos, baseados em uma metodologia técnica, que têm muito valor para um gestor que prima pela eficiência.

Entretanto, o Valuation ajuda o empresário em inúmeras situações, como por exemplo:

- 1 - Na tomada de decisões financeiras de investimentos, financiamento e dividendos;
- 2 - Na realização de aquisições, vendas, fusões e cisões;
- 3 - Na abertura de capital e investimentos em ações, etc.

2.2 - Relação do Risco e Retorno em finanças

Segundo Galvão et al. (2018, p. 50), podemos explicar a seguinte relação do risco com finanças: Em finanças, o termo risco representa perda. A teoria financeira o define como a dispersão de resultados inesperados decorrente do movimento das variações financeiras; assim, o desvio, tanto positivo quanto negativo, deve ser considerado como fonte de risco. Risco financeiro significa estar exposto à volatilidade. As empresas são conscientes de que um movimento adverso no preço ou na taxa de juros pode afetar seus fluxos de caixa, e

portanto, prejudicar sua rentabilidade ou valor de mercado. Para maximizar o preço da ação, o gestor financeiro avalia dois fatores principais: risco e retorno. Cada escolha financeira tem características distintas de risco e retorno, e a combinação única destes fatores influencia diretamente o preço das ações.

O risco e o retorno de um investimento estão altamente relacionados, isto porque, quanto maior for o ganho potencial em um investimento geralmente vêm com um risco aumentado. Risco específico do projeto, risco específico do setor, risco competitivo, risco internacional e risco de mercado são exemplos de perigos.

O risco pode ser entendido como uma medida de incerteza associada aos retornos esperados de uma decisão de investimento. Dois importantes fatores determinam influências sobre o grau de risco de um ativo: volatilidade dos retornos e maturidade (NETO, 2020, p. 9.).

Todo investimento deve compensar os riscos envolvidos para gerar o retorno desejável. Assim, a recompensa pelo risco de uma escolha financeira consiste numa taxa livre de risco, garantida por todos os investimentos que assegurem o retorno prometido, acrescida de uma recompensa pelo risco assumido (NETO, 2020)

As escolhas financeiras são baseadas na análise de risco-retorno. Os investimentos raramente fornecem garantia sobre seus resultados futuros e podem gerar altos retornos ou baixos retornos. Quando os resultados não variam significativamente, presume-se que a decisão tenha baixo risco. Os investimentos de renda fixa, por exemplo, geram retornos mais estáveis e previsíveis do que os retornos de ações, por isso são vistos como de menor risco. Já os investimentos em ativos com retornos que não são claros, que são mais voláteis, sendo considerados menos seguros, carregam um maior nível de risco.

2.3 - Demonstrações contábeis

Diniz (2015) define as demonstrações contábeis como relatórios financeiros que as empresas disponibilizam para seus investidores, credores e demais partes interessadas, visando à avaliação da saúde financeira e a capacidade de geração de caixa. Neste contexto, a análise desses relatórios é fundamental para a tomada de decisões estratégicas.

Conforme Stickney e Weil (2012), às demonstrações financeiras visam mensurar o desempenho das atividades de uma empresa e fornecer informações relevantes sobre três aspectos essenciais:

- A situação financeira, através do Balanço Patrimonial;

- A lucratividade, por meio da Demonstração do Resultado do Exercício;
- A capacidade da geração de caixa, utilizando a Demonstração do Fluxo de caixa

Dessa forma, a análise conjunta dessas demonstrações contábeis é essencial para a avaliação da saúde financeira da empresa, permitindo a identificação de problemas e também auxiliando em tomadas de decisões, garantindo o sucesso da empresa.

2.3.1 - Balanço Patrimonial

O balanço patrimonial (BP) tem como principal finalidade demonstrar a saúde contábil e financeira de uma empresa, dentro de um específico período. Para isso, é necessário considerar todos os passivos e ativos da empresa, em outras palavras, dívidas, seus bens e os lucros.

2.3.2 - Demonstração do Resultado do Exercício

A demonstração de resultado em exercício, mais conhecida como DRE, é basicamente um relatório contábil que esclarece se as execuções de um negócio estão gerando lucro ou prejuízo, em um determinado período de tempo. Além disso, se o empresário busca saídas para o crescimento de sua empresa, a DRE deve ser elaborada anualmente e assinada por um contador.

2.3.3 - Demonstração do Fluxo de caixa

O fluxo de caixa é uma ferramenta que auxilia o empresário a respaldar suas tomadas de decisões, porque essa manobra o permite acompanhar toda a movimentação de valores dentro do negócio, auxiliando no controle da parte financeira. Além disso, o fluxo de caixa permite uma visão antecipada à tomada de decisão quanto aos destinos dados aos recursos. Entretanto, são dois os tipos de demonstrativos do fluxo de caixa, o direto, que classifica os grupos de despesas e receitas conforme sua natureza contábil e o indireto que se relaciona com a demonstração de resultado em exercício (DRE).

2.4 - O método fluxo de caixa descontado no que tange analisar e avaliar uma empresa

O Fluxo de caixa descontado (FCD) é um método conceito-base para analistas financeiros desde os anos 50 (TITMAN E SHERIDAN, 2010). Os fundamentos do FCD são utilizados tanto no modelo de avaliação relativa quanto no modelo de opções reais. Para modelos de avaliação relativa, é essencial entender os fundamentos do fluxo de caixa descontados. Já no método de opções reais, é preciso iniciar com FCD. Portanto, os fundamentos do método FCD são a base para o uso e compreensão de outros métodos.

O fluxo de caixa descontado parte do conceito vindo da matemática financeira de equivalência de fluxos de caixa, que permite calcular um único valor, em determinada data, de acordo com certa taxa de desconto, que seja equivalente a um conjunto de fluxos de caixa projetados ou realizados ao longo de vários períodos, isto é: (NETO E BRANDÃO, 2018)

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Onde;

t = período

CF_t = fluxo de caixa no período t;

n = vida útil do ativo

R = taxa de desconto que considera o risco dos fluxos de caixa futuros.

Nesse contexto, a ideia do valor é conhecido como valor presente líquido (VPL), e de acordo com Greenwald et al. (2021), para calcular este valor intrínseco pode-se começar estimando os fluxos de caixa relevantes para os anos atuais e futuros até uma data razoável, geralmente na prática, os profissionais estimam 10 anos no futuro. Em seguida, estima-se uma taxa para o custo de capital que seja apropriada para o risco do ativo em questão. O custo de capital determina o valor separado pela moeda que está sendo projetada no fluxo de caixa de cada período futuro. Multiplicar os fluxos de caixa estimados em cada ano futuro por esses fatores de desconto produz os valores hoje, chegando no valor atual desses fluxos de caixa futuros. A soma dos valores atuais individuais para os primeiros dez anos é o valor presente de nossos fluxos de caixa que podem ser previstos.

Para executar o modelo FCD é necessário ter o entendimento do fluxo de caixa disponível, onde contém dois tipos, sendo (i) fluxo de caixa para firma e, (ii) fluxo de caixa

para o acionista. O fluxo de caixa para os acionistas considera apenas a parcela do fluxo de caixa que sobra para os acionistas depois que a empresa paga os juros aos credores. A respeito do fluxo de caixa para firma inclui todos os fluxos de caixa do respectivo negócio que devem ser distribuídos entre os credores e os acionistas, na forma de juros e dividendos. (PÓVOA, 2021).

Abaixo na TABELA 1, será ilustrado um quadro demonstrativo de resultados (DRE). Após analisá-lo, percebe-se facilmente as rubricas que “pertencem” tanto aos acionistas quanto aos credores.

QUADRO 1: MODELO DE DRE

Receita bruta	“Pertence” ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
(- impostos)	“Pertence” ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
Receita líquida	“Pertence” ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
CMV	“Pertence” ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
Lucro bruto	“Pertence” ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
Despesas operacionais	“Pertence” ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
Lucro operacional	“Pertence” ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
Resultado financeiro	“Pertence” ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
Lucro antes do IR	“Pertence” somente ao acionista	Dimensão da companhia
IR	“Pertence” somente ao acionista	Dimensão da companhia
Lucro líquido	“Pertence” somente ao acionista	Dimensão da companhia

Fonte: Póvoa (2021).

A fim deste presente trabalho, a opção utilizada para calcular o fluxo de caixa foi escolher o fluxo de caixa para a firma. O fluxo de caixa disponível da empresa (FCDE) é calculado pelo fluxo de caixa operacional (FCO), obtido pela soma do lucro operacional líquido depois dos impostos e as despesas não caixa, como a depreciação, e deduzido de todos os investimentos necessários para suportar o crescimento da empresa.

“É sugerida a estrutura básica de apuração do FCDE a partir do resultado operacional líquido do IR:” (NETO, 2001, p.177)

(+) Resultado Operacional Líquido do IR

(-) Depreciação e Amortização

(=) Fluxo de Caixa Operacional

(-) Investimentos em ativos

(+/-) Variação do Investimento em Giro

(=) Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE)

3. METODOLOGIA

O objetivo da próxima seção é identificar e explicar a metodologia que será utilizada na próxima etapa para concretizar todas as ideias discutidas nas seções anteriores.

Esta seção será dividida em duas partes: a primeira irá detalhar a tipologia da pesquisa e a segunda parte irá expor os instrumentos utilizados para coletar os dados.

3.1 Tipologia de Pesquisa

Para esta pesquisa, optou-se pelo uso do método exploratório, que consiste em coletar e analisar dados qualitativos e quantitativos em duas fases distintas, de acordo com a definição de Gil (2019). O objetivo é utilizar resultados quantitativos para ajudar na interpretação de resultados qualitativos.

Como meio de análise, foi escolhido o procedimento de estudo de caso da empresa Vivara S.A., com o intuito de determinar o valor intrínseco da empresa. De acordo com Yin (2010), o estudo de caso investiga um fenômeno contemporâneo dentro do seu contexto da vida real.

Conforme descrito por Michel (2015), o estudo de caso requer uma análise aprofundada e detalhada, que pode ser qualitativa ou quantitativa, e que busca reunir o máximo de informações sobre o objeto de interesse utilizando diversas técnicas de coleta de dados. Com isso, todas as variáveis da unidade analisada são apreendidas para concluir, indutivamente, sobre as questões propostas.

