

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO TECNOLÓGICO  
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO E SISTEMAS  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO CIVIL

Felipe Alves dos Santos

***Valuation* pelo método do fluxo de caixa descontado:**  
Estudo de caso da Track&Field

Florianópolis

2023

Felipe Alves dos Santos

**Análise Estratégica e *Valuation* pelo método do fluxo de caixa descontado:**

Estudo de caso da Track&Field

Conclusão do Curso de Graduação em Engenharia de Produção Civil do Centro Tecnológico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Engenharia Civil, com habilitação em Engenharia de Produção.

Orientador: Prof. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.

Florianópolis

2023

## Ficha de identificação da obra

Santos, Felipe

Valuation pelo método do fluxo de caixa descontado: Estudo de caso da Track&Field / Felipe Santos ; orientador, Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, 2023. p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Engenharia de Produção Civil

Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico, Graduação em Engenharia de Produção Civil, Florianópolis, 2023.

Inclui referências.

1. Engenharia de Produção Civil. 2. Engenharia Econômica .  
3. Avaliação de Empresas . 4. Fluxo de Caixa Descontado. I.  
de Oliveira Vieira Goulart, Marco Antônio . II. Universidade  
Federal de Santa Catarina. Graduação em Engenharia de  
Produção Civil. III. Título

Felipe Alves dos Santos

**Valuation pelo método do fluxo de caixa descontado:**

Estudo de caso da Track&Field

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do título de “Bacharel em Engenharia de Produção e Sistemas” e aprovado em sua forma final pelo Curso de Graduação em Engenharia de Produção e Sistemas.

Florianópolis, 13 de dezembro de 2023



Coordenação do Curso

**Banca examinadora**



Prof. Dr. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart

Orientador(a)



Prof. Dr. Daniel Christian Henrique  
Universidade Federal de Santa Catarina



Eng. Felipe Carvalho Siqueira

Florianópolis, 2023.

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer de forma especial, primeiramente, aos meus pais, por todos os sacrifícios realizados e por transmitirem os mais belos valores em minha formação. Aos meus irmãos por serem pontos de apoio durante toda a jornada e meus maiores incentivadores. Agradeço também à minha namorada por tornar os dias mais encantadores e fomentar ir além.

Um agradecimento especial ao meu orientador, professor Dr. Marco Antônio Goulart, uma pessoa extremamente íntegra, pela orientação precisa e apoio inestimável neste projeto. Expresso minha gratidão aos professores do curso pela educação de qualidade e inspiração.

Sou grato aos meus amigos por compartilharem comigo as experiências e desafios da vida acadêmica de forma mais leve, e aos companheiros no ambiente de trabalho, cuja colaboração teve um papel significativo no meu crescimento na carreira.

A todos vocês, minha profunda gratidão por tornarem esta jornada possível.

## RESUMO

Este trabalho dedicou-se à avaliação da Track&Field, uma empresa relevante no segmento varejista de vestuário esportivo. Através de um estudo de caso, objetivou-se decifrar a dinâmica competitiva do setor, antecipar as perspectivas futuras da empresa e fundamentar as projeções de fluxo de caixa descontado. A análise abrangeu o histórico da Track&Field, seus demonstrativos financeiros, governança corporativa, e a identificação de seus pontos fortes e fracos. Para a consecução desses objetivos, projetaram-se receitas, custos e margens de contribuição, visando atualizar para o presente os fluxos de caixa futuros esperados, incluindo uma estimativa de perpetuidade. As premissas de crescimento e a taxa de desconto foram definidas com base em contextos econômicos locais e globais, propiciando a estimação do valor justo por ação da Track&Field. Este estudo ancora-se em metodologias consagradas de avaliação de empresas, buscando minimizar a subjetividade inerente ao processo de valoração e oferecendo suporte embasado para a tomada de decisões estratégicas. Como conclusão do estudo, o valor do acionista encontrado para a empresa pelo método de fluxo de caixa descontado foi R\$2,15 bilhões. com o valor por ação calculado em R\$13,43, valor em linha com os encontrados pela simulação de Monte Carlo realizada.

**Palavras-chave:** Valuation; Fluxo de Caixa Descontado; Vestuário Esportivo.

## **ABSTRACT**

This work was dedicated to the evaluation of Track&Field, a significant entity within the sportswear retail sector. Employing a case study approach, it aimed to decipher the competitive dynamics of the industry, foresee the company's future prospects, and substantiate the projections of discounted cash flows. The analysis encompassed Track&Field's history, its financial statements, corporate governance, and the identification of its strengths and weaknesses. To achieve these objectives, revenues, costs, and contribution margins were projected, aiming to update the expected future cash flows to their present value, including a perpetuity estimate. The growth assumptions and the discount rate were defined based on local and global economic contexts, facilitating the estimation of Track&Field's fair value per share. This study is grounded in established business valuation methodologies, seeking to minimize the inherent subjectivity of the valuation process and providing well-founded support for strategic decision-making. As a conclusion to the study, the shareholder value found for the company using the discounted cash flow method was BRL 2.15 billion, with the value per share calculated at BRL 13.43, a figure in line with those found through Monte Carlo simulation

**Keywords:** Valuation; Discounted Cash Flow; Sportswear.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - DRE da Track&Field	19
Figura 2 - Balanço da Track&Field	22
Figura 3 - Principais etapas do método escolhido para o estudo	36
Figura 4 - A estrutura societária da Track&Field	39
Figura 5 - Presença da Track&Field no Brasil	43
Figura 6 - Unidade Nova Conceição e TFC Food Market no mesmo shopping	44
Figura 7 - População de diferentes países X frequência em academias	46
Figura 8 - Categorias de venda da T&F	54
Figura 9 - Distribuição entre os diferentes tipos de lojas	56
Figura 10 - Projeção do Número de Lojas pela XP Research	80
Figura 11 - Projeção do Número de Lojas	81
Figura 12 - Projeção de Receita em Lojas Próprias e Franqueadas	82
Figura 13 - Projeção de Receita de Eventos e Outros	82
Figura 14 - Projeção de Receita Líquida e Crescimento Anual	83
Figura 15 - Projeção de Custos e Despesas	84
Figura 16 - Projeção de CAPEX e DEPRECIAÇÃO	86
Figura 17 - Benchmarking PME	87
Figura 18 - Projeções de Capital de Giro	87
Figura 19 - Custo de Capital Próprio	89
Figura 20 - WACC	90
Figura 21 - Projeção do Fluxo de Caixa Livre	92
Figura 22 - Projeção do Fluxo de Caixa Descontado	92
Figura 23 - Valor da Firma e do Acionista	92
Figura 24 - Análise de Sensibilidade (PME)	93
Figura 25 - Análise de Sensibilidade (WACC vs Perpetuidade)	94
Figura 26 – Análise por Múltiplos	95
Figura 27 – Resultado da Análise por Múltiplos	96
Figura 28 - Dispersão de Resultados pela Simulação de Monte Carlo	97
Figura 29 - Histograma de Resultados pela Simulação de Monte Carlo	97

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Levantamento mundial de frequência nas atividades de bem-estar	47
Gráfico 2 - Market-Share de Vestuário Esportivo em 2019 no Brasil	49
Gráfico 3 - Franquias T&F vs Total BR	51
Gráfico 4 - Franquias T&F vs Franquias Hering	51
Gráfico 5 - Formato de Lojas	55
Gráfico 6 - Vendas Omni/ <i>E-Commerce</i>	57
Gráfico 7 - <i>Social Selling</i> - % sobre <i>Sell Out</i>	58
Gráfico 8 - Receita Líquida de Vendas de Mercadorias e Serviços Prestados (R\$)	65
Gráfico 9 - Receita Líquida de Vendas de Mercadorias e Serviços Prestados em 2022 e 2023 (R\$)	66
Gráfico 10 - Receita Líquida por Loja Franqueada (R\$) e Número de Lojas	67
Gráfico 11 - Receita Líquida por Loja Própria (R\$) e Número de Lojas	67
Gráfico 12 - Tipos de Receitas (R\$)	68
Gráfico 13 - Composição da Receita em %	69
Gráfico 14 - Tipos de Receitas 1º Semestre em 2022 e 2023 (R\$)	69
Gráfico 15 - Custo de Mercadorias Vendidas (CMV)	71
Gráfico 16 - Despesas Operacionais	72
Gráfico 17 - EBITDA; EBITDA Ajustado; e Lucro Líquido	73
Gráfico 18 - EBITDA; EBITDA Ajustado; e Lucro Líquido no 1S22 e 1S23	73
Gráfico 19 - Lucro Líquido e Margem Líquida	74
Gráfico 20 - Lucro Líquido e Margem Líquida em 1S22 e 1S23	74
Gráfico 21 - Margem Bruta, EBITDA, EBTDA Ajustado e Líquida	75
Gráfico 22 - Composição de Resultado 2022	76
Gráfico 23 - Composição de Resultado 1º Semestre de 2023	76
Gráfico 24 - Liquidez Seca e Corrente	77
Gráfico 25 - Dívida Líquida e Comparação com EBITDA e PL	78
Gráfico 26 - Projeção de Lojas	81
Gráfico 27 - Projeção de Receita (R\$)	83
Gráfico 28 - Impostos e Alíquotas Históricos	88

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Dados Macroeconômicos Históricos.....	
Tabela 2 - Dados Macroeconômicos Projetados.....	

## SUMÁRIO

<b>1.</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>14</b>
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO	14
1.2	OBJETIVOS	15
<b>1.2.1</b>	<b>Objetivo Geral</b>	<b>15</b>
<b>1.2.2</b>	<b>Objetivos Específicos</b>	<b>15</b>
1.3	JUSTIFICATIVA	16
<b>2.</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b>	<b>17</b>
2.1	DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	17
<b>2.1.1</b>	<b>Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE)</b>	<b>17</b>
<b>2.1.2</b>	<b>Demonstrativo do Fluxo de Caixa (DFC)</b>	<b>19</b>
<b>2.1.3</b>	<b>Balanço Patrimonial</b>	<b>20</b>
2.2	INDICADORES FINANCEIROS	22
<b>2.2.1</b>	<b>Indicadores de Rentabilidade</b>	<b>23</b>
<b>2.2.2</b>	<b>Indicadores de Liquidez</b>	<b>25</b>
<b>2.2.3</b>	<b>Indicadores de Lucratividade</b>	<b>26</b>
<b>2.2.4</b>	<b>Indicadores de Atividade</b>	<b>26</b>
2.3	MODELOS DE VALUATION	27
<b>2.3.1</b>	<b>Valuation por Valor Patrimonial</b>	<b>28</b>
<b>2.3.2</b>	<b>Valuation por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)</b>	<b>28</b>
2.3.2.1	<i>Fluxo de Caixa Livre do Acionista</i>	29
2.3.2.2	<i>Fluxo de Caixa Livre da Firma</i>	30
2.3.2.3	<i>Taxa de Desconto</i>	30
2.3.2.3.1	Custo de Capital Próprio	30
2.3.2.3.2	Custo de Capital de Terceiros	32
<b>2.3.3</b>	<b>Valuation Relativo (Múltiplos)</b>	<b>32</b>
2.4	ANÁLISE COMPETITIVA	33
<b>3.</b>	<b>METODOLOGIA</b>	<b>35</b>
<b>4.</b>	<b>A TRACK&amp;FIELD S.A.</b>	<b>37</b>
4.1	HISTÓRIA DA EMPRESA	37
4.2	ESTRUTURA SOCIETÁRIA	38
4.3	GOVERNANÇA CORPORATIVA	39

4.3.1	<b>Conselho de Administração</b>	<b>39</b>
4.3.2	<b>Conselho Fiscal</b>	<b>40</b>
4.3.3	<b>Direção Executiva</b>	<b>40</b>
4.3.4	<b>Comitê de Auditoria Estatutário</b>	<b>41</b>
4.3.5	<b>Comitê de Estratégia e Inovação</b>	<b>42</b>
4.4	SEGMENTOS DE ATUAÇÃO	42
4.4.1	<b>Vendas de Vestuário Esportivo</b>	<b>42</b>
4.4.2	<b>TFSports</b>	<b>43</b>
4.4.3	<b>TFC Food Market</b>	<b>43</b>
5.	<b>ANÁLISE SETORIAL</b>	<b>45</b>
5.1	DIRECIONADORES DE CRESCIMENTO	45
5.1.1	<b>Expansão Digital e Omnicanal</b>	<b>45</b>
5.1.2	<b>Enfoque em Saúde e Bem-Estar</b>	<b>45</b>
5.1.3	<b>Ascensão da Classe Média e Diversificação de Modalidades Esportivas</b>	<b>47</b>
5.1.4	<b>Modelo de Negócios Asset-Light.....</b>	<b>47</b>
5.1.5	<b>Desenvolvimento de Plataformas e Parcerias</b>	<b>48</b>
5.2	DINÂMICA DE COMPETITIVIDADE	48
5.3	ESTRATÉGIAS DA EMPRESA	52
5.3.1	<b>Modelo de Produção</b>	<b>52</b>
5.3.2	<b>Mix de Produtos</b>	<b>53</b>
5.3.3	<b>Expansão e Formatos das Lojas</b>	<b>54</b>
5.3.4	<b>Omnicanalidade</b>	<b>56</b>
5.3.5	<b><i>Social Selling</i></b>	<b>57</b>
5.3.6	<b>TFSports e TFMall</b>	<b>58</b>
5.4	RISCOS	59
5.4.1	<b>Piora do Ambiente Fiscal e Econômico</b>	<b>59</b>
5.4.2	<b>Assimetria de direitos entre acionistas</b>	<b>60</b>
5.4.3	<b>Concorrência Acirrada no setor</b>	<b>60</b>
5.5	ANÁLISE COMPETITIVA	61
5.5.1	<b>Matriz SWOT</b>	<b>61</b>
5.5.1.1	<b><i>Forças (Strenghts)</i></b>	<b>61</b>