A metodologia escolhida para a seguinte pesquisa foi a quali-quantitativa, sendo que o objetivo principal é entender em profundidade a situação, o problema, o comportamento ou a opinião, não de uma única pessoa, mas de um grupo de pessoas. Para tanto, o pesquisador interpreta, discute e correlaciona dados obtidos estatisticamente, conforme explicado por Michel (2015).

3.2 Coleta de Dados

Serão utilizados os relatórios do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial para análise do ambiente macroeconômico. Para observar a conjuntura macroeconômica nacional, serão consideradas fontes como o Relatório Focus disponibilizado pelo Banco Central do Brasil, e ainda, será utilizado relatórios de grandes bancos, como Itaú BBA, Santander e Bradesco.

A análise setorial contará com o uso dos relatórios da Euromonitor e o Formulário de Referência publicado pela Vivara S.A. Além disso, fontes do setor de joalheria e *casas de research*¹ também serão consideradas.

De acordo com a Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, as empresas com natureza jurídica denominada por Sociedades Anônimas devem divulgar periodicamente seus documentos contábeis. Para análise da Vivara S.A., fontes do setor de Relações com Investidores (RI) e demonstrativos financeiros como Balanços Patrimoniais e Demonstrativos de Resultado do Exercício serão utilizados.

4. ANÁLISE DE DADOS

4.1 A Empresa Vivara: Uma Visão Geral

A história da Vivara é marcada por suas origens familiares e pela visão empreendedora do ourives David Kaufman, que fundou a empresa em 1962, no centro de São Paulo, na rua 7 de abril, na Galeria das Artes.

Kaufman trabalhava em sua primeira oficina e loja, dedicando-se a cravejar diamantes e produzir peças exclusivas sob medida. Determinado a conquistar seu espaço no mercado joalheiro, Kaufman decidiu vender joias e artigos de alta qualidade, o que logo se tornou sua marca registrada.

Com uma trajetória de mais de meio século, a Vivara se consolidou como a maior cadeia de joalherias do Brasil. Desde sua fundação em 1962, a empresa mantém o compromisso de produzir joias com a mesma dedicação e atenção aos detalhes dos antigos ourives, criando peças exclusivas e duradouras.

¹ casas de research são empresas que fornecem análises, relatórios e recomendações de investimento para investidores e instituições financeiras. Essas empresas utilizam diferentes metodologias e técnicas de pesquisa para avaliar empresas, setores e mercados financeiros, e produzem relatórios detalhados com informações e pensamentos valiosos para seus clientes.

4.2 Fontes de Receita da Vivara

4.2.1 Vivara Jóias

A principal marca em questão foi lançada em 1962. Ela é destinada a clientes com idade acima de 30 anos, que valorizam jóias de alto luxo.

4.2.2 Life by Vivara

A marca Life Vivara foi lançada em 2011 com o objetivo de atender a um público mais jovem, com idade acima de 15 anos, que gosta de estar na moda e prefere peças descontraídas e colecionáveis. Além disso, os produtos da marca possuem preços mais acessíveis.

4.2.3 Vivara Watches

A Vivara Watches é uma marca de relógios lançada em 1980, voltada para o público mais velho, que procura modelos clássicos, elegantes e/ou urbanos. Atualmente, a empresa comercializa diversas marcas de relógios no Brasil, incluindo marcas próprias e de terceiros, como Hugo Boss, Lacoste, Bulova entre outras.

4.2.4 Vivara Accessories

Vivara Accessories foi criada em 2000, com o objetivo de oferecer para seus clientes uma variedade maior de seus produtos, o que contribui uma experiência mais completa dos clientes.

4.2.5 Visão geral da Receita Bruta por segmento

“A receita bruta é o montante gerado pela empresa a partir da venda de seus produtos e serviços, que é apresentado como a primeira linha na demonstração de resultado do exercício” (SALIM, 2017, p.49).

Em números, todos os produtos da Vivara apresentaram crescimento nos anos apresentados neste trabalho, sendo, sendo mais relevante para Vivara as joias, mostrando uma participação média de 52% sobre o faturamento bruto.

QUADRO 2 - CRESCIMENTO EM ANOS

Receita por produto (R\$ milhões)	2019	2020	2021	2022
Joias	489	692	1.002	1.199
Life	287	400	547	746
Relógios	155	202	241	296
Acessórios	28	40	46	50
Serviços	4	4	7	8
Receita Bruta Total (Liq. De devoluções)	963	1.338	1.842	2.300

% de participação na receita

Joias	51%	52%	54%	52%
Life	30%	30%	30%	32%
Relógios	16%	15%	13%	13%
Acessórios	3%	3%	2%	2%
Serviços	0%	0%	0%	0%

Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

4.3 Análise dos demonstrativos financeiros

4.3.1 Indicadores de Liquidez

Os índices de liquidez têm como objetivo avaliar a capacidade de pagamento de uma empresa, ou seja, sua habilidade em cumprir as obrigações assumidas em relação aos passivos. Esses índices são importantes para entender a folga financeira da empresa e sua capacidade de honrar os compromissos. Tais indicadores podem ser divididos em 3 partes, como:

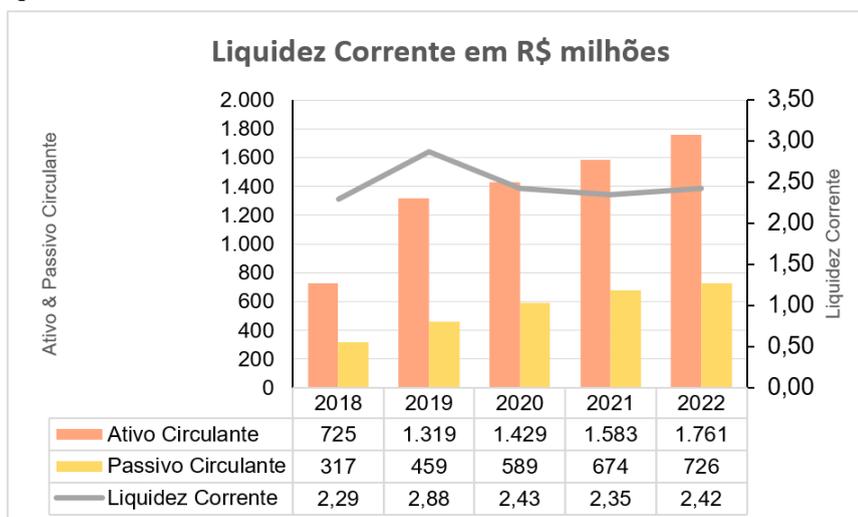
a) Liquidez Corrente

Refere-se à relação existente entre o ativo circulante e o passivo circulante, ou seja, de \$ 1,00 aplicado em haveres e direitos circulantes (disponível, valores a receber e estoques, fundamentalmente), a quanto a empresa deve a curto prazo (duplicatas a pagar, dividendos, impostos e contribuições sociais, empréstimos a curto prazo etc.) (NETO, 2021, p. 78).

$$Liquidez\ Corrente = \frac{Ativo\ Circulante}{Passivo\ Circulante}$$

Abaixo no Gráfico 1, será ilustrado a Liquidez Corrente em R\$ milhões:

GRÁFICO 1: Liquidez Corrente em R\$ milhões



Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

Ao analisar a liquidez corrente da Vivara ao longo dos anos em estudo, percebe-se que a empresa conseguiu manter uma boa margem de segurança com um índice sempre acima de 2. Isso é uma ótima notícia, já que indica que a empresa possui recursos disponíveis o bastante para honrar seus compromissos de curto prazo.

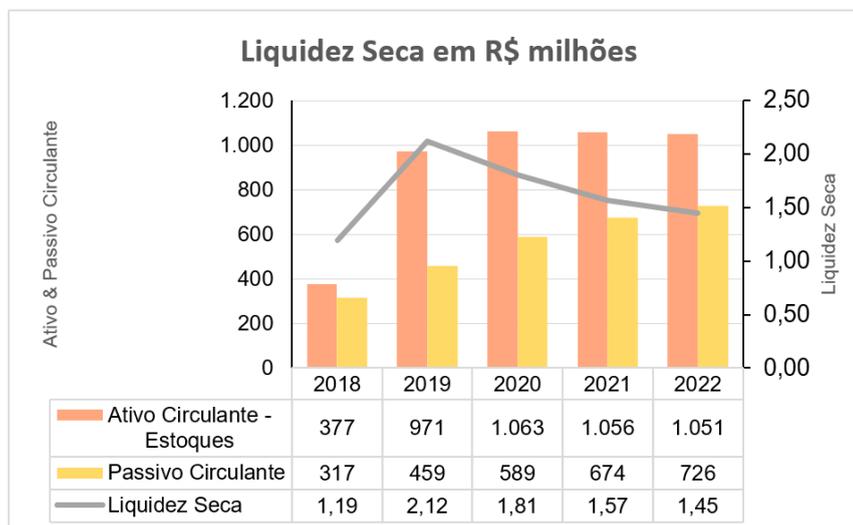
b) Liquidez Seca

A liquidez seca é um índice utilizado para mensurar a capacidade de uma empresa em honrar suas obrigações financeiras no curto prazo.

$$Liquidez\ Seca = \frac{Ativo\ Circulante - Estoques}{Passivo\ Circulante}$$

Abaixo será ilustrado no Gráfico 2, a Liquidez Seca em R\$ mil:

GRÁFICO 2: Liquidez Seca em R\$ milhões



Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

Durante os anos analisados, a Vivara demonstrou consistentemente uma liquidez seca superior a 1, o que indica que a empresa possui recursos líquidos adequados para cumprir suas obrigações de curto prazo, excluindo seus estoques. Essa condição reflete uma abordagem conservadora na gestão de sua liquidez.