5.5.1.2	<i>Fraquezas (Weaknesses)</i>	62
5.5.1.3	<i>Oportunidades (Opportunities)</i>	62
5.5.1.4	<i>Ameaças (Threats)</i>	63
<b>6.</b>	<b>ANÁLISE FINANCEIRA</b>	<b>64</b>
6.1	ANÁLISE DA RECEITA	64
6.2	ANÁLISE DOS CUSTOS E DESPESAS	70
6.3	ANÁLISE DA LUCRATIVIDADE E RENTABILIDADE	72
6.4	ANÁLISE DE ENDIVIDAMENTO E LIQUIDEZ	76
<b>7.</b>	<b>VALUATION</b>	<b>79</b>
7.1	PREMISSAS MACROECONÔMICAS	79
7.2	PROJEÇÃO DA RECEITA	80
7.3	PROJEÇÃO DE CUSTOS E DESPESAS	83
7.4	PROJEÇÃO DE CAPEX E DEPRECIÇÃO	84
7.5	PROJEÇÃO DE CAPITAL DE GIRO	86
7.6	PROJEÇÃO DE IR E CSLL	87
7.7	CUSTO DE CAPITAL	88
<b>7.7.1</b>	<b>Custo de Capital Próprio</b>	<b>89</b>
<b>7.7.2</b>	<b>Custo de Capital de Terceiros</b>	<b>89</b>
<b>7.7.3</b>	<b>Resultado do Custo de Capital</b>	<b>90</b>
7.8	PROJEÇÃO DA PERPETUIDADE	90
7.9	VALOR DA FIRMA E DO EQUITY	91
7.10	AVALIAÇÃO RELATIVA (MÚLTIPLOS)	94
7.11	SIMULAÇÃO DE CENÁRIOS E MONTE CARLO	96
<b>8.</b>	<b>CONCLUSÃO</b>	<b>98</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>101</b>

## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

A avaliação de empresas busca mensurar o valor intrínseco através do estudo de dados econômico-financeiros da companhia analisada e o contexto que está inserida. Com o crescente aumento do interesse pelo mercado de capitais, saltando de um milhão de investidores que são pessoas físicas no começo de 2019 para mais de cinco milhões em 2022, segundo B3 (2022), é perceptível a grande importância de análises de *valuation* para entendimento do valor intrínseco das empresas listadas. Além disso, o conhecimento do valor de uma empresa é de suma importância para diversas outras tomadas de decisão, como, por exemplo, ao gestor analisar uma fusão ou aquisição. De acordo com Damodaran (2012), como as organizações possuem objetivo de maximizar seus resultados e, portanto, de mensurar e evidenciar a criação de valor para os acionistas e demais *stakeholders*, a Avaliação de Empresas é uma importante ferramenta.

Mesmo não estando vinculada como objetivo principal, a engenharia de produção possui diversas aplicações com o estudo de avaliação de empresas. Os conhecimentos de Planejamento Industrial podem ser aplicados ao analisar a viabilidade econômica de uma expansão de uma companhia ou a aquisição de um novo maquinário. Os conhecimentos da área de engenharia econômica são vitais para a análise de valor de uma empresa, pois se faz necessária a realização de projeções e pesquisas a fim de obter um retorno positivo aos investidores. Para o entendimento holístico da empresa a ser estudada, conhecimentos gerais da engenharia de produção são empregados, como análise dos sistemas produtivos, análise estratégica das diretrizes corporativas, dentre tantos outros temas.

A pesquisa desta monografia tem como objeto central o *valuation*, avaliação de empresas, da Track&Field, empresa brasileira do ramo de vestuário esportivo, praia e *lifestyle*.

A indústria da moda foi especialmente impactada pela COVID-19. O tamanho do mercado global de vestuário atingiu um valor de quase US\$ 527 bilhões em 2020, tendo caído a uma taxa composta de crescimento anual de -0,6% desde 2015 (BTG PACTUAL, 2021). Em relatório divulgado pela consultoria estratégica McKinsey (2021), estima-se que os lucros da indústria da moda global caíram 93%

em 2020. O mercado deve então se recuperar e crescer a uma taxa anualizada de 9,8% a partir de 2020 e chegar a US\$ 843 bilhões em 2025.

Segundo Macruz e Infantozzi (2021), a indústria, em especial de roupas esportivas, recuperou-se rapidamente em 2021, impulsionada pela reabertura da economia e fortalecimento da tendência de saúde e bem-estar. Acredita-se que a crescente preocupação entre consumidores no desenvolvimento de um estilo de vida ativo e saudável está por trás da atual aceleração do mercado de roupas esportivas, que vem impulsionando os resultados das empresas do setor nos últimos trimestres. Essas tendências seculares fizeram das roupas esportivas a categoria que mais cresce no mercado de vestuário.

De acordo com informações disponibilizadas no próprio site, a Track&Field foi fundada em 1988 e hoje é considerada a maior empresa nacional do segmento que atua. Além disso, realizou sua Oferta Pública Inicial de Ações (IPO, em inglês) em outubro de 2020. Atualmente conta com 310 lojas, em 149 cidades, além de ser reconhecida por promover importantes experiências esportivas, como o maior circuito de corrida de ruas da América Latina, a T&F Run Series.

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral do trabalho é quantificar o valor intrínseco da empresa Track&Field, utilizando o método de Fluxo de Caixa Descontado.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

Para atingir o objetivo geral descrito acima, a pesquisa tem os seguintes objetivos específicos:

- a) avaliar o setor de vestuário e posicionamento geral de seus principais *players*;
- b) analisar o histórico de negócio e das operações da Track&Field;
- c) analisar os pilares estratégicos da companhia;

- d) avaliar as informações econômico-financeiras, além de elaborar projeções futuras;
- e) estimar e precificar os riscos inerentes à empresa;
- f) calcular o custo de capital e taxa de desconto que será utilizada no método;
- g) obter o valor intrínseco e verificar a partir de análise por múltiplos;
- h) realizar a análise probabilística da variável mais relevante para o modelo com método de Monte Carlo.

### 1.3 JUSTIFICATIVA

A escolha do tema da pesquisa foi influenciada pelo aumento de interesse retratado nos últimos anos. Entender como se avalia uma empresa com o interesse de investimento é crucial, pois permite uma maior acuracidade na escolha do ativo, levando a proximidade de bons retornos e segurança ao investir. A escolha da Track&Field para realizar este *valuation* se deu em função da recente abertura de capital na bolsa de valores brasileira e da relevância da empresa para o setor de vestuário, além do seu alto incentivo ao esporte.

## **2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS**

O objetivo das demonstrações financeiras é fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira de uma companhia, assim como informar seu desempenho e as mudanças naquele período documentado.

De acordo com Stickney e Weil (2012), as demonstrações financeiras procuram medir o sucesso das atividades de uma companhia, proporcionando informações, principalmente, sobre:

- a) a posição financeira (Balanço Patrimonial);
- b) lucratividade (Demonstração do Resultado do Exercício – DRE);
- c) capacidade de geração de caixa (Demonstração do Fluxo de Caixa – DFC).

Além dos exemplos citados acima, a Lei nº 11.638/2007 (BRASIL, 2007) exige que as empresas de capital aberto elaborem e publiquem as seguintes demonstrações contábeis: demonstrações das mutações do patrimônio líquido (DMPL), demonstração dos lucros e prejuízos acumulados (DLPA) e demonstração do valor adicionado (DVA).

Dessa forma, é nítido que analisar profundamente esses documentos e buscar associar as informações entre diferentes demonstrativos faz parte de uma acurada avaliação de valor de uma empresa.

#### **2.1.1 Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE)**

A Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) informa todas as receitas e despesas da empresa ao longo de um determinado período, normalmente trimestre ou ano. Através de sua estrutura, a DRE traz no início a receita bruta da companhia e, na sequência, todas as deduções ocorridas sob esse valor, até informar, em sua última linha, qual foi o lucro ou prejuízo líquido da empresa no período documentado. Suas contas são apresentadas no sentido vertical e de maneira dedutiva, apuradas segundo o princípio contábil do regime de competência (IUDÍCIBUS; MARION, 2008). Como dito acima, a DRE é o principal documento para entender quanto e como as operações geram resultados.

A estrutura básica da DRE tem as seguintes rubricas (PÓVOA, 2012):

- a) Receita Bruta: é a linha que mostra o total recebido pela empresa, sendo obtida a partir do total de produtos ou serviços vendidos multiplicado pelo preço final;
- b) Receita líquida: obtida a partir da dedução de impostos sobre a venda de mercadorias ou serviços (IPI, ICMS, ISS etc.);
- c) Custo de Mercadoria Vendida (CMV): custo total com os insumos utilizados diretamente no processo produtivo;
- d) Lucro Bruto: é o resultado da diferença do valor da Receita Líquida com o CMV;
- e) Despesas Operacionais: são despesas que não estão diretamente ligadas ao processo produtivo, porém estão ligadas às operações das empresas como um todo;
- f) Lucro Operacional: obtido a partir da subtração das despesas operacionais do lucro bruto, indicando a capacidade da empresa lucrar em termos operacionais;
- g) Resultado Financeiro: é a diferença entre as receitas e as despesas financeiras. As despesas são oriundas de empréstimos e financiamentos, enquanto as receitas, geralmente, são resultantes de das aplicações financeiras;
- h) Lucro Líquido: obtido a partir da soma do Lucro Operacional e do resultado financeiro (receitas financeiras – despesas financeiras), já descontado o Imposto de Renda e Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido (CSLL). É a última linha da DRE.

A figura abaixo é a DRE da Track&Field divulgada em seu release de resultados do terceiro trimestre de 2022:

Figura 1 - DRE da Track&amp;Field

## Demonstração do Resultado do Período

R\$ mil	3T22	3T21	9M22	9M21
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS DE MERCADORIAS E SERVIÇOS PRESTADOS	138.147	124.781	382.114	282.933
Custo das mercadorias vendidas e dos serviços prestados	-59.048	-54.527	-164.233	-115.596
LUCRO BRUTO	79.099	70.254	217.881	167.337
<i>Margem Bruta</i>	57,3%	56,3%	57,0%	59,1%
RECEITAS (DESPESAS) OPERACIONAIS	-49.551	-46.548	-135.474	-117.353
Com vendas	-27.443	-25.416	-76.391	-65.090
Gerais e administrativas	-22.356	-21.984	-62.011	-52.980
Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	248	853	2.928	717
<i>% Total das Despesas Operacionais sobre a Receita Líquida</i>	35,9%	37,3%	35,5%	41,5%
EBITDA	34.239	27.034	95.406	58.179
<i>Margem EBITDA</i>	24,8%	21,7%	25,0%	20,6%
Depreciação e Amortização	-4.691	-3.327	-12.999	-8.196
LUCRO ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO	29.548	23.707	82.407	49.984
RESULTADO FINANCEIRO	-1.143	-849	-3.167	-1.916
Receitas financeiras	3.244	1.895	8.063	4.651
Despesas financeiras	-4.387	-2.745	-11.230	-6.567
LUCRO OPERACIONAL ANTES DO IR E CS	28.405	22.857	79.240	48.068
IRPJ/CSLL	-3.920	-1.389	-17.508	-5.992
<b>LUCRO LÍQUIDO DO PERÍODO</b>	<b>24.485</b>	<b>21.468</b>	<b>61.732</b>	<b>42.076</b>
<i>Margem Líquida</i>	17,7%	17,2%	16,2%	14,9%

Fonte: Release de Resultados Track&Field (3T-2022).

### 2.1.2 Demonstrativo do Fluxo de Caixa (DFC)

A Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) é um relatório contábil de grande importância para a gestão financeira, pois através dele são listadas as origens de todos os recursos que a empresa obteve em determinado período, bem como suas saídas. Isso possibilita visualizar a saúde financeira do negócio, auxiliando na tomada de decisões importantes e, também, detectar possíveis fraudes ou erros contábeis no caixa (PÓVOA, 2012).

Além disso, a DFC é uma ferramenta para avaliar a liquidez da empresa, indicador que pode ser utilizado por pessoas externas a ela, como investidores, credores ou bancos, com a finalidade de compreender a capacidade de pagamento das dívidas nas datas de vencimento. De acordo com Marion, “o importante é avaliar se a empresa conseguirá cobrir todos os compromissos ou, caso contrário, como está buscando recursos para incrementar sua insuficiência de caixa” (2005, p. 208).

Com a Lei n. 11.638/2007 a DFC tornou-se obrigatória para as empresas de capital aberto, como, também, para aquelas que declaram um patrimônio líquido acima de dois milhões de reais (BRASIL, Lei nº11.638, 2007).

De acordo com o artigo 188 da lei citada acima, o esquema do fluxo de caixa se dispõe da seguinte forma:

Art. 188. As demonstrações referidas nos incisos IV e V do caput do art. 176 desta Lei indicarão, no mínimo:

I – Demonstração dos fluxos de caixa – as alterações ocorridas, durante o exercício, no saldo de caixa e equivalentes de caixa, segregando-se essas alterações em, no mínimo, 3 (três) fluxos:

- a) das operações;
- b) dos financiamentos;
- c) dos investimentos; (BRASIL, Redação dada pela Lei nº. 11.638, 2007).

De acordo com Marion (2005), existem dois grupos com maior influência de caixa, são eles: o primeiro é o grupo associado às transações que aumentam o caixa, como, por exemplo, empréstimos, vendas de itens do Ativo Permanente, entre outros. E o segundo grupo sendo as transações que diminuem o caixa: pagamento de juros e amortizações da dívida, pagamentos de despesa/custos, contas a pagar e outros.

O fluxo de caixa pode ser demonstrado através de dois modelos: direto e indireto. No modelo direto as entradas e saídas de numerários são expressas a começar das vendas, pelos valores realizados, já no modelo indireto a partida para o demonstrativo é o lucro somado com as contas de resultado que não influenciaram o caixa. De acordo com Neves (2005) a DFC pelo método indireto, é muito similar a Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos, na qual a diferença é que as variações do Ativo Circulante e o Passivo Circulante tornam-se parte das origens e aplicações de recursos da demonstração.

### **2.1.3 Balanço Patrimonial**

O Balanço Patrimonial (BP) é uma demonstração financeira que irá evidenciar de forma resumida quantitativa e qualitativa a situação patrimonial da empresa (VICECONTI; NEVES, 2017).

O BP é um relatório contábil que analisa a condição financeira e patrimonial de determinada empresa ao final de um período, normalmente doze meses, em que

ele é apresentado e é responsável por demonstrar a evolução contábil do patrimônio, onde a sua divulgação ao final de cada exercício social é obrigada por lei.

A Lei 6.404/76 estabelece que a entidade deverá elaborar ao final do exercício um relatório financeiro com base na escrituração, sendo que esta deve informar com clareza as modificações ocorridas no patrimônio da entidade (MARION, 2009).

Segundo Assaf Neto (2010, p. 47):

O balanço apresenta a posição patrimonial e financeira de uma empresa em dado momento. A informação que esse demonstrativo fornece é totalmente estática e, muito provavelmente, sua estrutura se apresentará relativamente diferente algum tempo após seu encerramento. No entanto, pelas relevantes informações de tendências que podem ser extraídas de seus diversos grupos de contas, o balanço servirá como elemento de partida indispensável para o conhecimento da situação econômica e financeira de uma empresa.

O Balanço Patrimonial está dividido em: Passivo e Patrimônio Líquido (PL), que representam as obrigações da empresa; e Ativo que representa as aplicações de recursos em bens ou em direitos. O Passivo é segmentado em Passivo Circulante (PC) e Passivo Não Circulante (PNC) somado ao PL. O Ativo é segmentado, também, em Circulante (AC) e Não Circulante (ANC). As contas de ambos são dispostas em subgrupos menores, e apresentadas conforme sua exigibilidade para as contas de Passivo e PL, bem como de acordo com sua liquidez para as contas do Ativo, isso pode ser visto na figura abaixo divulgada no release de resultados do terceiro trimestre de 2022 da Track&Field:

Figura 2 - Balanço da Track&amp;Field

**Balanço Patrimonial**

R\$ mil	3T22	3T21
<b>ATIVO</b>		
<b>CIRCULANTE</b>		
Caixa e equivalentes de caixa	53.347	63.200
Contas a receber	98.753	92.999
Estoques	212.129	148.202
Impostos a recuperar	5.926	18.123
Despesas pagas antecipadamente e outros créditos	3.330	1.606
Adiantamento de Fornecedores	1.052	1.774
<b>Total do ativo circulante</b>	<b>374.537</b>	<b>325.904</b>
<b>NÃO CIRCULANTE</b>		
Depósitos judiciais	400	947
Imposto de renda e contribuição social diferidos	8.594	4.388
Impostos a recuperar	7.854	374
Imobilizado	116.307	85.257
Intangível	9.366	3.739
<b>Total do ativo não circulante</b>	<b>142.521</b>	<b>94.705</b>
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>517.058</b>	<b>420.609</b>
<b>R\$ mil</b>		
<b>PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>		
<b>CIRCULANTE</b>		
Fornecedores	38.466	37.236
Obrigações trabalhistas e previdenciárias	23.274	17.765
Obrigações tributárias	15.759	12.641
Arrendamentos direito de uso a pagar	14.629	10.754
Aluguéis a pagar	1.515	1.570
Adiantamento de clientes	1.840	1.567
Adiantamento de eventos	2.545	8.216
Dividendos a pagar	8.650	-
Outras obrigações	7.754	7.644
<b>Total do passivo circulante</b>	<b>114.432</b>	<b>97.393</b>
<b>NÃO CIRCULANTE</b>		
Fornecedores	1.972	-
Arrendamentos direito de uso a pagar	74.198	66.699
Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários	8.518	10.942
<b>Total do passivo não circulante</b>	<b>84.688</b>	<b>77.641</b>
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>		
Capital social	192.392	192.392
Ações em tesouraria	-2.974	-21
Reserva de capital	-12.935	-19.508
Reserva de incentivos fiscais	5.812	-
Reserva de Lucros	77.852	28.766
Outros resultados abrangentes	1.871	1.870
Resultado do período	55.920	42.076
<b>Total do patrimônio líquido</b>	<b>317.938</b>	<b>245.575</b>
<b>TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>517.058</b>	<b>420.609</b>

Fonte: Release de Resultados Track&Field (3T-2022).

## 2.2 INDICADORES FINANCEIROS

Um importante modo de medir o desempenho no mercado de determinada empresa é realizar uma análise de seus indicadores financeiros. Diante de uma impetuosa concorrência, as empresas devem oferecer, cada vez mais, valor a seus clientes, e não apenas realizar vendas. Diante disso, se vê necessário o

gerenciamento minucioso das variáveis que influenciam direta ou indiretamente no desempenho econômico e financeiro do negócio. A saúde financeira da empresa, por exemplo, pode ser avaliada através da análise de indicadores financeiros, seja para compreender possíveis investimentos ou apenas garantir a estabilidade financeira da companhia (ASSAF NETO, 2017).

Através dos dados é viável identificar quais são os pontos fortes e os pontos de melhoria na estratégia e gestão do negócio para que, assim, seja possível sugerir e implementar a correção dos aspectos destacados. Porém, de nada adianta obter-se um demonstrativo financeiro sem um parâmetro de metas pré-estabelecidas que possibilite a visualização de indicadores financeiros, pois, assim, a metrificação de sucesso da empresa não se faz tangível (ASSAF NETO, 2017).

### **2.2.1 Indicadores de Rentabilidade**

De acordo com Bruni (2010) a análise de rentabilidade é um dos principais temas associados ao estudo de demonstrações contábeis, pois ela é diretamente proporcional à criação de valor da empresa. Tal qual “a maximização consistente no retorno obtido por uma empresa, seja em relação a seu Ativo Médio ou ao Patrimônio Líquido Médio do ano, é o objetivo principal de qualquer negócio” (PÓVOA, 2012).

Em questão de rentabilidade os principais indicadores são:

- a) Retorno sobre o Patrimônio Líquido (*Return On Equity* - ROE): “É um indicador financeiro que mede a rentabilidade do capital próprio investido na empresa” (ASSAF NETO, 2017). Comumente é representado de forma percentual. De forma mais detalhada, o PL deve ser calculado por seu valor médio, ao passo em que é recomendado que no lucro líquido seja excluído aquele referente ao patrimônio líquido para que, assim, seja evitada uma correlação entre eles. Em meio aos indicadores de rentabilidade o ROE é o de maior importância para os investidores, “porque demonstra a capacidade da empresa de remunerar o capital que foi investido pelos sócios” (MARTINS, MIRANDA, DINIZ, 2012, p.227). Contudo, possui algumas limitações como a sensibilidade à alavancagem financeira e, por vezes,

não irá exprimir a criação de valor da companhia. Deste modo, de acordo com Assaf Neto (2017):

O ROE deve sempre ser comparado, na avaliação de desempenho de uma empresa, com o custo de capital próprio, taxa mínima de retorno exigida pelos acionistas, e que leva em consideração em seu cálculo o risco do negócio e os riscos de alavancagem utilizados pela empresa.

Ele é calculado pela expressão (1):

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

(1)

- b) Retorno sobre o Capital Investido (*Return on Invested Capital* - ROIC): Esse indicador sintetiza, de maneira eficaz, a rentabilidade da empresa diante de todo o capital designado pela mesma, ou seja, representa o quanto a companhia consegue gerar de recursos por meio do capital investido, seja próprio ou de terceiros. Em linhas gerais, quanto maior for o ROIC da empresa, mais eficiente ela será em gerar retorno aos seus investidores. O cálculo do ROIC se faz através da expressão (2):

$$ROIC = \frac{NOPAT}{\text{Capital Total Investido}}$$

(2)

Onde:

$NOPAT = \text{Lucro Operacional Líquido} - \text{Impostos Ajustados}$

$\text{Capital Total Investido} = \text{Capital de Giro Operacional} + \text{Instalações, Plantas e Equipamentos} + \text{Outros Ativos.}$

- c) Retorno sobre o Ativo (*Return on Assets* - ROA): “O ROA mensura a rentabilidade dos recursos aplicados pelos acionistas e credores da empresa” (PÓVOA, 2012). Segundo Silva (2015) e Matarazzo (2010), o ROA é calculado em que o denominador sempre será o ativo total da companhia, mas o numerador dependerá do resultado emitido na DRE. De maneira geral o ROA é expresso em porcentagem, esse resultado

demonstra o quanto a empresa está sendo eficaz na conversão de seus ativos em dinheiro líquido. Diante disso, quanto maior a métrica, mais rentável é a companhia. Pela seguinte razão (3), temos:

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

(3)

### 2.2.2 Indicadores de Liquidez

De acordo com Póvoa, “os indicadores de liquidez demonstram a capacidade de uma empresa em honrar seus compromissos” (2012). São indicadores que avaliam a capacidade de uma empresa em satisfazer seus débitos de curto prazo. Eles se referem à solvência da situação financeira da companhia.

Os indicadores primordiais de liquidez são:

- a) Liquidez Corrente (LC): Indica quanto a empresa detém em caixa e bens disponíveis para arcar com suas dívidas no curto prazo (12 meses). O ideal é que o resultado fique acima de 1, pois garante que a companhia tem como honrar seus compromissos, contudo deve-se ter atenção a um tópico: “no Ativo e no Passivo Circulante não há detalhamento do prazo exato em que recebimentos ou desembolsos serão efetivados, se no prazo de 1 ou 12 meses” (PÓVOA, 2012). Esse índice se dá através da fórmula (4):

$$LC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

(4)

- b) Liquidez Seca (LS): Demonstra, com o mesmo intuito da LC, o quanto a empresa consegue arcar com suas dívidas, porém desconsidera seus estoques como provedor de liquidez imediata para o pagamento delas. O cálculo da Liquidez Seca se dá pela equação (5):

$$LS = \frac{(Ativo Circulante - Estoque)}{Passivo Circulante}$$

(5)

- c) **Liquidez Geral (LG):** Apresenta quanto a empresa detém para honrar suas dívidas caso encerrasse suas atividades imediatamente, ou seja, pode ser comparada a uma fotografia ampla da empresa, na qual mostra seus ativos e passivos de curto e longo prazo. Mas, do mesmo modo que foi citado sobre a LC, não se deve analisar um indicador isolado, pois sem informações adicionais a respeito da empresa pode-se tirar conclusões não condizentes com a realidade. Tal índice pode ser encontrado pela expressão (6):

$$LG = \frac{Ativo Circulante + Ativo Não Circulante}{Passivo Circulante + Passivo Não Circulante} \quad (6)$$

### 2.2.3 Indicadores de Lucratividade

Indicadores de lucratividade são de extrema importância, pois indicam a capacidade de uma empresa de gerar retorno sobre um capital investido. Como principais métricas temos:

- a) **Margem Bruta:** indicador que mensura a eficácia da empresa no processo de produção propriamente dito. A margem é calculada pela divisão do lucro bruto pela receita líquida (PÓVOA, 2012);
- b) **Margem Operacional (EBIT):** Exprime, depois de despesas operacionais, o quanto a empresa conseguiu de resultado em relação à sua receita. Mostra o ganho da empresa relativo ao faturamento líquido, antes do pagamento de juros (PÓVOA, 2012);
- c) **Margem EBITDA:** O EBITDA revela a capacidade operacional de uma empresa em gerar caixa em determinado período (ASSAF NETO, 2017). De acordo com Assaf Neto (2017), no cálculo desse indicador a depreciação não é considerada, visto que se trata de uma despesa não desembolsável e sem reflexos no caixa da empresa, bem como as despesas financeiras não são consideradas por não possuírem relação

com a atividade operacional e, por fim, os impostos sobre os lucros (IR e CSLL) também não são considerados;

- d) Margem Líquida: É dada pela divisão do lucro líquido pela receita líquida, onde mostra o percentual final de tudo que foi vendido e o que sobra para a empresa decidir entre o reinvestimento e a distribuição de dividendos, de acordo com Póvoa (2012).