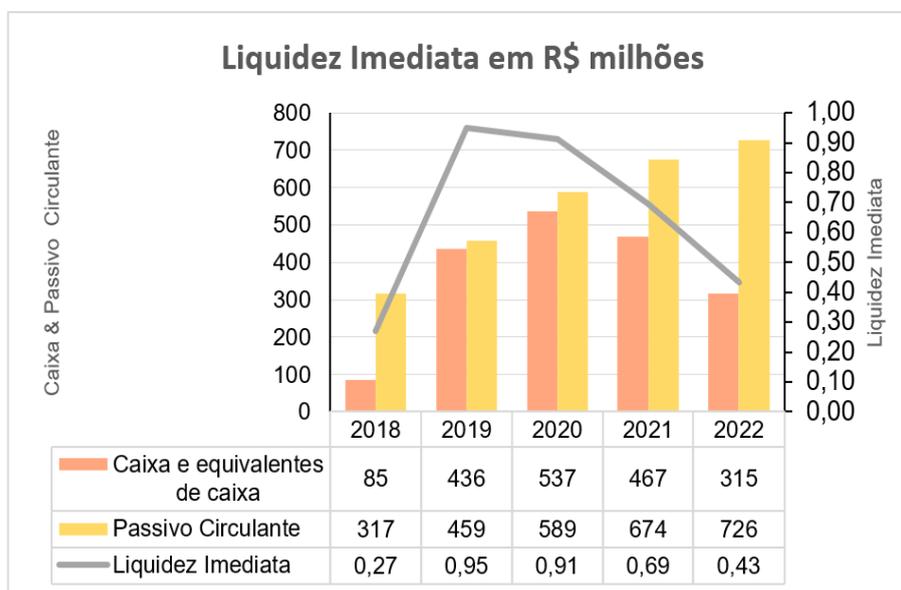
c) Liquidez Imediata

A análise da liquidez imediata tem como objetivo avaliar a capacidade de uma organização em cumprir suas obrigações e efetuar pagamentos imediatos.

$$Liquidez\ Imediata = \frac{Caixa\ e\ equivalentes\ de\ caixa}{Passivo\ Circulante}$$

Abaixo no Gráfico 3, será ilustrado a Liquidez Imediata em R\$ mil:

GRÁFICO 3: Liquidez Imediata em R\$ milhões



Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

Ao longo dos anos analisados, observou-se que a Vivara apresentou um índice de liquidez imediata abaixo de 1. Esse resultado sugere que a empresa pode ter enfrentado desafios no cumprimento de suas obrigações de curto prazo utilizando apenas seus ativos mais facilmente convertíveis em dinheiro.

4.3.2 Indicadores de Rentabilidade

Os indicadores de rentabilidade buscam compreender o desempenho financeiro da empresa, verificando se ela está conseguindo gerar lucros de forma eficiente.

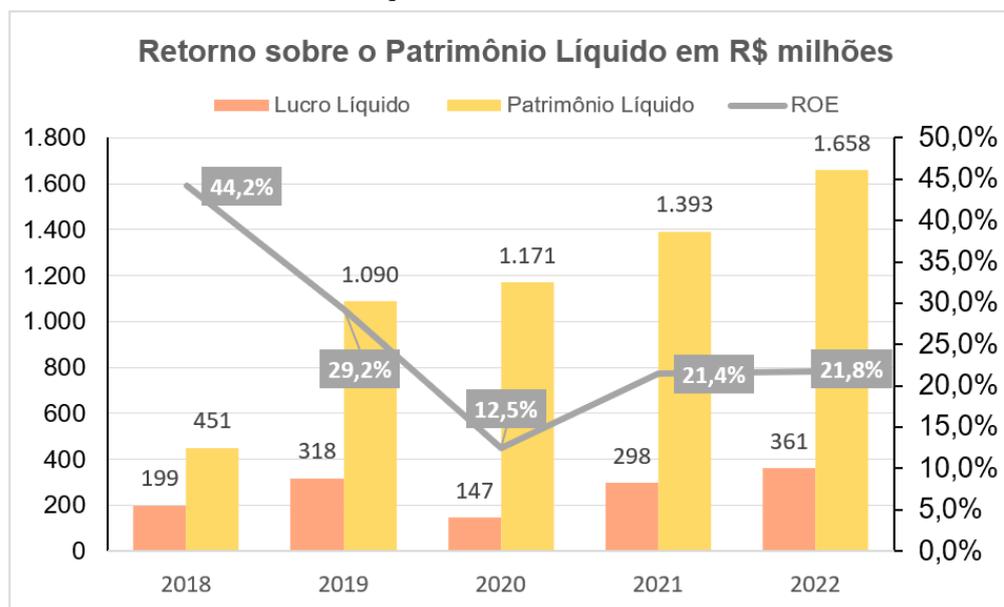
a) Retorno sobre patrimônio líquido

O retorno sobre patrimônio líquido (*em inglês, return on equity - ROE*) mede a rentabilidade da empresa sobre o capital do acionista.

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Abaixo no Gráfico 4, será ilustrado o Retorno Sobre Patrimônio Líquido em R\$ mil:

GRÁFICO 4: Retorno Sobre Patrimônio Líquido em R\$ milhões



Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

Ao analisar o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) da Vivara nos últimos cinco anos, pode-se observar uma tendência de desempenho inicialmente forte, seguido por uma redução gradual devido ao impacto do cenário macroeconômico, como a pandemia. No entanto, há indícios de recuperação posterior por parte da empresa. Essa análise destaca a importância de considerar fatores externos e internos ao avaliar o ROE e a capacidade da Vivara de se adaptar às condições econômicas em constante mudança.

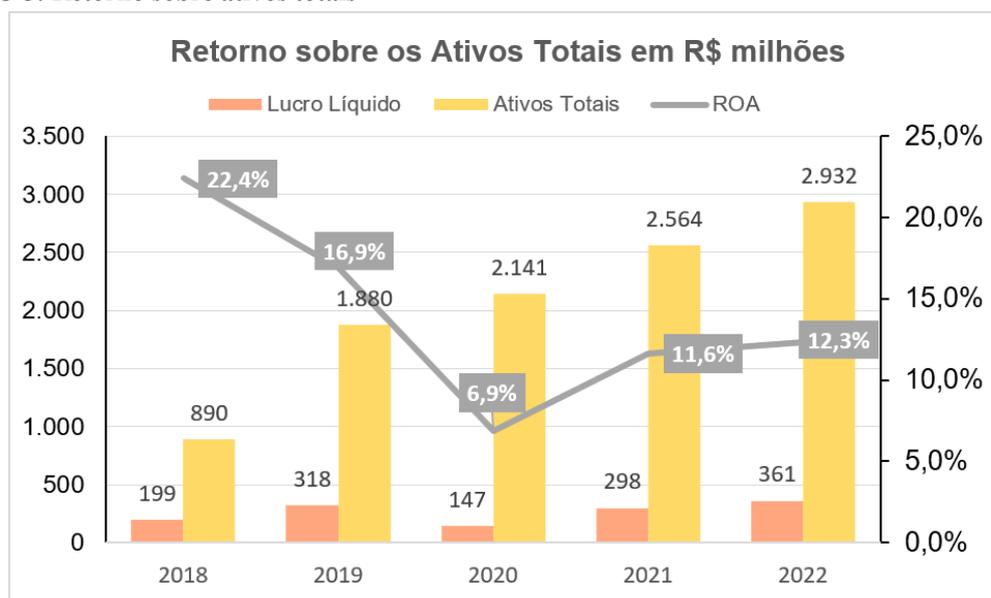
b) Retorno sobre ativos totais

O retorno sobre ativos totais (*em inglês, return on assets - ROA*) mede a rentabilidade da empresa sobre o ativo total da empresa.

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativos Totais}}$$

Abaixo no Gráfico 5, será ilustrado o Retorno sobre Ativos Totais em R\$ mil:

GRÁFICO 5: Retorno sobre ativos totais



Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

Ao analisar o ROA da Vivara em relação à Taxa Selic Média durante os anos considerados, podemos observar sua habilidade em alocar recursos de forma eficiente. A empresa demonstrou um desempenho positivo ao superar a taxa de juros média, o que indica uma capacidade sólida de gerar retornos sobre seus ativos.

c) Retorno sobre capital investido

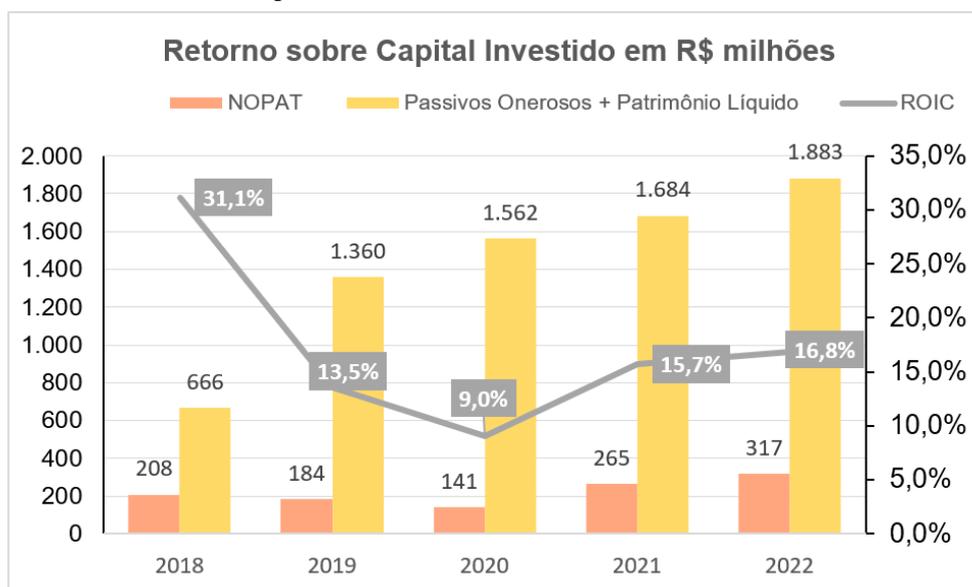
O retorno sobre capital investido (*em inglês, return on invested capital - ROIC*) mede a rentabilidade de dinheiro que uma empresa é capaz de gerar em razão de todo o capital investido, incluindo os aportes por meio de dívidas. Para a alíquota de Imposto foi usado o Imposto de Renda e Contribuição Social apresentado na demonstração de resultados, sendo valores positivos ou negativos devido a benefícios fiscais.

$$ROIC = \frac{EBIT * (1 - \text{Alíquota de Imposto})}{\text{Passivos Onerosos} + \text{Patrimônio Líquido}}$$

Legenda: EBIT, Earnings Before Interest Taxes, em português, lucro antes dos juros e tributos

Abaixo no Gráfico 6, será ilustrado o Retorno sobre o capital investido em R\$ mil:

GRÁFICO 6: Retorno sobre o capital investido



Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

Semelhante ao ROA, ao analisar o ROIC da Vivara em relação à Taxa Selic Média durante os anos considerados, podemos observar sua habilidade em alocar recursos de forma eficiente. A empresa demonstrou um desempenho positivo ao superar a taxa de juros média, o que indica uma capacidade sólida de gerar retornos sobre o capital investido

4.3.3 Indicadores de Margem

As análises feitas através das margens visam identificar e avaliar a eficiência operacional e a rentabilidade de uma empresa. As margens mais comuns são as margens (i) Bruta, (ii) EBITDA² e a (iii) Líquida.

i) Margem Bruta

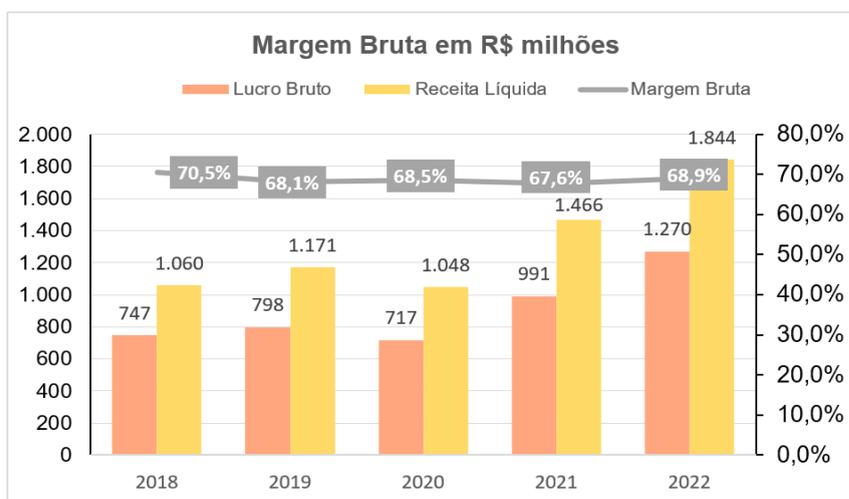
A margem bruta é calculada como a diferença entre as receitas e os custos de produção das mercadorias vendidas ou serviços prestados. Ela permite determinar a porcentagem de lucro obtido em cada transação.

$$\text{Margem Bruta} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita Líquida}}$$

² EBITDA, que significa "Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization" (Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização)

Abaixo no Gráfico 7, foi ilustrado a Margem Bruta em R\$ milhões:

GRÁFICO 7: Margem Bruta em R\$ milhões



Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

A Vivara apresenta uma elevada margem bruta em seus negócios devido a sua sólida posição no mercado de jóias e acessórios, conquistada ao longo dos anos. Essa liderança permite à empresa estabelecer preços mais elevados, impulsionando a rentabilidade. Além disso, a Vivara apresenta uma gestão eficiente dos custos de produção e uma cadeia de suprimentos bem estruturada, tendo uma operação verticalizada, ou seja, não apenas comercializa, mas também fabrica as joias.

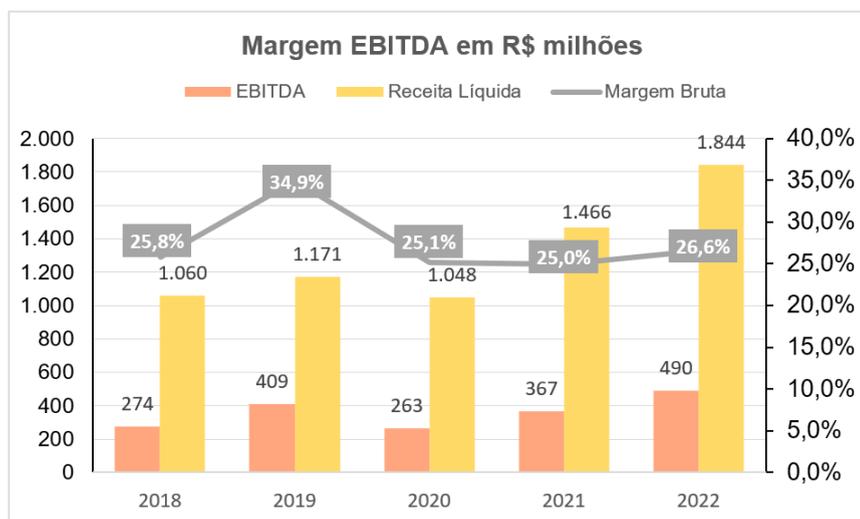
ii) Margem EBITDA

No contexto da análise econômica, a margem EBITDA desempenha um papel fundamental. Essa métrica indica a porcentagem de lucro obtido antes dos impostos, juros, depreciação e amortização em relação à receita líquida. Esta margem é usada altamente no meio profissional, onde o EBITDA é conhecido por ser uma aproximação da geração do fluxo de caixa.

$$\text{Margem EBITDA} = \frac{\text{EBITDA Ajustado}}{\text{Receita Líquida}}$$

Abaixo no Gráfico 8, foi ilustrado a Margem EBITDA:

GRÁFICO 8: MARGEM EBITDA em R\$ milhões



Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

Nos últimos dois anos apresentados nesta análise, a Vivara registrou um considerável aumento em seu EBITDA após o período da pandemia. Tanto em termos absolutos como em sua margem, a empresa apresentou um crescimento significativo. Esse desempenho positivo foi devido aos investimentos em novas lojas, controle de custos e despesas.

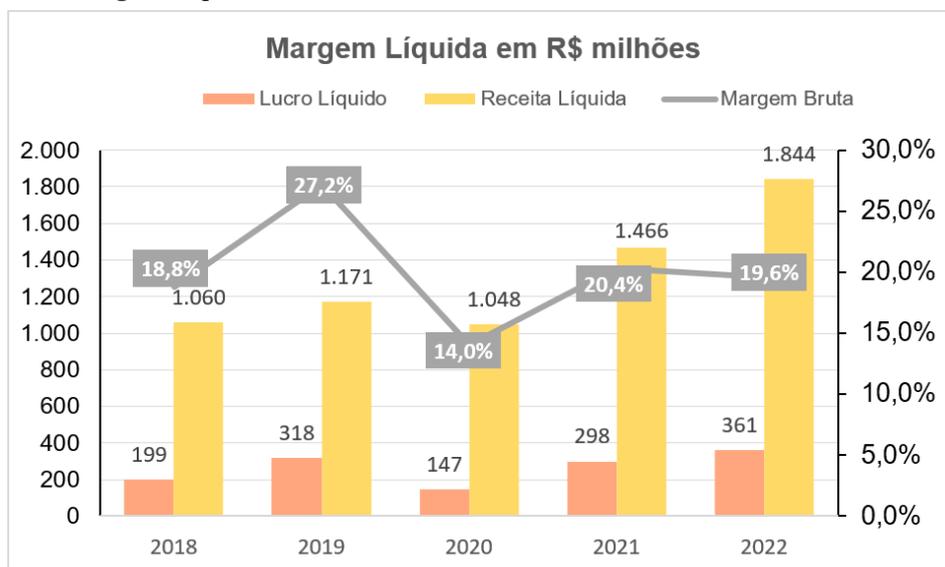
iii) Margem Líquida

Essa métrica reflete a porcentagem de lucro líquido em relação à receita líquida, demonstrando a eficiência da gestão financeira e operacional da organização ao considerar todos os custos, despesas, impostos e obrigações financeiras.

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}}$$

Abaixo no Gráfico 9, foi ilustrado a Margem Líquida em R\$ mil:

GRÁFICO 9: Margem Líquida em R\$ milhões



Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

A VA Vivara demonstra ser uma empresa altamente lucrativa ao analisarmos sua margem, que apresenta uma média de 20% nos anos estudados. Essa margem revela que, mesmo com produtos em uma faixa de preço considerada elevada para a média dos brasileiros, a Vivara consegue manter sua rentabilidade elevada.

4.3.4 Análises dos Ciclos

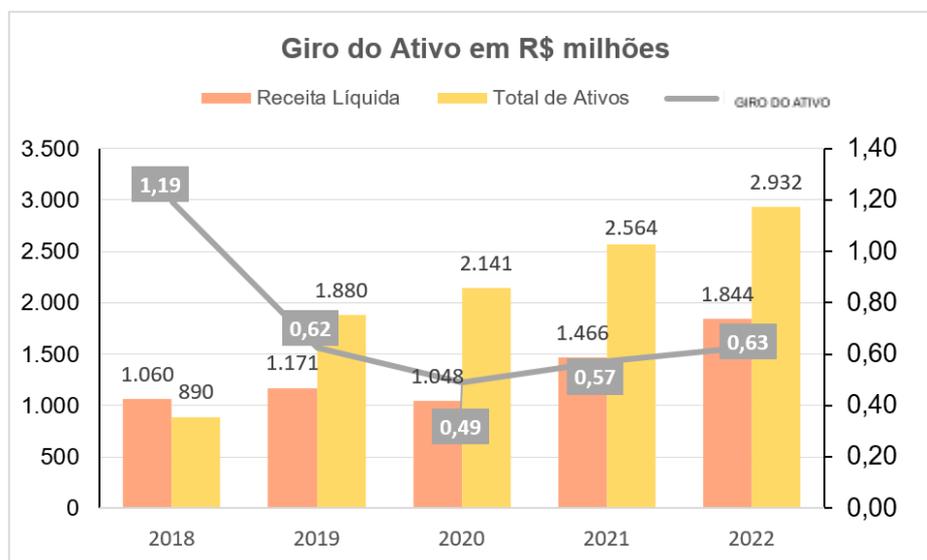
a) Giro do Ativo

A métrica de giro do ativo avalia a forma como os ativos de uma empresa têm sido utilizados ao longo do exercício, ou seja, mede a capacidade da empresa em gerar receita a partir de seus ativos totais.

$$\text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Receita Líquida}}{\text{Ativos Totais}}$$

Abaixo no Gráfico 10, foi ilustrado o Giro do Ativo em R\$ milhões:

GRÁFICO 10: Giro do Ativo em R\$ milhões



Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

A Vivara apresenta um desempenho inferior em relação à média de giro do ativo, que é menor que 1. Isso significa que a empresa está demorando mais tempo para transformar seus ativos em vendas.

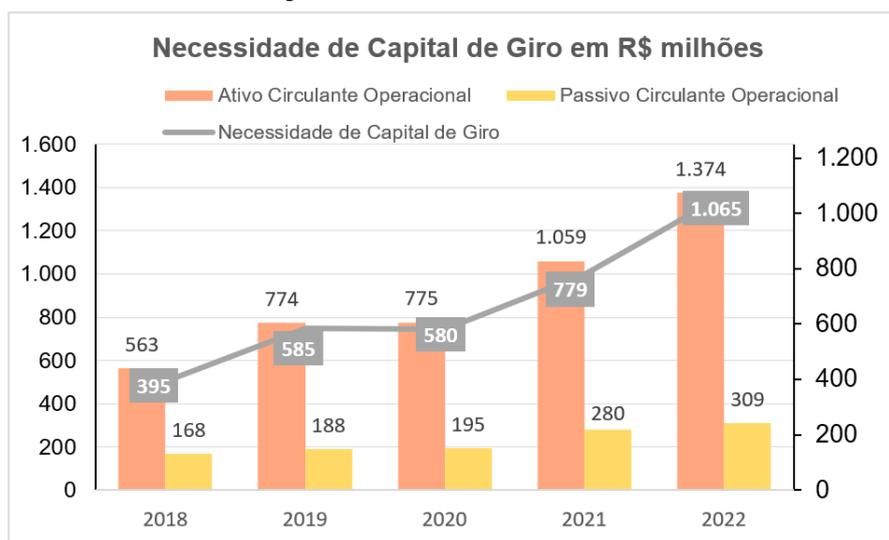
b) Necessidade de Capital de Giro

A Necessidade de Capital de Giro (NCG) é uma métrica essencial para as empresas honrarem suas obrigações de curto prazo. Ela é calculada a partir dos Ativos Circulantes Operacionais (ACO), como contas a receber e estoques, subtraindo-se os Passivos Circulantes Operacionais (PCO), como contas a pagar, obrigações fiscais e trabalhistas. Nesse sentido, a NCG desempenha um papel crucial na gestão financeira, permitindo avaliar se a empresa possui os recursos necessários para enfrentar suas responsabilidades imediatas.

$$\text{Necessidade de Capital de Giro} = \text{ACO} - \text{PCO}$$

Abaixo no Gráfico 11, foi ilustrado a Necessidade de Capital de Giro em R\$ milhões:

GRÁFICO 11: Necessidade de Capital de Giro em R\$ milhões



Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

A Vivara apresenta uma necessidade de capital de giro positiva e crescente. Isso significa que a empresa precisa de recursos financeiros adicionais para sustentar suas operações diárias, como pagamento de fornecedores, salários e outras despesas operacionais. Essa situação pode ser resultado de uma estratégia de crescimento da Vivara, em que a empresa está investindo em estoques mais amplos ou expandindo suas operações.

4.4 Projeções

Nesta seção, abordaremos o processo de projeção utilizado na avaliação da Vivara, considerando o importante trade-off³ entre o nível de detalhamento e a simplicidade do modelo. Conforme explicado por Damodaran (2014) a decisão sobre o nível de detalhes a ser incluído no processo é crucial e requer cuidadosa consideração, isso porque o excesso de detalhes pode levar a modelos mais complexos e propensos a erros, comprometendo a confiabilidade dos resultados.

4.4.1 Inflação

Um dos principais indicadores a serem considerados em um valuation são os índices de inflação, que refletem o equilíbrio entre oferta e demanda na economia do país. A análise

³ trade-off é o processo de fazer escolhas, no qual ao obter um benefício em uma opção, há a perda de um benefício em outra opção.

desse índice é essencial, pois em um cenário de aumento generalizado de preços, é esperado que ocorra uma queda no consumo em geral.

QUADRO 3 - Inflação IPCA (%)

Inflação IPCA (%)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Bradesco	5,79%	6,15%	4,04%	4,00%	4,00%
Itaú	5,79%	5,97%	4,51%	4,00%	4,00%
Santander	5,79%	6,04%	3,88%	4,52%	4,52%
Relatório Focus	5,79%	5,80%	4,13%	4,00%	4,00%
Média	5,79%	5,99%	4,14%	4,13%	4,13%

Fonte: Bradesco, Itaú, Santander e Relatório Focus (2023), elaborada pelo autor (2023)

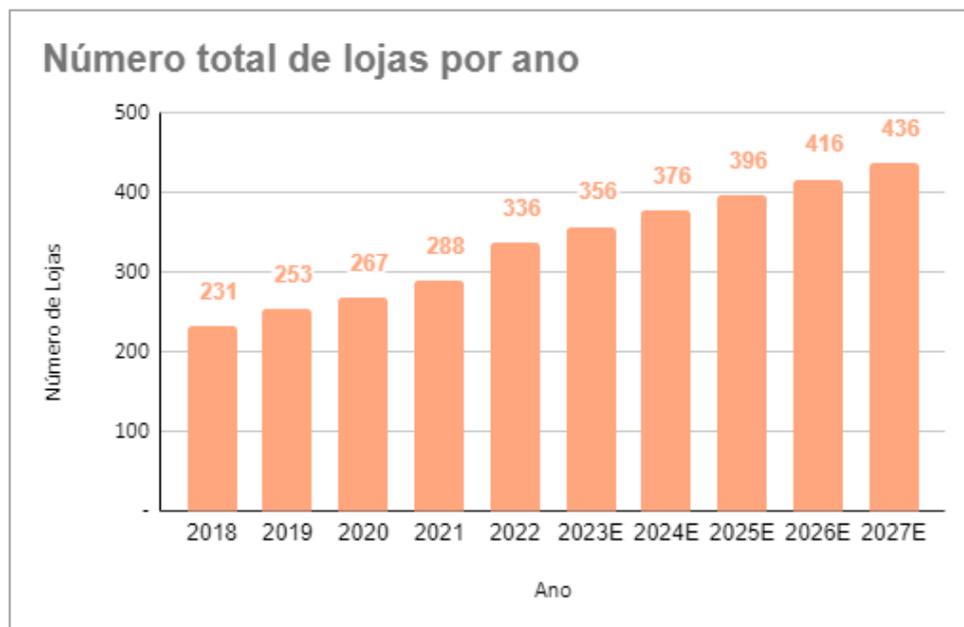
4.4.2 Receita Bruta a Receita Líquida

Para a projeção da Receita Bruta, adotou-se como premissa a adição de 20 novas lojas anualmente ao número total de lojas. Essa escolha foi embasada na média histórica dos últimos 5 anos (2018-2022), que registrou um aumento de 24 lojas em relação ao número total de lojas.

Neste contexto, optou-se por um número extremamente conservador, levando em consideração o desempenho da Vivara no ano de 2022, que registrou um aumento de 48 lojas em relação a 2019. Além disso, a empresa possui uma sólida posição de caixa, o que proporciona maior liquidez para expansões orgânicas ou inorgânicas, através de aquisições e fusões com seus concorrentes, assim aumentando sua receita bruta.

Abaixo no Gráfico 12, será ilustrado o Número total de lojas por ano:

GRÁFICO 12: Número total de lojas por ano



Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

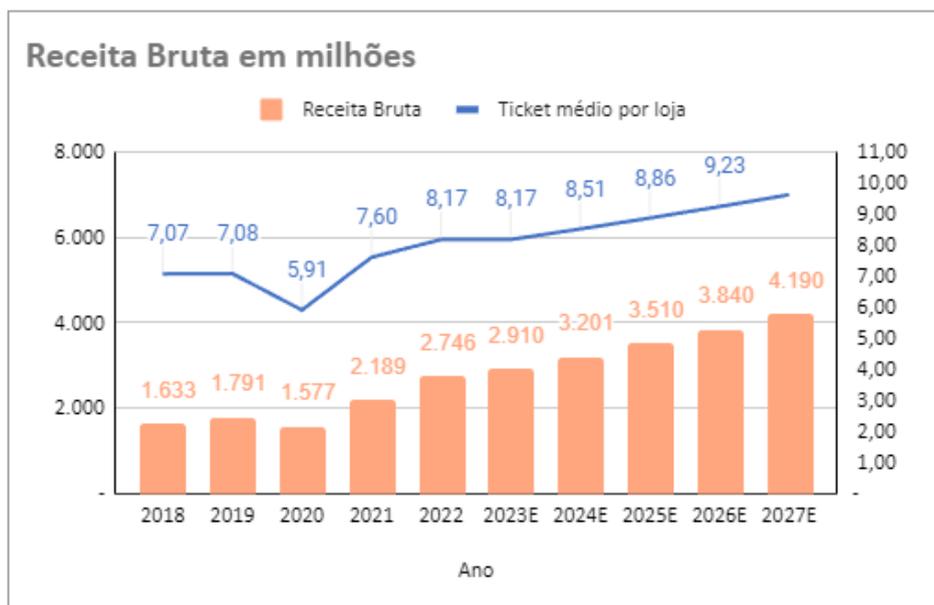
Dentro desse contexto, definiu-se o ticket médio anual por loja como sendo igual ao valor registrado em 2022, que foi de R\$8.174 milhões.

Apesar de a empresa em questão ter apresentado uma média de R\$7.166 milhões nos últimos 5 anos, optou-se por não utilizar essa média como premissa, a fim de não prejudicar o reconhecimento da eficiência da Vivara, que tem demonstrado um progresso anual.