#### **2.2.4 Indicadores de Atividade**

Para Póvoa (2012), os indicadores de atividade demonstram em que medida a empresa está conseguindo transformar seus ativos e/ou patrimônio em receitas (conhecida como “giro”). Os principais são:

- a) Prazo médio de estoque (PME): É o tempo médio onde a empresa fica com seu estoque parado. Ou seja, o ideal é estar sempre vendendo bastante e renovando o estoque rapidamente, para que, cada vez mais, a pressão sobre o capital de giro da empresa seja menor (PÓVOA, 2012);
- b) Prazo médio de recebimento (PMR): De acordo com Póvoa, o PMR indica o tempo médio que uma empresa leva para receber o pagamento de suas vendas após a entrega de produtos. O cálculo dele considera o número de dias em um ano (365) e o Giro de Contas a Receber, quanto menor o giro maior será o PMR;
- c) Prazo médio de pagamento (PMP): esse indicador revela o tempo médio que uma empresa leva para realizar o pagamento de suas contas a fornecedores após a compra de um produto ou serviço. De acordo com Póvoa (2012), quanto menor o Giro de Contas a Pagar, maior será o Prazo Médio de Pagamento e mais forte estará a empresa perante os fornecedores (pagamentos com maior prazo);
- d) Ciclo de caixa (CC): representa o tempo decorrido entre o momento do pagamento das compras (matéria-prima), dos fornecedores e o recebimento dos recursos da venda do produto final (PÓVOA, 2012). O cálculo se dá pela fórmula (7) a seguir:

$$CC = PME + PMR - PMP$$

(7)

## 2.3 MODELOS DE VALUATION

O *valuation* permite analisar o real valor de uma empresa no mercado, como um sistema de análise de valor real e intrínseco de empresas no mercado. Ainda que o conceito faça você pensar em uma avaliação precisa e objetiva, os métodos são avaliações que, até certo ponto, são subjetivas, de acordo com Póvoa (2012). Entender o valor de uma empresa e prever o rendimento de suas ações no mercado e as vantagens que a aplicação de capital pode trazer, depende de diversas variáveis. A afirmação pressupõe que o preço em que um ativo está sendo negociado, não necessariamente, corresponde a quanto ele realmente deveria valer. Como bem cita Damodaran (2012), a definição de cínico, do escritor inglês Oscar Wilde, é de alguém que sabe o preço de tudo e o valor de nada.

Segunda Damodaran (2012), existem diversas metodologias de valor justo de uma empresa, mas podemos destacar três como as principais em relevância para os atores do mercado de capitais. São eles: *Valuation* por Valor Patrimonial, *Valuation* por Fluxo de Caixa Descontado (FCD) e *Valuation* Relativo (Múltiplos).

### 2.3.1 *Valuation* por Valor Patrimonial

O Valor Patrimonial da empresa é a soma de todos os seus ativos, como imóveis, maquinário, equipamento, dinheiro e estoque, descontados os seus passivos, que são as dívidas da empresa, de acordo com Póvoa (2012). Para maior assertividade da conta, deve-se avaliar a atualização do Balanço Patrimonial.

De acordo com Dutra (2023), o resultado deste método de *valuation* tende a ser menor que os outros (pela renda e pelo mercado), pois, empresas saudáveis que geram lucros costumam valer mais do que a diferença entre seus ativos e seus passivos, além da dificuldade de trazer esses valores a mercado, mesmo com as normas de contabilidade. Como exemplo das limitações desta metodologia de avaliação podemos citar a não consideração da reputação da empresa, do valor da sua marca, da sua governança, das características de mercado etc. Esse é um

método normalmente utilizado para avaliar empresas em dificuldade, e/ou que estejam prontas para ser liquidadas.

### 2.3.2 *Valuation por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)*

O método por Fluxo de Caixa Descontado (FCD) pode ser considerado o mais utilizado para análises aprofundadas do valor de uma empresa. Considera-se como valor o somatório do fluxo de caixa gerado do período analisado, trazido a valor presente a partir de uma taxa de desconto precificada como retorno esperado pelo mercado.

A fórmula base do método (8) é a seguinte, Póvoa (2012):

$$VPL = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t} \quad (8)$$

Com:

VPL = Valor presente líquido do ativo;

$FC_t$  = Fluxo de caixa no período t;

r = Taxa de desconto;

n = Período de vida útil do ativo.

Quanto maior o período analisado, mais complexa fica a análise devido à imprevisibilidade dos resultados, Damodaran (2012).

#### 2.3.2.1 *Fluxo de Caixa Livre do Acionista*

Essa metodologia busca mensurar o fluxo de caixa para os acionistas, ou seja, é o fluxo de caixa pela ótica do acionista. Logo, é o caixa restante depois de pagamentos de dívidas e reinvestimentos. A equação a seguir (9) é a maneira que se calcula o FCLA, ou *FCFE (Free Cash Flow to Equity)* em inglês, segundo Damodaran (2012):

$$FCLA = LL - (Despesa de Capital - Depreciação) - (\Delta Capital de Giro) +$$

$$+ (Emissão de Dívida - Pagamento de Dívida)$$

(9)

Para calcular o valor de mercado da empresa, o FCLA deve ser descontado pelo custo de capital próprio, segundo Póvoa (2012). Dessa forma, temos a seguinte fórmula (10) de cálculo:

$$Valor\ de\ Mercado = \frac{FCLA_1}{Ke - g}$$

(10)

Onde,

$FCLA_1$  = Valor esperado do FCFE no próximo ano;

$Ke$  = Custo do Capital Próprio;

$g$  = Taxa de Crescimento constante do FCLA na perpetuidade.

### 2.3.2.2 Fluxo de Caixa Livre da Firma

Do inglês *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), esse é o fluxo de caixa para todos os credores da empresa, tanto os terceiros credores quanto os detentores de capital próprio. De acordo com Damodaran (2012), o FCLF pode ser calculado pela seguinte equação (11):

$$FCLF = EBIT \times (1 - T_c) - (DC - Depreciação) - (\Delta Capital\ de\ Giro)$$

(11)

Onde:

$EBIT$  = Earnings Before Interest and Taxes (Lucro Operacional);

$DC$  = Despesas de Capital;

$T_c$  = Alíquota do Imposto de Renda.

### 2.3.2.3 Taxa de Desconto

Como observado nas fórmulas de valor de mercado acima, a taxa de desconto desempenha um papel fundamental na avaliação de ativos. Conforme destacado por Alexandre Póvoa (2012), a escolha adequada da taxa de desconto é essencial para obter estimativas precisas e confiáveis do valor intrínseco, sendo o “toque de arte no *valuation*” (2012). As taxas são dependentes do risco assumido pelos agentes financeiros provedores do capital, sejam os acionistas ou credores. Os primeiros exigem o custo de capital próprio, já os outros exigem o custo de capital de terceiros, conceitos devidamente detalhados na sequência.

#### 2.3.2.3.1 Custo de Capital Próprio

De acordo com Póvoa (2012), a taxa de desconto consiste no lado mais artístico da análise de empresas e da gestão de recursos, devido à impossibilidade de precisar com exatidão o montante de ganho esperado pelos investidores, existem várias metodologias que buscam avaliar essa taxa. Duas dessas abordagens amplamente reconhecidas são o Modelo de Precificação por Arbitragem (APM) e o Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM), sendo essa a estrutura mais adotada, segundo Damodaran (2012). O CAPM estabelece uma ligação entre o retorno antecipado de um ativo de investimento e vários parâmetros, como uma taxa de referência sem risco ( $R_f$ ), a suplementação relacionada ao risco de mercado ( $R_m - R_f$ ) e a associação do ativo com o mercado, representada por  $\beta$ . Assim, a apuração do custo de capital próprio deriva-se por meio da aplicação do CAPM, de acordo com a fórmula (12) a seguir:

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

(12)

Onde:

$K_e$  = Custo de Capital dos Acionistas/Próprio;

$R_f$  = Taxa Livre de Risco;

$R_m$  = Retorno de Mercado;

$\beta$  = Beta.

Tendo como base Póvoa (2012), a taxa livre de risco,  $R_f$ , é a taxa de retorno disponível em investimentos considerados sem risco de calote. Geralmente, é representada por títulos do governo de curto prazo, como títulos do Tesouro. Ela reflete o retorno que os investidores podem obter sem assumir riscos significativos. Já a segunda parte da equação,  $R_m - R_f$ , é o retorno médio esperado devido ao risco tomado multiplicado pelo  $\beta$ , risco que o investimento adiciona a um portfólio de mercado. O beta é uma medida de sensibilidade que mede a volatilidade de um ativo em relação ao mercado como um todo. Um beta superior a 1 indica que o ativo tende a se mover mais do que o mercado, enquanto um beta inferior a 1 indica que o ativo tende a ser menos volátil do que o mercado e pode ser obtido através da seguinte fórmula (13):

$$\beta_i = \frac{Cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

(13)

Onde:

$Cov_{im}$  = Covariância da ação de uma empresa i com o índice de mercado;

$\sigma_m^2$  = Variância do índice de mercado.

#### 2.3.2.3.2 Custo de Capital de Terceiros

O custo de capital de terceiros é a taxa de retorno que os financiadores externos exigem como compensação pelo risco assumido ao fornecer financiamento por meio de dívidas. Conforme destacado por Assaf Neto (2017), há forte influência na estrutura de capital e nas decisões de alavancagem da empresa. O custo de uma dívida é definido como a taxa livre de risco somado a uma margem pelo risco que a empresa pode ter. No contexto de *valuation*, compreender o custo de capital de terceiros é essencial para uma estimativa precisa do custo médio ponderado de capital e para avaliar o impacto da alavancagem na valorização do ativo ou empresa

em questão. A seguinte fórmula (14) expressa o cálculo do custo de capital de terceiros:

$$Kd = \text{Custo da Dívida} \times (1 - \text{Alíquota de Imposto}) \quad (14)$$

Onde:

$Kd$  = Custo de Capital de Terceiros.

### 2.3.3 Valuation Relativo (Múltiplos)

A avaliação por múltiplos pode ser considerada uma metodologia de avaliação de valor relativo. Ao mensurar o valor de uma empresa, são utilizados múltiplos de outras ações similares, quanto ao fluxo de caixa, riscos e outros fatores, com o intuito de estimar qual deveria ser o valor da empresa analisada, como afirma Damodaran (2012). Ou seja, o valor de uma empresa é baseado na forma como seus pares são precificados no mercado.

Um múltiplo é nada mais que uma simples relação entre o preço de uma ação e outra variável de negócio, como lucro, liquidez, risco, valor patrimonial etc. Segundo Póvoa (2012), dentre os múltiplos mais utilizados pelo mercado, podemos citar:

- a) Preço por Lucro (P/L): Este múltiplo relaciona o preço de mercado de uma empresa com o lucro obtido no exercício em análise. Caso a empresa possua um P/L de 10, indica que o valor de mercado atual de uma empresa representa 10 vezes o lucro da empresa nos últimos 12 meses. Para fins práticos, esse múltiplo é amplamente utilizado para comparar o preço de diferentes ações do mesmo setor, e a expectativa de crescimento entre setores;
- b) Preço por Valor Patrimonial (P/VP): Este múltiplo relaciona o preço de mercado de uma empresa com o seu patrimônio líquido do último exercício (12 meses);
- c) Valor da Firma por EBITDA (EV/EBITDA): De uma forma resumida, o indicador ajuda a entender a capacidade da empresa de gerar lucro (caixa). Para isso, ele mostra quantos anos seriam necessários para

que o lucro operacional da empresa quitasse todos os gastos gerados para comprá-la.

## 2.4 ANÁLISE COMPETITIVA

A matriz *SWOT*, desenvolvida por Albert Humphrey nos anos 60, na Universidade de Stanford, é uma ferramenta amplamente utilizada para a avaliação da competitividade de uma organização. Essa metodologia divide os fatores de análise em duas categorias: internos e externos, e eles são organizados em quatro quadrantes distintos (JOHNSON *et al.*, 2008):

- a) Forças (*Strengths*): Estes são elementos internos que conferem vantagens competitivas à organização em relação ao seu ambiente. Representam os aspectos mais positivos da empresa, relacionados a seus produtos, serviços ou unidades de negócios, e devem ser plenamente explorados;
- b) Fraquezas (*Weaknesses*): Também internos, esses fatores limitam o desempenho da organização e precisam ser superados para evitar riscos à continuidade do negócio. São áreas de melhoria interna e pontos de atenção para possíveis competidores;
- c) Oportunidades (*Opportunities*): São fatores externos, não controlados pela empresa, que representam chances de ingressar em novos mercados e conquistar novos clientes. Essas oportunidades têm o potencial de aumentar as receitas da organização;
- d) Ameaças (*Threats*): Constituem situações ou eventos externos, atuais ou potenciais, que podem prejudicar a execução dos objetivos estratégicos da empresa. Podem impactar negativamente a receita, seja devido à entrada de novos concorrentes, surgimento de novos produtos ou outras circunstâncias adversas.

Essa análise fornece uma visão abrangente do ambiente em que a organização está inserida, auxiliando na tomada de decisões estratégicas e na identificação de áreas críticas que demandam atenção e aprimoramento.

### 3. METODOLOGIA

Para elaboração de uma pesquisa é necessário o estabelecimento da abordagem metodológica utilizada no estudo. Segundo Cauchick Miguel (2010), há 7 principais abordagens metodológicas típicas na Engenharia de Produção, e são elas: Levantamento tipo *Survey*, Estudo de Caso, Modelagem, Simulação, Estudo de Campo, Experimento e Teórico/Conceitual.

Para a avaliação da empresa Track&Field foi escolhida a abordagem de estudo de caso por se tratar de um estudo de tema contemporâneo em um contexto real, segundo Gil (2002). Quanto ao objetivo dentro das pesquisas, esse pode ser diferenciado em três tipos, como: descritivas, explicativas ou até mesmo exploratórias (GIL, 1991). Este trabalho é categorizado como um estudo de caso, e, portanto, classifica-se como uma pesquisa exploratória por envolver levantamento bibliográfico e aplicação prática diante de uma empresa específica.

Para avaliar o valor justo da empresa será utilizado o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), pela sua extensa utilização no mercado de capitais e possibilidade de ampla utilização de conhecimentos da Engenharia de Produção pela profundidade da análise pelo FCD.

A análise contará com os seguintes tópicos da empresa:

- a) Contexto e Mercado;
- b) Visão das Operações;
- c) Visão Econômico-Financeira;
- d) Análise dos Riscos;
- e) *Valuation* da empresa.

O esquema (figura 3) abaixo representa as principais etapas do método que será desenvolvido:

Figura 3 - Principais etapas do método escolhido para o estudo



Fonte: Elaborado pelo Autor, 2023.

#### 4. A TRACK&FIELD S.A.

A Track&Field é uma marca brasileira de roupas esportivas e moda fitness que foi fundada em 1988 por Fred Wagner e Alberto Azevedo. A empresa tem sede em São Paulo, Brasil, e se tornou uma das principais marcas de moda esportiva do país. Seu nome faz referência às pistas de atletismo ("track") e aos campos esportivos ("field"), refletindo a inspiração esportiva de seus produtos.

A empresa é conhecida por produzir roupas e acessórios de alta qualidade voltados para atividades esportivas e fitness. Eles oferecem uma ampla gama de produtos, incluindo roupas esportivas, moda praia, roupas íntimas esportivas, acessórios e calçados. Muitos de seus produtos são projetados para atender as necessidades de atletas e entusiastas fitness, oferecendo conforto, durabilidade e estilo.

Além de sua linha de produtos, a Track&Field também é conhecida por promover eventos esportivos e corridas de rua, como a Track&Field Run Series, que atrai corredores de todo o Brasil. A marca tem uma presença forte no mercado brasileiro e continua a expandir seu alcance, atendendo a um público que valoriza a prática de atividades físicas e um estilo de vida saudável.

##### 4.1 HISTÓRIA DA EMPRESA

A Track&Field nasceu em 1988, em São Paulo, quando os amigos Alberto Azevedo, Fred Wagner e Ricardo Rosset decidiram criar uma marca de vestuário voltada para o mercado esportivo, em meio à instabilidade econômica brasileira da época. A empresa adotou uma abordagem inovadora, incorporando tecnologia e acompanhando as tendências da década de 1990, que incluíam a globalização da moda, o crescimento do *e-commerce* e o incentivo a prática esportiva, além da preocupação com o meio ambiente.

A primeira loja foi inaugurada em 1990 no Shopping Jardim Sul, em São Paulo, seguida por duas unidades em 1992 nos shoppings Iguatemi São Paulo e Morumbi. A expansão pelo Brasil começou em 1994, com a abertura de unidades em Recife, Curitiba e Campinas, marcando a presença da Track&Field em diferentes regiões do país. Nos 34 anos seguintes, a marca consolidou sua presença nacional,

promovendo produtos duráveis e de qualidade, além de incentivar um estilo de vida ativo e saudável.

A empresa lançou a T&F Run Series e a Ironman Brasil em 2004, estabeleceu uma parceria com a Volkswagen para o Parati Track&Field em 2005 e ingressou no comércio eletrônico em 2009. Em 2011, adotou um modelo de franquias e, em 2017, lançou a TFSports, plataforma que promove eventos e experiências de bem-estar. Em 2018, atingiu a marca de 200 lojas e reforçou seu compromisso com a ética e a transparência, implementando uma nova política de governança e plano estratégico.

A empresa abriu seu capital na B3 em 2020 e, no ano seguinte, investiu em um novo centro de distribuição em Osasco, aumentando significativamente sua capacidade de armazenamento e distribuição. Em 2021, introduziu o conceito da *Experience Store* e inaugurou a primeira unidade do TFC Food&Market. Em 2022, iniciou operações em uma unidade produtiva em Joinville, Santa Catarina, e continuou a expandir o número de lojas no conceito da *Experience Store*.

## 4.2 ESTRUTURA SOCIETÁRIA

Em 2020, a empresa adotou a estrutura de sociedade anônima, transferindo o poder de decisão para a Assembleia Geral de acionistas, cuja primeira reunião ocorreu em 30 de abril de 2021. A empresa também delineou as funções do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva, seguindo as melhores práticas de governança de mercado. A decisão de abrir o capital social teve como objetivo alinhar a governança com empresas de capital aberto e cumprir a estratégia de longo prazo dos fundadores, visando garantir a continuidade da empresa.

Conforme estabelecido no Estatuto Social, todas as ações da empresa, sejam ordinárias (ON) ou preferenciais (PN), conferem direito de voto em todas as decisões da Assembleia Geral de acionistas. A companhia adotou o modelo de "*supervoting stock*", onde uma categoria de ações que confere aos seus detentores direitos de voto mais substanciais em comparação com outra classe de ações emitida pela própria empresa. Dessa maneira as ações PN possuem um poder econômico dez vezes superior ao das ações ON. Para calcular a capitalização de mercado (*market cap*), a quantidade de ações ordinárias deve ser dividida por dez (RI TRACK&FIELD, 2023). No quadro abaixo é apresentada a estrutura societária,

as pessoas indicadas são os três fundadores da companhia, como indicado na seção anterior.

Figura 4 - A estrutura societária da Track&Field

Acionista	Ações ON	Percentual	Ações PN	Percentual	Total	Percentual	Valor Econômico
Frederico Wagner	292.417.125	33,33%	4.702.220	6,53%	297.119.345	31,30%	21,25%
Ricardo Rosset	292.417.125	33,33%	4.702.220	6,53%	297.119.345	31,30%	21,25%
Alberto Dominguez Von Ihering Azevedo	292.417.125	33,33%	4.702.220	6,53%	297.119.345	31,30%	21,25%
Ações em Tesouraria	0	0,00%	4.222.903	5,87%	4.222.903	0,44%	2,64%
Ações em circulação	0	0,00%	53.663.301	74,54%	53.663.301	5,65%	33,6%
Total de ações	877.251.375		71.992.864	100,00%	949.244.239	100,00%	100%

1. Posição em 31 de dezembro de 2022.

Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023).

### 4.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A estrutura de governança corporativa da empresa em estudo é composta por diversos órgãos, cada um desempenhando um papel fundamental (RI TRACK&FIELD, 2023). Essa estrutura de governança corporativa demonstra o compromisso da empresa em adotar as melhores práticas de gestão e assegurar a transparência, eficiência e sustentabilidade em suas operações.

#### 4.3.1 Conselho de Administração

Este colegiado, formado por cinco a sete membros, tem a responsabilidade de definir a direção estratégica da empresa, estabelecer políticas, avaliar riscos e oportunidades, incluindo aspectos econômicos, sociais e ambientais. Um quinto do conselho, ou pelo menos dois membros (o que for maior), deve ser composto por conselheiros independentes, e um deles assume o papel de presidente do Conselho. Todos os membros devem possuir experiência profissional diversificada em consonância com os temas estratégicos da empresa. O conselho atualmente é composto pelos seguintes membros:

- **Gabriela Baumgart** (Presidente Independente do Conselho de Administração);
- **Mario Mello Freire Neto** (Membro Independente do Conselho de Administração);
- **José Vicente Marino** (Membro Independente do Conselho de Administração);
- **Alberto Dominguez Von Ihering Azevedo** (Membro do Conselho de Administração);
- **Ricardo Rosset** (Membro do Conselho de Administração);
- **Frederico Wagner** (Membro do Conselho de Administração).

#### 4.3.2 Conselho Fiscal

Esse órgão tem como principal função estabelecer normas regimentais e fiscalizar as ações dos administradores. Além disso, analisa as Demonstrações Financeiras, contribuindo para a segurança e transparência dos controles internos da empresa. Esse conselho é formado pelas seguintes pessoas:

- **Marcio Lutterbach** (Presidente do Conselho Fiscal);
- **Fernando Custódio Zancopé** (Membro do Conselho Fiscal - Efetivo);
- **Conrado Valiante da Rocha** (Membro do Conselho Fiscal - Efetivo);
- **Carlos Eduardo Alves** (Membro do Conselho Fiscal - Suplente);
- **Ivan Vieira Ruivo** (Membro do Conselho Fiscal - Suplente);
- **Adriana Sanches dos Santos** (Membro do Conselho Fiscal - Suplente).

#### 4.3.3 Direção Executiva

Responsável por executar a estratégia da empresa, fortalecer o negócio e gerir os impactos das operações, a Diretoria Executiva implementa as políticas e diretrizes estabelecidas pelo Conselho de Administração. Pode ser composta por dois a oito membros, que podem acumular cargos dentro da diretoria. Os cargos de Diretor Presidente e Diretor de Relações com Investidores são de preenchimento obrigatório e os demais são facultativos.

Em agosto de 2023, a empresa realizou movimentações significativas em sua equipe de liderança, como parte de sua estratégia contínua de crescimento e aprimoramento de processos. Essas mudanças representam um passo importante na evolução da governança corporativa da empresa, que já vinha buscando a profissionalização desde 2018, quando abriu seu capital em 2020.

Uma das mudanças mais notáveis foi a promoção de Fernando Tracanella, que anteriormente ocupava a posição de Diretor Financeiro (CFO) e Diretor de Relações com Investidores, para o cargo de Diretor-Presidente (CEO). Tracanella desempenhou um papel fundamental no processo de abertura de capital da empresa e lidera estratégias de expansão tanto física quanto digital da marca.

Além disso, Frederico Wagner, um dos fundadores da Track&Field, assumiu o cargo de CEO da TFSports, uma plataforma de bem-estar que se tornou uma das principais áreas de crescimento da empresa. Wagner também passou a acumular a responsabilidade de Vice-Presidência de Estratégia e Novos Negócios da Track&Field, mantendo sua participação no Conselho de Administração. Outra mudança relevante foi a promoção de Patrícia Abibe, que ocupava a posição de Head de Controladoria da Track&Field, para o cargo de CFO e Diretora de Relações com Investidores. Patrícia possui uma vasta experiência de quase dez anos na empresa e mais de 25 anos de atuação no setor de varejo. Essas mudanças na equipe de liderança refletem o compromisso da Track&Field em fortalecer sua gestão para impulsionar seu crescimento e eficiência operacional.

Dessa forma, a atual estrutura da direção executiva é a seguinte: (RI Track&Field, 2023)

- **Fernando Queiroz Tracanella** (Diretor Presidente e Diretor de Operações);
- **Frederico Wagner** (Vice-Presidente de Estratégia e Novos Negócios);
- **Patrícia Abibe** (Diretora de Finanças e de Relações com Investidores);
- **Selda Pessoa Klein** (Diretora de Gente e Gestão);
- **Luiz Carlos Franco Alves Junior** (Diretor Digital e Logística).