Levando em considerações as premissas acima, a receita bruta apresentou um crescimento médio nos anos projetados de 8,83%

Abaixo no Gráfico 13, será ilustrado a Receita Bruta em R\$ milhões:

GRÁFICO 13: RECEITA BRUTA EM R\$ milhões

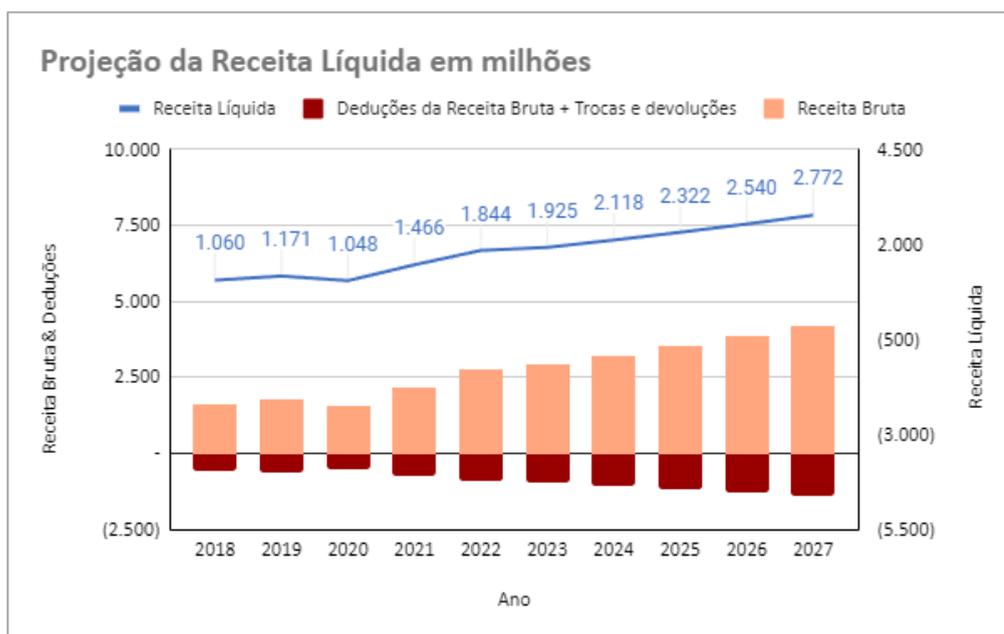


Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

Ao analisar a demonstração de resultados da Vivara, as rubricas das trocas e devoluções e as deduções da receita bruta incidem sobre a receita líquida. Para isso, foi adotada a premissa que se baseou na média percentual da receita bruta dos últimos cinco anos de -33,84%.

Abaixo no Gráfico 14, será ilustrado a Projeção da Receita Líquida em R\$ milhões:

GRÁFICO 14: Projeção da Receita Líquida em R\$ milhões



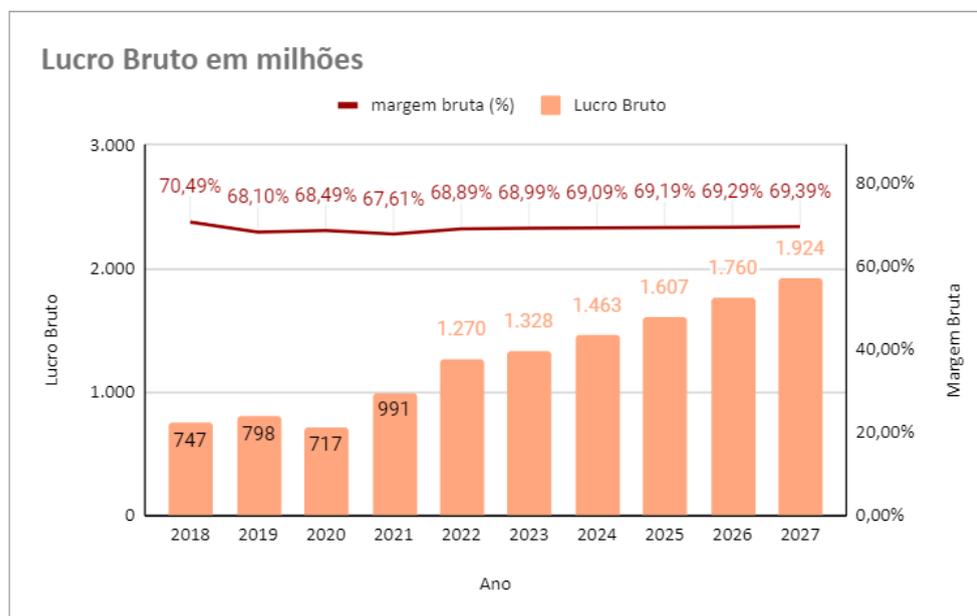
Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

4.4.3 Lucro Bruto ao EBIT

Ao longo dos últimos cinco anos, a Vivara demonstrou uma margem bruta média de 68,72%. Essas margens elevadas foram resultado de uma gestão de custos eficiente, um excelente mix de produtos e um controle adequado de estoques em cada categoria. A produção interna em larga escala impulsiona essa vantagem competitiva, tornando a Vivara uma empresa diferenciada em relação às demais do setor. Para projeção foi utilizado como premissa um crescimento de 0,10% dado seu histórico de resiliência no setor.

Abaixo no Gráfico 15, será ilustrado o Lucro Bruto em milhões:

GRÁFICO 15: Lucro Bruto em R\$ milhões



Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

A fim de projetar o lucro bruto até o lucro antes dos juros e tributos, é necessário considerar as despesas de vendas, despesas gerais e administrativas, resultado de equivalência patrimonial, outras despesas (ou receitas) operacionais, bem como a depreciação e a amortização. Para estimar essas despesas, foi utilizado como premissa a média histórica dos últimos cinco anos em relação à receita líquida, excluindo as outras despesas (ou receitas) operacionais, que foi mantida em zero.

Portanto, as tabelas 4 e 5 apresentam a análise histórica da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) até o Lucro Antes dos Juros e Tributos (EBIT), juntamente com as premissas adotadas para a projeção de 2018 até 2027.

QUADRO 4 - Análise do período histórico (2018-2022)

DRE (R\$ milhões)	2018	2019	2020	2021	2022
Receita Bruta	1.633	1.791	1.577	2.189	2.746
Deduções da Receita Bruta + Trocas e devoluções	(574)	(619)	(530)	(723)	(903)
Receita Líquida	1.060	1.171	1.048	1.466	1.844
(-) Custos dos Produtos Vendidos e serviços prestados	(313)	(374)	(330)	(475)	(574)
(=) Lucro Bruto	747	798	717	991	1.270
Despesas com Vendas	(370)	(360)	(332)	(458)	(589)
Despesas Gerais e administrativas	(111)	(138)	(132)	(161)	(195)
Resultado de Equivalência Patrimonial	-	-	-	-	-
Outros Despesas (Receitas) Operacionais	8	108	7	(9)	(1)
Depreciação e Amortização	(15)	(45)	(56)	(69)	(108)
(=) EBIT	258	362	205	295	376

Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

QUADRO 5 - Análise do período histórico (2023-2027)

DRE (R\$ milhões)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Receita Bruta	2.910	3.201	3.510	3.840	4.190
Deduções da Receita Bruta + Trocas e devoluções	(985)	(1.083)	(1.188)	(1.299)	(1.418)
Receita Líquida	1.925	2.118	2.322	2.540	2.772
(-) Custos dos Produtos Vendidos e serviços prestados	(597)	(655)	(715)	(780)	(849)
(=) Lucro Bruto	1.328	1.463	1.607	1.760	1.924
Despesas com Vendas	(618)	(680)	(745)	(815)	(890)
Despesas Gerais e administrativas	(217)	(239)	(262)	(286)	(313)
Resultado de Equivalência Patrimonial	-	-	-	-	-
Outros Despesas (Receitas) Operacionais	-	-	-	-	-
Depreciação e Amortização	(82)	(90)	(98)	(108)	(118)
(=) EBIT	411	455	501	551	604

Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

4.5 Valuation

4.5.1 Taxa de Desconto

A fim de trazer nossas projeções para o valor presente, utilizamos uma taxa de desconto determinada pelo custo médio ponderado de capital (WACC), cujo cálculo segue a fórmula:

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

Onde:

Ke - Custo de Capital Próprio

Kd - Custo de Capital de Terceiros

E - Patrimônio Líquido

D - Total do Passivo Oneroso

Para calcular o Custo de Capital Próprio foi considerado o modelo CAPM⁴. Conforme mencionado por Damodaran (1997), o modelo CAPM avalia o risco em termos de variância não diversificável e estabelece uma relação entre os retornos esperados e essa medida de risco. O risco não diversificável, também conhecido como risco sistemático, afeta todas as empresas da economia, seja por meio do aumento das taxas de juros, do aumento da inflação ou de outros efeitos macroeconômicos nos quais a empresa não possui controle ou influência. Por outro lado, o risco diversificável, ou não sistemático, refere-se ao risco específico da empresa.

Como ponto inicial, adotamos o IPCA + 2045 como referência para a taxa livre de risco. Além disso, seguindo as indicações apresentadas por Póvoa (2021), foi adotada uma taxa de 5,5% para o prêmio de risco no Brasil. Quanto ao beta estatístico, usaremos o valor de 1 para simplificar a análise. Para obter esse valor, utilizamos o Yahoo Finance⁵ como fonte.

Custo de Capital Próprio (Ke)	
(+) IPCA + 2045	5,78%
(+) Inflação Projetada	4,50%
(+) Beta	1,00
(*) Prêmio de Risco	5,50%
(=) Ke	15,78%
Patrimônio Líquido (e) - em R\$ milhões	1.692

Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

O cálculo do custo de capital de terceiros consiste em analisar a forma como a empresa se financia por meio de empréstimos e obrigações financeiras. Nesse processo, levamos em consideração as taxas de remuneração dos empréstimos e realizamos uma média ponderada, levando em conta a participação de cada uma dessas dívidas na estrutura total de financiamento. Dessa forma, chegamos a um valor médio de custo de dívida de 12,06%. Para obter o Custo de Capital de Terceiros final, precisamos descontar a alíquota de imposto, que

⁴ CAPM é a abreviação de Capital Asset Pricing Model, que em português significa Modelo de Precificação de Ativos de Capital.

⁵ <https://finance.yahoo.com/quote/VIVA3.SA/>

no Brasil é de 34%. Após esse desconto, encontramos um Custo de Capital de Terceiros de 7,96%.