#### **4.3.4 Comitê de Auditoria Estatutário**

Este comitê presta assessoria ao Conselho de Administração no monitoramento de controles internos, avaliação das demonstrações financeiras,

exposição de riscos e fortalecimento dos mecanismos de *compliance*. É composto por pelo menos três integrantes, incluindo um com reconhecida experiência em contabilidade societária. É formado da seguinte maneira:

- **Gabriela Baumgart** (Membro do Comitê - Efetivo);
- **Estela Maris Vieira de Souza** (Membro do Comitê - Efetivo);
- **Adriana Caetano** (Membro do Comitê - Efetivo).

#### 4.3.5 Comitê de Estratégia e Inovação

Este comitê auxilia nas questões relacionadas ao direcionamento estratégico e em projetos de inovação. Seus membros, que variam de três a cinco, são nomeados dentre os integrantes do Conselho de Administração e têm mandatos de até dois anos. Os seus atuais membros são os fundadores da empresa, Frederico Wagner, Ricardo Rosset e Alberto Dominguez Von Ihering Azevedo.

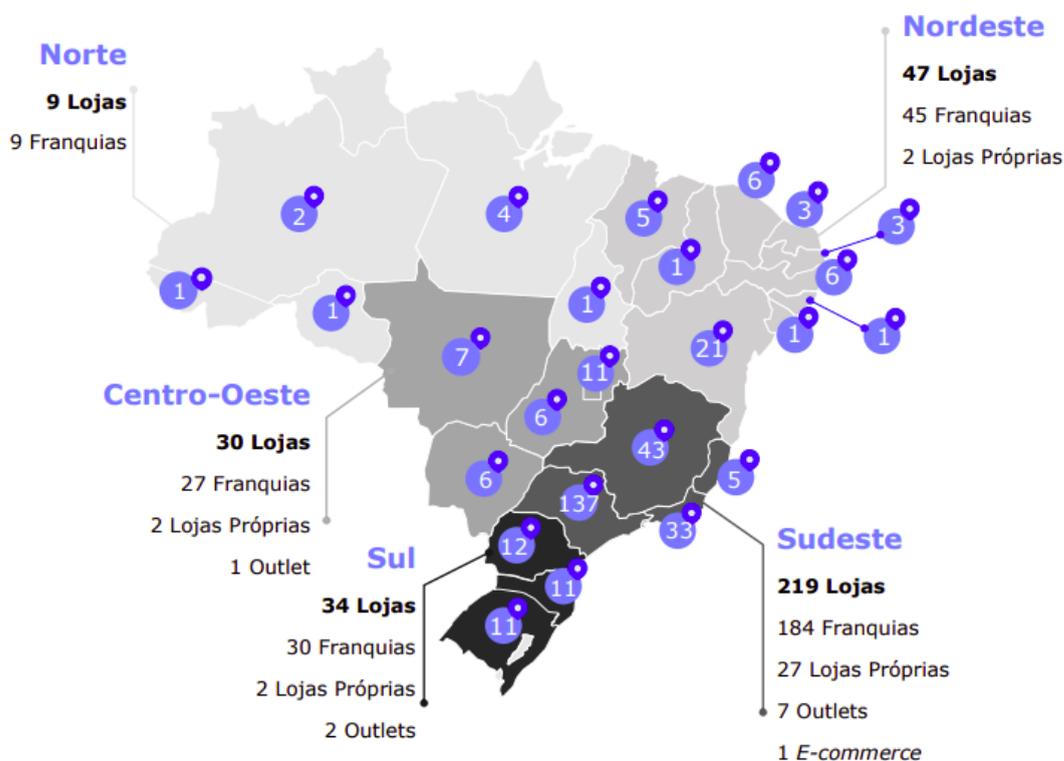
### 4.4 SEGMENTOS DE ATUAÇÃO

A Track&Field, ao longo dos anos, consolidou-se como uma das principais referências no segmento de vestuário esportivo e estilo de vida ativo no Brasil (TRACK&FIELD CO S.A., 2023). A empresa diversificou sua atuação em diferentes frentes, alinhando-se com as necessidades dinâmicas de seus clientes e as tendências emergentes do mercado. A seguir, apresentamos os principais segmentos de atuação da empresa.

#### 4.4.1 Vendas de Vestuário Esportivo

**Lojas Físicas:** A Track&Field possui uma presença robusta em diversos centros comerciais e pontos estratégicos no país, oferecendo uma ampla gama de roupas esportivas e acessórios (TRACK&FIELD CO S.A., 2023). As lojas físicas não apenas servem como pontos de venda, mas também como espaços que promovem a marca e proporcionam uma experiência de compra imersiva para os clientes.

Figura 5 - Presença da Track&amp;Field no Brasil



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023).

**E-commerce:** Reconhecendo a importância do comércio digital, a Track&Field estabeleceu uma forte presença online. A plataforma de *e-commerce* da empresa oferece uma ampla variedade de produtos, permitindo que os clientes comprem com conveniência de suas casas, e reflete a mesma qualidade e experiência que os clientes esperam das lojas físicas.

#### 4.4.2 TFSports

Esta é a plataforma da Track&Field dedicada a eventos e experiências. A TFSports organiza e patrocina uma série de eventos esportivos, desde corridas e maratonas até *workshops* e sessões de treinamento (TRACK&FIELD CO S.A., 2023). Esses eventos não só promovem um estilo de vida ativo, mas também reforçam a posição da marca no cenário esportivo e de bem-estar.

#### 4.4.3 TFC Food Market

O TFC Food Market é uma iniciativa que destaca a abordagem holística da Track&Field em relação ao bem-estar. Compreendendo que a nutrição desempenha um papel crucial na saúde e no desempenho esportivo, a empresa lançou o TFC Food Market para oferecer opções de alimentos saudáveis e nutritivos que complementam o estilo de vida ativo promovido pela marca (TRACK&FIELD CO S.A., 2023). Na imagem abaixo, temos a unidade Vila Nova Conceição reformada recentemente e conta com uma unidade da TFC Food Market.

Figura 6 - Unidade Nova Conceição e TFC Food Market no mesmo shopping



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023).

Em resumo, a Track&Field, através desses segmentos diversificados, busca promover uma jornada completa de bem-estar, desde vestuário esportivo de alta qualidade até eventos que incentivam a atividade física e opções de alimentação saudável.

## 5. ANÁLISE SETORIAL

Neste campo, abordaremos o contexto em que a Track&Field opera, fornecendo uma visão geral do setor de vestuário esportivo e sua relevância para a avaliação da empresa. Esta etapa é essencial para fornecer o contexto necessário para entendimento de como o ambiente externo impacta seu desempenho financeiro.

### 5.1 DIRECIONADORES DE CRESCIMENTO

O crescimento da Track&Field pode ser atribuído a uma série de fatores estratégicos e mercadológicos. O ambiente do varejo de vestuário brasileiro é caracterizado por sua fragmentação. Em 2020, os principais competidores de varejo de vestuário, Renner (9%), Riachuelo (7%) e C&A (6%), somaram apenas 22% das vendas totais (Euromonitor, 2020). Dentro do nicho de vestuário esportivo, a Track&Field surge como uma força proeminente e a única marca totalmente nacional no top 4, competindo com marcas internacionalmente reconhecidas que detém 37% do mercado.

#### 5.1.1 Expansão Digital e Omnicanal

Considerando a significativa fragmentação no setor de vestuário, nota-se a possibilidade de crescimento e consolidação para marcas emergentes, como a Track&Field. A empresa intensificou sua presença no espaço digital, aproveitando a evolução das tecnologias de *e-commerce* e estratégias omnicanal. Este movimento é crucial, considerando que o comércio eletrônico no Brasil tem apresentado crescimento constante, com expectativa de alcançar novos patamares nos próximos anos, refletindo uma tendência global de aumento nas vendas online.

#### 5.1.2 Enfoque em Saúde e Bem-Estar

A crescente onda de conscientização sobre saúde e qualidade de vida cria um cenário promissor para marcas associadas ao bem-estar e estilo de vida

saudável. A preocupação com a saúde tem se tornado um valor central para os consumidores, impactando suas decisões de compra. A Track&Field tem procurado alinhar sua marca com esses valores, desenvolvendo produtos e promovendo eventos que incentivam um estilo de vida ativo, saudável e equilibrado. Esta estratégia se mostra acertada, considerando as mudanças de comportamento e preferências do consumidor moderno. Apesar do recente aumento do interesse por atividades físicas, o Brasil ainda está muito atrás das principais economias mundiais segundo estudo da XP Research de 2022, em fatores como porcentagem do PIB referente às atividades esportivas e a parcela da população que frequenta as academias, como demonstrado na figura abaixo.

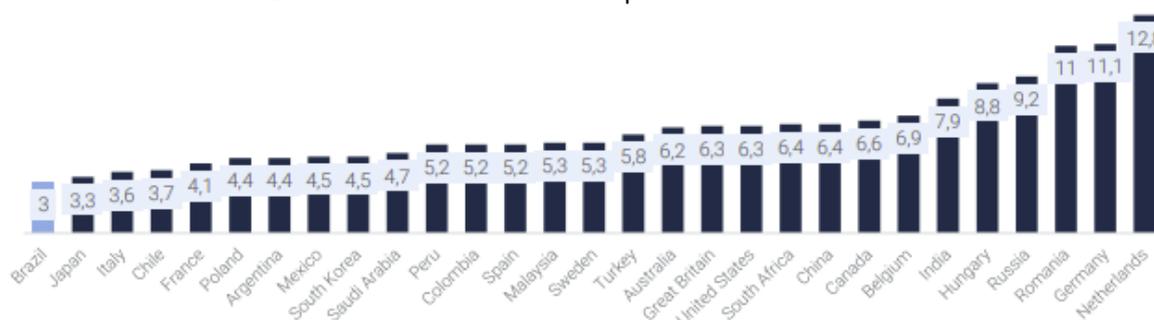
Figura 7 - População de diferentes países X frequência em academias

	 GDP per capita (USD)	 Gym membership penetration	 Sports participation rate	 % of GDP for sports	 Daily time spent in leisure
	\$50.800	14%	53%	0.2%	331 min.
	\$69.287	21%	52%	n.a.	292 min.
	\$30.115	12%	46%	0.4%	316 min.
	\$47.334	17%	54%	0.2%	305 min.
	\$7.518	5%	26%	0.02%	n.a.

Fonte: Brazil Retail, XP Research (2022).

Ainda no mesmo estudo, *Brazil Retail*, publicado pela XP Research, ele confrontou a média de horas semanais de atividade física de cada país, com base em dados da Organização Mundial da Saúde (OMS), em que constatou uma média de 3 horas para o Brasil. Este valor é inferior em comparação com Argentina e Chile e, até, quatro vezes menor que os países líderes na métrica, como Países Baixos e Alemanha. O gráfico abaixo ilustra os números:

Gráfico 1 - Levantamento mundial de frequência nas atividades de bem-estar



Fonte: Brazil Retail, XP Research (2022) e Organização Mundial da Saúde

Esses fatores levam a uma maior procura de vestuários e acessórios esportivos e podem ser considerados como *drivers* de crescimento para a Track&Field.

### 5.1.3 Ascensão da Classe Média e Diversificação de Modalidades Esportivas

A mobilidade social observada no Brasil, com o aumento da classe média, tem gerado um novo perfil de consumidor com maior poder aquisitivo e interesse em produtos e serviços relacionados ao esporte e bem-estar. A diversificação das modalidades esportivas, como Yoga e CrossFit, expande o mercado potencial para a Track&Field, permitindo a exploração de novos segmentos e públicos. A entrada de mais mulheres no universo esportivo também representa uma oportunidade significativa, considerando que este grupo tem demonstrado grande interesse e engajamento em atividades físicas e esportes (Brazil Retail, XP Research, 2022).

### 5.1.4 Modelo de Negócios *Asset-Light*

A estratégia de negócios *asset-light* adotada pela empresa, focada em franquias e produção terceirizada, permite uma rápida escalabilidade com menor necessidade de investimentos em ativos fixos. Este modelo possibilita a expansão da marca com mais agilidade e flexibilidade, respondendo de maneira mais eficiente as demandas do mercado. A manutenção da qualidade e o desenvolvimento contínuo de produtos servem para sustentar o crescimento e reforçar o posicionamento da marca no mercado competitivo de vestuário esportivo.

### 5.1.5 Desenvolvimento de Plataformas e Parcerias

O desenvolvimento de plataformas como a TF Sports e a criação de um ecossistema de bem-estar tem como objetivo oferecer uma experiência mais completa e integrada ao consumidor, gerando engajamento com a marca. A formação de parcerias estratégicas e licenciamentos com empresas alinhadas aos valores e objetivos da Track&Field potencializa o alcance e a influência da marca, o que fortalece sua reputação e presença no mercado.

## 5.2 DINÂMICA DE COMPETITIVIDADE

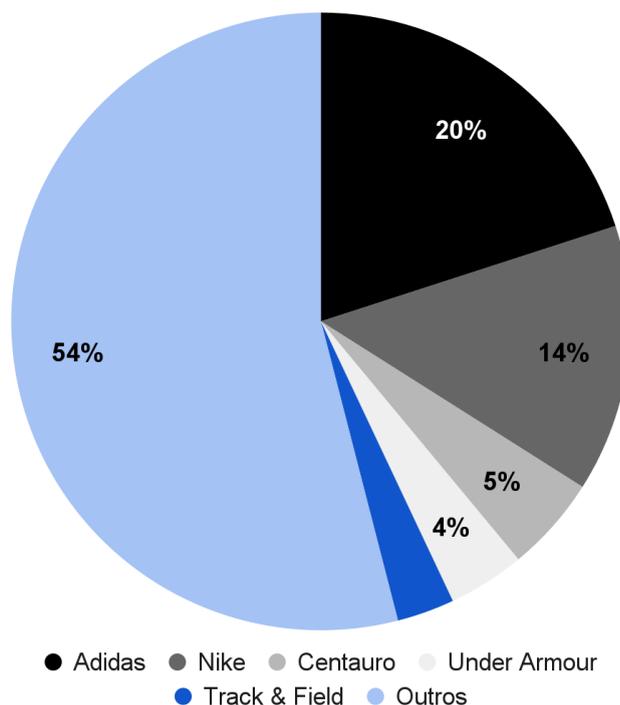
O mercado brasileiro de vestuário esportivo é um ambiente dinâmico e complexo, na qual a marca Track&Field busca se consolidar e expandir. Com a emergência de novos comportamentos de consumo e preferências, o segmento tem presenciado inovações e estratégias diferenciadas por parte das empresas atuantes, visando uma conexão mais profunda com os consumidores.

O segmento de vestuário e calçados esportivos, que em 2019 atingiu a cifra de R\$141 bilhões, segundo a Euromonitor (2020), continua a ser um pilar crucial na economia varejista, com aproximadamente 18% de participação no total do setor. A diversificação e a multiplicidade de marcas presentes reforçam o potencial de crescimento e a relevância deste segmento no panorama econômico nacional.

No contexto atual, há uma evidência de tendências estruturais positivas para o vestuário esportivo, impulsionadas principalmente pelas mudanças trazidas nos tópicos anteriores. Tais transformações têm expandido o mercado potencial, criando oportunidades e desafios para as marcas atuantes.

Como no varejo, o avanço do *e-commerce* tem sido um fenômeno significativo no mercado brasileiro de vestuário esportivo, com marcas consolidadas como Nike e Adidas intensificando sua presença digital e reforçando sua participação de mercado. Para a Track&Field, que detém 3% do mercado, o ambiente digital representa um vasto campo para crescimento e consolidação. No gráfico 2 é possível verificar o Market-Share de Vestuário Esportivo em 2019 no Brasil:

Gráfico 2 - Market-Share de Vestuário Esportivo em 2019 no Brasil



Fonte: Prospecto de Oferta (2020), EuroMonitor (2020) e elaborado pelo autor, 2023.

As marcas têm investido cada vez mais em estratégias de extensão e iniciativas que visam fortalecer o relacionamento com os consumidores. A Track&Field, por exemplo, tem desenvolvido plataformas de *wellness* e promovido eventos, visando aumentar o *recall* da marca e fortalecer sua posição no mercado brasileiro. Essas iniciativas têm um papel crucial na construção de um relacionamento sólido com os consumidores, diferenciando a marca em um mercado altamente competitivo.

Ao analisar o posicionamento e as estratégias da empresa, observa-se uma marca que busca, através de suas iniciativas e propostas de valor, construir uma identidade única e ressonante com os valores e preferências dos consumidores brasileiros. A marca enfrenta o desafio de se diferenciar em um mercado diversificado e competitivo, onde a inovação e a adaptabilidade são essenciais para o sucesso.

Em suma, a dinâmica de competitividade da Track&Field no mercado de vestuário esportivo brasileiro é influenciada por diversas variáveis e tendências, desde mudanças no comportamento do consumidor até inovações tecnológicas e estratégias de marca. O futuro da marca dependerá de sua capacidade de

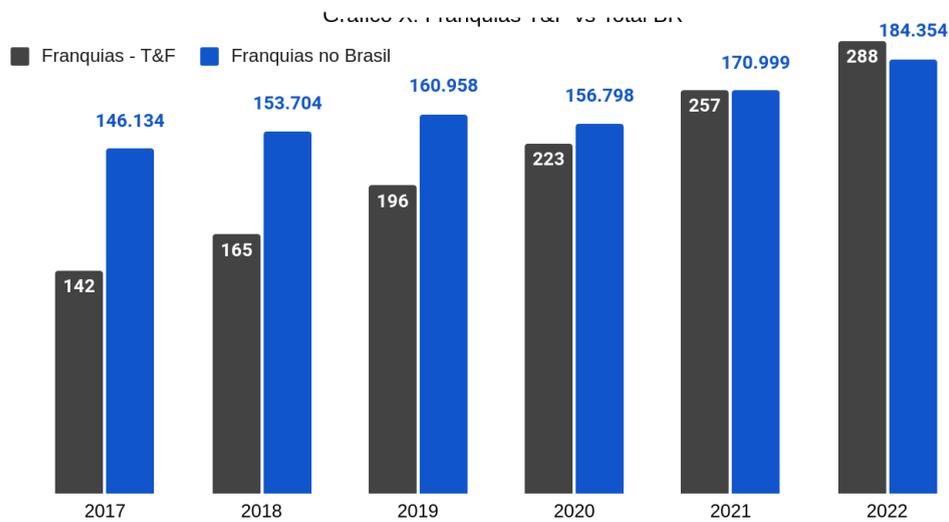
entender e adaptar-se a esse ambiente multifacetado, criando propostas de valor únicas e construindo relacionamentos sólidos com seus consumidores.

Ao aprofundar na análise da dinâmica de competitividade da Track&Field é fundamental entender o mercado de franquias no Brasil, seu comportamento histórico e perspectivas futuras, devido ao modelo de crescimento adotado pela empresa. O setor de franquias tem se consolidado como um componente vital do cenário empresarial brasileiro, demonstrando resiliência e capacidade de adaptação em meio às diversas conjunturas econômicas enfrentadas pelo país. Este modelo de negócios tem se mostrado atrativo para empreendedores e investidores, dada sua estrutura que combina autonomia operacional com o suporte e a solidez de marcas já estabelecidas.

No contexto brasileiro, o setor de franquias tem apresentado crescimento constante, impulsionado por uma diversidade de segmentos, como alimentação, saúde, beleza e vestuário. A tendência sugere um futuro promissor para este setor, com novas oportunidades emergindo em meio à evolução das demandas e comportamentos dos consumidores. A Track&Field tem empregado o modelo de franquias como parte integral de sua estratégia de expansão e consolidação no mercado brasileiro. A marca tem se beneficiado da flexibilidade e da escalabilidade que o sistema de franquias proporciona, permitindo uma inserção mais profunda e diversificada em diferentes mercados regionais (Release de Resultados Track&Field, 2T-2023).

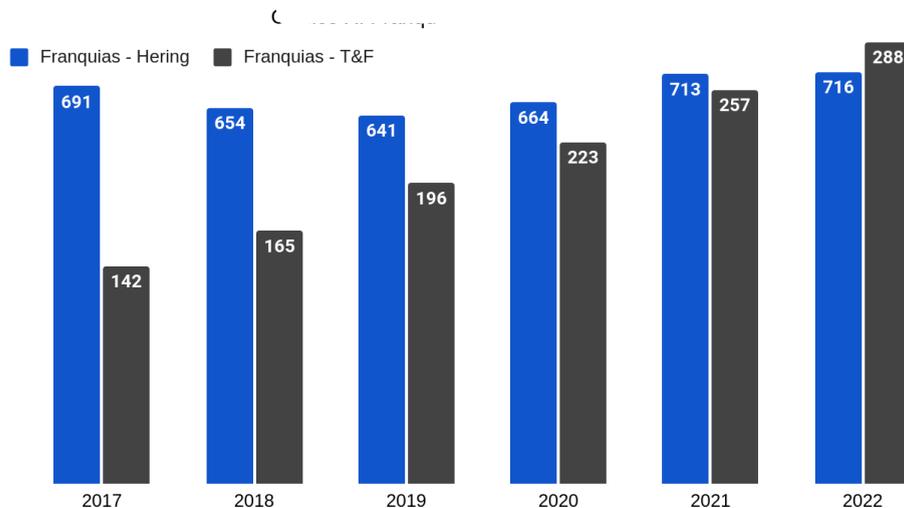
O investimento da Track&Field em franquias reflete uma visão estratégica voltada para o desenvolvimento sustentável e a construção de relacionamentos de longo prazo com seus franqueados. A marca busca oferecer suporte e orientação contínuos aos seus parceiros, promovendo um ambiente de colaboração e coesão que favorece o sucesso mútuo. A estratégia de franquias da Track&Field está alinhada com as iniciativas e propostas de valor descritas nos tópicos anteriores, visando a promoção do *wellness*, explorando diferentes nichos e segmentos, além de difundir uma cultura de saúde e qualidade de vida. A companhia tem apresentado um crescimento acima da média do mercado de franquias no cenário nacional ao comparar os dados da empresa com os da ABF (Associação Brasileira de Franquias) e da Cia. Hering, conforme gráficos abaixo. Além disso, a Track&Field apresenta um crescimento anualizado (CAGR) de 15,19% contra 4,76% do setor e 0,71% da Hering, fortemente impactado pela pandemia em 2020.

Gráfico 3 - Franquias T&amp;F vs Total BR



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e ABF (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

Gráfico 4 - Franquias T&amp;F vs Franquias Hering



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e Cia. Hering/Soma (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

As perspectivas para os próximos anos indicam um cenário de contínua evolução e expansão para o setor de franquias no Brasil. A tecnologia e a digitalização surgem como catalisadores de oportunidades, possibilitando novas formas de interação e transação entre franqueados e consumidores.

Para a Track&Field, o desafio será manter-se à frente das transformações do mercado, antecipando tendências e refinando seu modelo de franquias para maximizar o valor entregue aos seus parceiros e clientes.

### 5.3 ESTRATÉGIAS DA EMPRESA

A Track&Field, após a realização do seu IPO ao fim de 2020, desenvolveu uma estratégia metódica de utilização dos recursos obtidos, na qual cerca de 15% desses recursos foram alocados para o pagamento antecipado de dívidas, um meio de consolidar-se financeiramente e de melhorar seu perfil de crédito no mercado financeiro. Adicionalmente, decidiram direcionar 57% dos recursos para o pagamento de dividendos, possivelmente visando uma estratégia de atração de novos investidores (Prospecto IPO Track&Field, 2020).

Além disso, o investimento de 13% dos recursos obtidos no IPO foi direcionado para a plataforma de *Wellness* e 10% para inovações tecnológicas, o que sinaliza um comprometimento com as iniciativas e propostas de valor abordadas em relação aos seus diferenciais competitivos. O restante dos recursos, 5%, foram empregados em logística, produção e CD, áreas vitais para o funcionamento eficiente da empresa, denotando, também, enfoque na otimização operacional (Prospecto IPO Track&Field, 2020).

As estratégias empregadas pela Track&Field revelam características como: inovação, adaptabilidade e *customer centric* no direcionamento dela. A diversificação de produtos, a expansão consistente, o investimento em tecnologia e o desenvolvimento de novos canais e plataformas são indicativos de uma visão de negócio dinâmica orientada para o futuro.

#### 5.3.1 Modelo de Produção

O modelo de produção da Track&Field é caracterizado por uma estrutura híbrida, envolvendo processos de produção próprios e terceirizados. Este modelo revela uma abordagem flexível, adaptativa e escalável, permitindo que a empresa acompanhe de forma eficiente as flutuações e demandas do mercado, otimizando custos e recursos.

A inauguração de um novo centro de produção em Joinville, no ano de 2022, complementando a unidade em São Paulo, evidencia o fortalecimento da produção própria da empresa, visando a obtenção de maior escala de produtos e, conseqüentemente, uma maior penetração no mercado. A combinação de design, tecnologia e qualidade como pilares da produção enfatiza uma busca contínua pela excelência e inovação nos produtos oferecidos.

A empresa tem feito investimentos significativos em pesquisa e desenvolvimento, resultando na criação de tecnologias e tecidos exclusivos, como o *Thermody*®. Essas inovações não apenas reforçam o posicionamento da marca no mercado, mas também visam oferecer aos consumidores produtos com maior qualidade e melhor desempenho, evidenciando o desejo da empresa em promover a satisfação e bem-estar do cliente.

A empresa lança duas coleções principais por ano, além de mais de quarenta coleções cápsula, que são coleções com quantidade de peças menor do que uma coleção tradicional, visando manter a relevância no mercado e atender a diversidade de demandas dos consumidores.

### **5.3.2 Mix de Produtos**

A diversificação do portfólio da Track&Field é outra estratégia utilizada para sua atuação no mercado. A oferta de produtos premium, aliada à atenção a diversos segmentos sociais, reflete uma busca por abrangência de mercado e satisfação de diferentes públicos. A empresa tem demonstrado compreender as múltiplas necessidades e desejos dos consumidores, desenvolvendo produtos que atendem a uma ampla gama de preferências e exigências, como aproveitar novas tendências de esportes, se posicionar como fornecedor de material e, também, de experiências, como aconteceu com o *Beach Tennis*.

Vale mencionar a classificação dos produtos em diferentes categorias, como as roupas esportivas, e o aumento das linhas *comfy/lifestyle/athleisure* (junção das palavras “atlético” e “lazer”) para uso de vestimentas da categoria casual, isso tem como objetivo manter sua presença no cotidiano dos consumidores. Além de sua adaptação a novos hábitos de seus clientes, produzindo acessórios, *beachwear* e calçados, e a definição de estratégias específicas para cada uma delas, ilustram uma abordagem de mercado orientada para resultados. Ademais, a empresa tem

realizado iniciativas estratégicas, como eventos específicos e venda cruzada de acessórios, para alavancar vendas em cada categoria. As categorias estão representadas na figura 8 abaixo, com informações de preço médio e porcentagem sobre o volume total vendido pela empresa.

Figura 8 - Categorias de venda da T&F



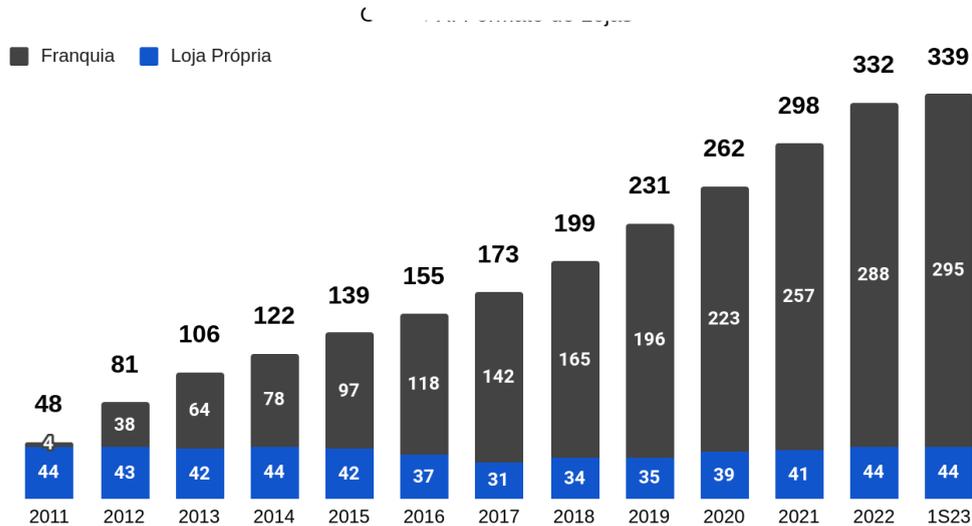
Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023).

### 5.3.3 Expansão e Formatos das Lojas

Pode-se considerar relevante o crescimento e a expansão da rede Track&Field, com um aumento sistemático no número de lojas próprias e franquias. Um fator muito relevante na estratégia atual de crescimento da empresa é o desempenho das lojas reformadas para o novo conceito, tanto próprias quanto franquias, que, de acordo com o Formulário de Referência Track&Field, em 2022 cresceram suas vendas em 33,9% e 34,3%, respectivamente, em relação ao ano anterior. O crescimento das lojas reformadas tem sido impulsionado por um aumento no ticket médio, melhor exposição de algumas categorias, crescimento de *cross selling*, e, principalmente, por um aumento na quantidade de tickets decorrente de novos clientes, além do aumento de recompra dos clientes da base. O gráfico 5 mostra a evolução da quantidade de lojas e a distribuição entre lojas próprias e franquias, evidenciando a estratégia *asset-light* de crescimento da companhia. Já a

figura 9 evidencia a distribuição entre os diferentes tipos de lojas, com maioria em shopping-centers (51%).

Gráfico 5 - Formato de Lojas



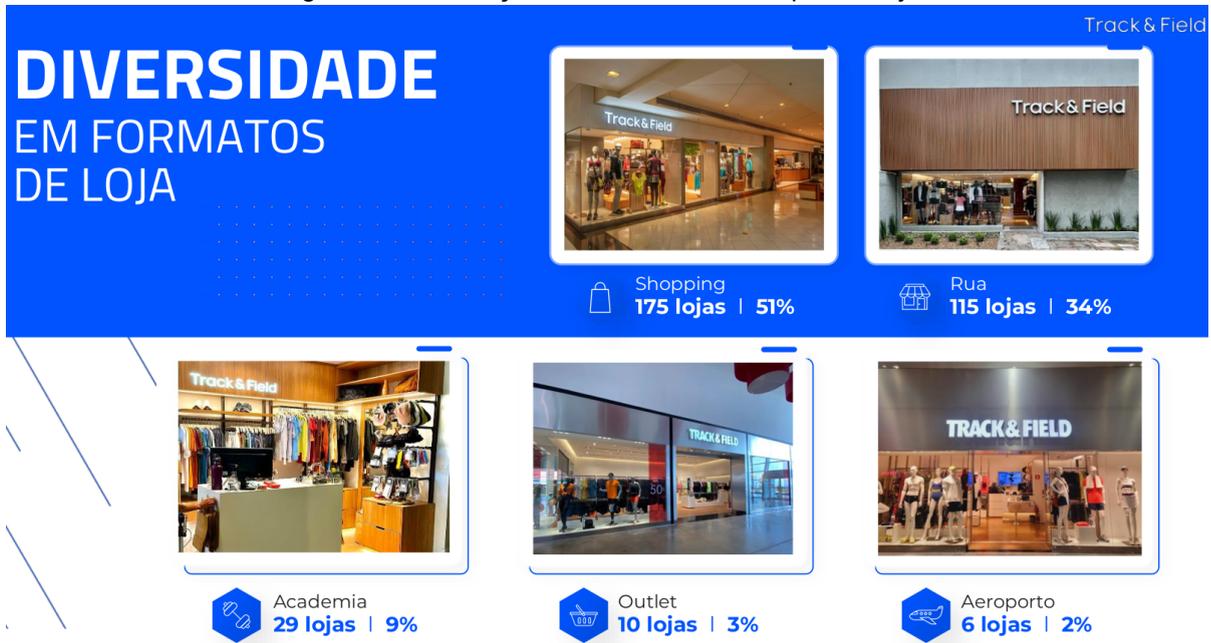
Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

A empresa presta um suporte abrangente aos franqueados durante o processo de inauguração de novos pontos de venda, incluindo desde orientações jurídicas para acordos, até diretrizes arquitetônicas para reforma e configuração das unidades. Em média, desde a formalização dos acordos de aluguel e franquia, até a inauguração da loja, decorrem aproximadamente 60 dias. Durante toda a parceria, a empresa mantém um acompanhamento contínuo, oferecendo capacitações regulares, monitoramento de desempenho, assistência estratégica e outros apoios essenciais para a administração da unidade. Importante ressaltar que aspectos como design das lojas, apresentação visual, campanhas promocionais e padrões de atendimento são uniformizados, mas não dependentes, enquanto os sistemas de tecnologia da informação mantêm-se completamente interligados.

Ao decidir sobre a inauguração de uma unidade própria ou franqueada em um local específico, a Track&Field analisa diversas variáveis, como potencial de receitas, densidade de mercado, histórico de desempenho para grupos já estabelecidos e a distância de outras unidades. No processo de escolha de franqueados para gerir uma nova unidade, aqueles que demonstram forte alinhamento com os valores da marca, histórico de operações bem-sucedidas e

habilidade para estabelecer vínculos sólidos com a comunidade local são priorizados.

Figura 9 - Distribuição entre os diferentes tipos de lojas



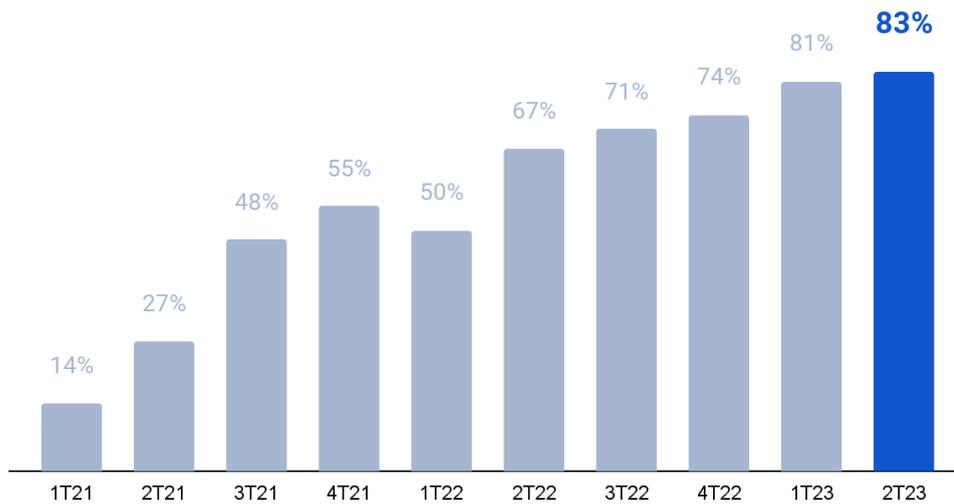
Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023)

### 5.3.4 Omnicanalidade

A Track&Field tem investido significativamente em estratégias omnicanais, desenvolvendo soluções como a vitrine infinita e o modelo *ship from store* (333 lojas). Dentro dessa modalidade de omnicanalidade, 22 lojas operam como mini CDs, realizando entrega para todo o território nacional. Até o fechamento do segundo trimestre de 2023, 154 lojas operam com vitrine infinita e há expectativa de fazer o *roll out* para toda a rede durante o restante do ano. Essas inovações têm permitido otimizar as vendas, melhorar a experiência do consumidor e aumentar a eficiência operacional. O aumento das vendas no *e-commerce* e a implementação de melhorias contínuas neste canal demonstram o comprometimento com a evolução e a adaptabilidade em um mercado cada vez mais digital visto anteriormente. Segundo o relatório de resultados da empresa do segundo trimestre de 2023, 83% das vendas em *e-commerce* foram faturadas via lojas físicas. No gráfico 6 é possível analisar o rápido avanço da omnicanalidade da empresa.

Gráfico 6 - Vendas Omni/ E-Commerce

G



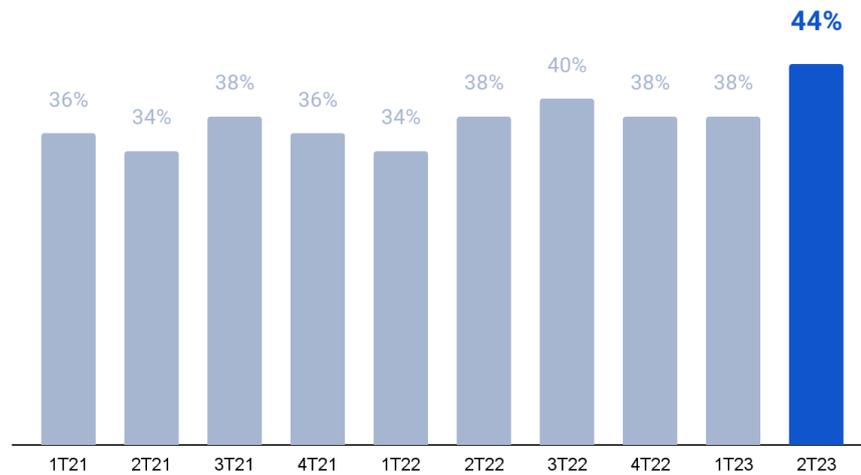
Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

Outro importante indicador são os 83% de todo o delivery que são entregues em 2 dias úteis e, segundo estudo feito pela empresa Capterra (2022), 49% dos consumidores entrevistados declararam que a agilidade é o fator mais importante na entrega dos seus pedidos e 95% relataram que gostariam de reduzir os prazos.

### 5.3.5 Social Selling

A iniciativa de *social selling*, que se baseia em uma forma de dialogar e atrair possíveis clientes através das redes e mídias sociais, representou 44% do *Sell Out* do 2T23. Ela tem sido um fator importante na alavancagem de vendas nas lojas, além de aumentar a produtividade da equipe de vendas e elevar o ticket médio. A integração de diferentes canais de venda, como WhatsApp e demonstrações para os clientes, ressalta uma busca pela diversificação e otimização dos pontos de contato com o consumidor. No gráfico 7 é possível observar o avanço da representatividade da estratégia trimestre a trimestre.

Gráfico 7 - Social Selling - % sobre Sell Out



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor

### 5.3.6 TFSports e TFMall

As plataformas TFSports e TFMall ilustram a diversificação