Instituição	Dívida (em R\$ milhões)	Taxa	CDI Projeção Média / Variação Cambial	Taxa Final	% da Dívida	
Banco Safra - Capital de Giro (2)	20,82	CDI +	1,55%	10,70%	12,25%	9,24%
Banco Itaú - Capital de Giro (1)	61,34	CDI +	2,55%	10,70%	13,25%	27,23%
Banco Itaú - Capital de Giro (2)	40,23	CDI +	1,55%	10,70%	12,25%	17,86%
Banco Bradesco - Capital de Giro (1)	52,08	CDI +	1,33%	10,70%	12,03%	23,12%
Banco Santander (1)	47,48	2,35%		0,00%	2,35%	21,08%
Banco Santander - Derivativo (2)	3,32	Var. Cambial +	2,35%	0%	2,35%	1,47%
Total (d)	225,27					100,00%
Custo Médio da Dívida Ponderada	12,06%					
Aliquota de Imposto	34%					
Kd	7,96%					

Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

Com a finalidade de determinarmos o WACC, utilizaremos a fórmula já apresentada, o que nos levará ao seguinte resultado:

$$WACC = 15,78\% * \frac{1.692}{1.692 + 225,27} + 7,96\% * \frac{225,27}{1.692 + 225,27} = 14,86\%$$

4.5.2 Fluxo de Caixa Descontado da Firma

Diante as linhas já projetadas, as restantes para calcular o fluxo de caixa descontado para firma são: CAPEX⁶, Variação de Capital de Giro e o Imposto de renda e Contribuição Social que incide no EBIT

A premissa utilizada para o CAPEX foi estabelecida com base na média histórica, com um incremento anual de 0,25% para os próximos anos projetados, devido aos significativos investimentos e consolidação que a empresa enfrentará. A projeção do CAPEX em relação à Receita Líquida foi de 5,89%, seguindo a média histórica dos últimos 3 anos (2020-2022).

A fim de calcular a Variação de Capital de Giro (Δ Capital de Giro), realizou-se a subtração do passivo circulante operacional do ativo circulante operacional. Para determinar o ciclo financeiro das contas a pagar, estoques, fornecedores, obrigações trabalhistas e fiscais, ponderam-se os resultados dividindo-os por 365 dias no ano e projetando a média desses valores para os anos seguintes.

Para a projeção do Imposto de Renda e Contribuição Social foi utilizado uma alíquota de imposto base no Brasil de 34%

⁶ CAPEX é a abreviação da expressão em inglês "Capital Expenditure", que pode se referir a investimentos em ativos.

Portanto, na TABELA 6, é apresentada a projeção que utiliza as premissas mencionadas neste modelo, a fim de apresentar o fluxo de caixa livre para a empresa.

QUADRO 6 - FCFE em R\$ milhões

FCFE em R\$ milhões	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	411	455	501	551	604
(-) IR/CSLL Operacional	(140)	(155)	(170)	(187)	(205)
(=) NOPAT	272	300	331	363	398
(+) Depreciação e Amortização	82	90	98	108	118
(-) CAPEX	(113)	(135)	(160)	(188)	(219)
Δ Capital de Giro	4	(104)	(110)	(117)	(124)
(=) Fluxo de Caixa Livre para Firma	244	151	159	166	173
Período	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00
WACC	14,86%	14,86%	14,86%	14,86%	14,86%
(=) Fluxo de Caixa Livre para Firma Descontado	213	114	105	95	86

Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

A projeção da perpetuidade será realizada por meio do modelo de Gordon, considerando a premissa de g de 4,5%, que representa a média projetada da inflação. A fórmula a ser utilizada para esse modelo é a seguinte:

$$\text{Perpetuidade} = FCFE_{\text{Último Ano}} * (1 + g) / (\text{Taxa de Desconto} - g)$$

Ao aplicarmos a fórmula da perpetuidade, obtivemos o valor de R\$919.943.305,58 para a perpetuidade. Ao somar todos os fluxos de caixa livre para a firma (FCFE) do período projetado (período explícito) e da perpetuidade, encontramos um valor presente para a empresa de R\$1.533.219.043,47. A partir desse valor, é subtraído o montante das dívidas onerosas, somado ao saldo disponível em caixa, resultando em um valor de Equity de R\$1.602.865.043,47. Esse valor é então dividido pelo número de ações disponíveis, resultando em um valor de R\$6,79 por ação.

QUADRO 7 - Valuation em R\$

Valuation em R\$	
VPL - Fluxo explícito	613.275.738
VPL - Perpetuidade - Gordon	919.943.306
Enterprise Value	1.533.219.043
(-) Dívida Bruta	(221.949.000)
(+) Caixa	291.595.000
Equity Value	1.602.865.043
Quantidade de Ações	236.197.769
Valor por Ação	6,79

Fonte: DFP da Vivara (2023), elaborado pelo autor (2023).

Considerando um downside⁷ de -73%, é essencial compreender a complexidade do modelo que foi utilizadas premissas super conservadoras.

7

"Downside" refere-se à potencial ou efetiva diminuição do valor ou desempenho de um investimento ou ativo.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo científico explorou realizar a avaliação da empresa VIVARA S/A alicerçado na metodologia do Valuation, particularmente pelo método de Fluxo de Caixa Descontado. Para tal objetivo, foram realizadas projeções para os fluxos de caixa futuros da empresa, trazendo-os para o valor presente através de uma taxa de desconto, o WACC.

As projeções foram realizadas de forma quali-quantitativa, por meio das médias aritméticas com base nos resultados dos anos anteriores.

Como obtenção da aplicação do método, foi constatado que o valor justo da empresa seria de R\$1.602 bilhões, no qual subtraído o valor da dívida líquida e dividido pelo número de ações em circulação na data do estudo, foi encontrado um valor justo por ação de R\$6,79. O resultado possui um downside, em relação ao preço corrente no período no qual foi realizado o trabalho. Importante ressaltar que este trabalho possui fins acadêmicos, não resultando em uma sugestão de investimento. Também, o resultado encontrado foi fruto das projeções adotadas com base em apenas um cenário.

Como sugestão para trabalhos futuros é viável aplicar técnicas mais sofisticadas para a projeção dos fluxos de caixa ao invés da simples utilização da média aritmética do desempenho passado e projeções para diferentes cenários. Também, seria interessante um estudo no qual adote metodologias qualitativas e utilize o cenário macroeconômico para sua projeção, como por exemplo o impacto da taxa de juros nos fluxos de caixa, já que o setor de varejo é fortemente afetado pelas taxas de juros e no qual em patamares mais baixos.

Além disso, seria possível empregar diferentes métricas para a taxa de juros nominal, tais como a Taxa Selic no caso do Brasil, e determinar o prêmio de risco com base no desempenho do índice IBOVESPA.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- COPELAND, T. Koller, T. Murrin, J. Avaliação de empresas – Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002
- DAMODARAN, Aswath, Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações – Rio de Janeiro: LTC, 2014
- DINIZ, Natália - Análise das demonstrações financeiras. Rio de Janeiro: SESES, 2015
- GALVÃO, Alexandre, M. et al. - Gestão de riscos no mercado financeiro. São Paulo: Editora Saraiva, 2018
- GIL, Antonio C. Métodos e Técnicas de Pesquisa Social 7ª ed. São Paulo: Grupo GEN, 2019.
- GREENWALD, Bruce C.; KAHN, Judd; BELLISSIMO, Erin; et al. Investimento em valor: de Graham a Buffett e além. Porto Alegre: Bookman, 2021.
- MICHEL, Maria H. Metodologia e Pesquisa Científica em Ciências Sociais, 3. ed. São Paulo: Atlas, 2015.
- NETO, Alexandre A. Finanças Corporativas e Valor. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2020
- NETO, Alexandre A. Valuation - Métricas de Valor e Avaliação de Empresas. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2021
- NETO, Jocildo Figueiredo C. BRANDÃO, José W. - Valuation Empresarial. Rio de Janeiro: Editora Alta, 2018
- PARETO, Vilfredo. Manual de economia Política. São Paulo: Nova Cultural, 1996.
- PÓVOA, Alexandre. Valuation - Como Precificar Ações. Rio de Janeiro: Editora Atlas Ltda, 2021
- SALIM, Jean Jacques - Contabilidade & Finanças de A a Z: Guia prático de termos técnicos. São Paulo: Cengage Learning, 2017
- STICKNEY, Clyde P.; WEIL, Roman L. Contabilidade Financeira, introdução aos conceitos, métodos e aplicações. São Paulo: Cengage Learning, 2010
- TITMAN, Sheridan; MARTIN, John D. - Avaliação de projetos e investimentos {valuation}. Porto Alegre: Bookman, 2010
- VARIAN, Hal R. Intermediate Microeconomics. A Modern Approach. W&W Norton, 1996.
- VASCONCELLOS, Marco Antonio de, OLIVEIRA, Roberto de, BARBIERI, Fabio. Manual de microeconomia, 3ª edição. Atlas, 08/2011.

YIN, R. K. Estudo de caso: planejamento e métodos. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

ANEXOS

Anexo I - DRE da Vivara

DRE Consolidado (R\$ mil)	Financial Statements (R\$,000)	2019	2020	2021	2022	1T23
Receita Bruta de Vendas de Mercadorias	Sales Gross Revenue	1.783.855	1.573.485	2.182.343	2.738.038	609.266
Receita Bruta de Serviços	Service Gross Revenue	6.761	3.904	7.029	8.384	2.385
Trocas e devoluções	Exchange and Return	(300.744)	(239.247)	(346.917)	(446.503)	(124.151)
Deduções da Receita Bruta	Gross Revenue Deductions	(318.512)	(290.595)	(376.068)	(456.184)	(95.872)
Receita Líquida	Sales Net Revenue	1.171.360	1.047.547	1.466.387	1.843.735	391.628
(-) Custos dos Produtos Vendidos e serviços prestados	(-) Cost of Sold Goods	(373.615)	(330.064)	(474.909)	(573.528)	(119.042)
Custo de aquisição de insumos e matérias-primas	Acquisition cost of inputs and raw materials	(348.621)	(304.502)	(434.154)	(508.271)	(101.802)
Depreciação e amortização	Depreciation and Amortization	(1.449)	(2.524)	(3.232)	(5.603)	(1.626)
Depreciação e amortização	Depreciation and Amortization	(1.315)	(1.943)	(2.645)	(3.944)	(1.076)
Depreciação e amortização - Direito de Uso (IFRS16)	Depreciation and Amortization	(134)	(581)	(587)	(1.659)	(550)
Custos da Fábrica	Others	(23.545)	(23.038)	(37.523)	(59.654)	(15.614)
(=) Lucro Bruto	(=) Gross Profit	797.745	717.483	991.478	1.270.208	272.586
(-) Despesas Operacionais	(-) Operating Expenses	(436.119)	(512.404)	(696.791)	(893.835)	(224.351)
Vendas	Sales	(360.069)	(331.679)	(457.609)	(589.440)	(135.062)
Pessoal	Personal	(175.324)	(158.850)	(224.883)	(284.720)	(61.793)
Aluguéis e condomínios	Rentals and common area maintenance fees	(47.860)	(35.268)	(45.889)	(58.665)	(15.030)
Descontos sobre arrendamentos	Lease discounts	-	16.491	5.657	2.469	-
Frete	Freight	(20.613)	(26.541)	(26.542)	(32.269)	(7.228)
Comissão sobre Cartões	Commission on credit cards	(25.530)	(22.155)	(33.230)	(44.988)	(9.546)
Serviços de Terceiros	Outsourced services	(11.711)	(9.917)	(8.570)	(15.073)	(4.536)

Despesas com Marketing	Marketing/selling expenses	(54.317)	(63.629)	(76.269)	(107.093)	(20.585)
Outras despesas com vendas	Other selling expenses	(24.715)	(31.810)	(47.882)	(49.102)	(16.345)
Gerais e Administrativas	General and Administratives	(137.997)	(131.544)	(161.246)	(195.171)	(58.342)
Pessoal	Personal	(72.376)	(55.685)	(79.297)	(95.311)	(28.401)
Aluguéis e condomínios	Rentals and common area maintenance fees	(390)	(728)	(1.714)	(1.328)	(197)
Serviços de Terceiros	Outsourced services	(35.238)	(49.241)	(51.438)	(65.889)	(17.892)
Outras Despesas Gerais e Administrativas	Other General and Administratives expenses	(29.993)	(25.890)	(28.797)	(32.643)	(11.852)
Depreciações e Amortizações	Depreciation and Amortization	(45.495)	(55.749)	(68.598)	(108.323)	(30.259)
Depreciação e amortização	Depreciation and Amortization	(15.107)	(19.463)	(20.754)	(37.355)	
Depreciação e amortização - Direito de Uso (IFRS16)	Depreciation and Amortization	(30.388)	(36.285)	(47.843)	(70.968)	
Resultado de Equivalência Patrimonial	Share of profit (loss) of subsidiaries	(247)	-	-	-	
Outros Despesas (Receitas) Operacionais	Other Operating Expenses (Revenues)	107.690	6.567	(9.338)	(901)	(689)
(=) Lucro (Prejuízo) Antes das Financeiras	(=) Profit (Losses) Before Financial Results	361.626	205.079	294.686	376.372	48.234
(=) Resultado Financeiro	(=) Financial Result	(2.461)	(41.542)	(31.509)	(45.338)	(13.615)
Receitas Financeiras Líquidas	Financial Income (Expenses), net	66.217	20.294	35.547	43.979	9.113
Despesas Financeiras Líquidas	Finance costs, net	(63.414)	(57.561)	(62.781)	(85.349)	(23.237)
Despesas Financeiras	Finance costs	(38.580)	(30.235)	(27.091)	(40.750)	(10.596)
Despesas Financeiras - Direito de Uso (IFRS16)	Finance costs	(24.834)	(27.327)	(35.690)	(44.598)	(12.641)
Variações Cambiais Líquidas	Exchange rate variation, net	(5.263)	(4.274)	(4.275)	(3.968)	508
(=) Lucro Operacional	(=) Operating Income	359.165	163.537	263.177	331.035	34.619
Imposto de Renda e Contribuição Social	Income and Social Contribution Taxes	(40.914)	(16.865)	35.313	29.820	3.952

(=) Lucro Líquido	(=) Net Income	318.251	146.672	298.490	360.854	38.571
--------------------------	-----------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	---------------

Reconciliação do EBITDA	EBITDA Reconciliation	2019	2020	2021	2022	1T23
Lucro Líquido	Net Income	318.251	146.672	298.490	360.854	38.571
(+) IR/CSLL	(+) Income and Social Contribution Taxes	40.914	16.865	(35.313)	(29.820)	(3.952)
(+) Resultado financeiro	(+) Financial Result	2.461	41.542	31.509	45.338	13.615
(+) Depreciação e Amortização	(+) Depreciation and Amortization	46.944	58.273	71.830	113.926	31.885
EBITDA Total	Total EBITDA	408.570	263.351	366.516	490.298	80.119
(-) Despesa de aluguel (IFRS16)	(-) Rental Expenses (IFRS16)	47.640	47.032	(72.647)	(97.297)	(24.682)
(+) Efeitos não recorrentes	(-) Non Recurring Effects	88.796	-	7.520	8.081	2.609
EBITDA AJUSTADO	ADJUSTED EBITDA	272.134	216.319	301.390	401.082	58.045
Margem Ebitda Ajustada	Adjusted Ebitda Margin	23,2%	20,7%	20,6%	21,8%	14,8%

Anexo II - Balanço Patrimonial da Vivara

Balanço Patrimonial (R\$ mil)	2019	2020	2021	2022	1T23
CIRCULANTE					
Caixa e equivalentes de caixa	435.844	477.319	325.588	160.036	121.464
Títulos e valores mobiliários	-	59.725	141.707	155.139	170.131
Contas a receber	425.833	410.263	531.777	663.797	515.481
Contas a receber partes relacionadas	-	-	-	-	-
Estoques	348.034	365.184	527.139	709.712	802.728
Impostos a recuperar	95.247	101.034	47.627	55.870	57.103
Despesas pagas antecipadamente e outros créditos	7.669	3.262	8.223	16.464	14.944
Instrumentos derivativos ativo	6.796	11.767	1.159	-	-
Total do ativo circulante	1.319.425	1.428.554	1.583.220	1.761.019	1.681.851
NÃO CIRCULANTE					
Títulos e valores mobiliários	-	164.876	186.405	67.692	45.252
Depósitos judiciais	13.680	13.457	15.016	28.213	31.072
Contas a receber partes relacionadas LP	-	-	-	-	-
Imposto de renda e contribuição social diferidos	54.200	67.831	112.318	199.153	220.450
Instrumentos derivativos ativo	2.715	-	-	-	-
Impostos a recuperar	168.344	116.090	156.048	181.693	184.187
Investimentos	-	-	-	-	-
Imobilizado	311.620	340.907	480.988	652.164	675.451
Intangível	9.546	8.981	29.874	42.240	43.895
Total do ativo não circulante	560.104	712.142	980.649	1.171.155	1.200.307
ATIVO TOTAL	1.879.529	2.140.697	2.563.869	2.932.174	2.882.158
CIRCULANTE					
Fornecedores	36.421	53.198	88.207	104.961	122.162
Fornecedores - Convênio	-	-	69.349	40.247	57.558
Empréstimos e financiamentos	190.934	277.821	127.176	116.970	101.949
Receitas Diferidas	-	-	-	1.010	1.010
Investimentos - passivo a descoberto	-	-	-	-	-
Partes relacionadas	88	-	-	-	-
Obrigações trabalhistas e previdenciárias	65.175	49.922	78.046	92.338	79.320
Obrigações tributárias	86.778	92.177	113.491	111.610	57.734
Parcelamento de tributos	457	327	267	260	-
Arrendamentos a pagar	14.856	10.367	17.141	19.766	18.955
Instrumentos derivativos passivo	-	-	-	672	3.318
Arrendamentos direito de uso a pagar	24.119	39.955	59.920	59.546	67.470
Juros sobre o capital próprio a pagar	8.124	22.353	58.183	2	2
Dividendos a pagar	-	12.482	12.709	85.704	85.704

Outras obrigações	31.862	30.441	49.807	93.169	53.098
Total do passivo circulante	458.813	589.043	674.296	726.255	648.280
NÃO CIRCULANTE					
Obrigações trabalhistas e previdenciárias	9.193	6.954	1.266	-	-
Empréstimos e financiamentos	79.420	112.500	164.037	108.186	120.000
Instrumentos derivativos passivo LP	-	-	-	1.814	-
Parcelamento de tributos	1.865	815	633	415	-
Receitas Diferidas LP	-	-	-	2.693	2.441
Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários	15.234	24.636	17.054	18.254	17.533
Arrendamentos direito de uso a pagar	225.281	235.273	310.148	415.097	399.860
Outras obrigações	-	-	3.703	1.508	1.955
Total do passivo não circulante	330.992	380.178	496.842	547.967	541.789
PATRIMÔNIO LÍQUIDO					
Capital social	1.052.340	1.105.381	1.105.381	1.105.381	1.105.381
Reservas de lucros	37.384	119.136	339.918	615.068	653.640
Lucros/Prejuízos acumulados	-	0	0	-	-
Ações em Tesouraria	-	-	-	(14.694)	(20.613)
Opções Outorgadas	-	-	473	5.238	6.722
Reservas de Capital	-	(53.041)	(53.041)	(53.041)	(53.041)
Total do patrimônio líquido	1.089.724	1.171.476	1.392.731	1.657.952	1.692.089
TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	1.879.529	2.140.697	2.563.869	2.932.174	2.882.158

COPYSPIDER

Arquivo de entrada: Pesquisa em Economia - Trabalho Introdução - Julio e Brunaldo.docx (4135 termos)

Arquivo encontrado	Qtd. de termos	Termos comuns	Similaridade (%)	
ri.vivara.com.br/wp-content/uploads/sites/177/2023/03/4T22_Release_PTG.pdf	7326	85	0,74	Visualizar
ri.vivara.com.br/wp-content/uploads/sites/177/2022/03/4T21_2021_Release_Portugues.pdf	4730	64	0,72	Visualizar
investidorsardinha.r7.com/empresas-da-bolsa/viva	2037	40	0,65	Visualizar
ri.vivara.com.br/a-companhia/perfil-corporativo	1174	33	0,62	Visualizar
guru.com.vc/glossario/ebitda	803	29	0,59	Visualizar
mundodasmarcas.blogspot.com/2010/07/vivara.html	3381	39	0,52	Visualizar
passeidireto.com/arquivo/78594997/teoria-e-aprendizagem-02/2	4727	25	0,28	Visualizar
pt.linkedin.com/pulse/17-pequenas-dicas-para-sms-auditorias-constantes-jo%C3%A3o-ricardo	1379	9	0,16	Visualizar
euqueroinvestir.com/educacao-financeira/vivara-viva3-conheca-historia-rede-joalherias-brasileira	567	6	0,12	Visualizar
analises.toroinvestimentos.com.br/viva3	345	5	0,11	Visualizar
Arquivos com problema de download				
https://brainly.com.br/tarefa/53735392				

Não foi possível baixar o arquivo. É recomendável baixar o arquivo manualmente e realizar a análise em seu próprio (Um contra todos). HTTP response code: 200. Server returned: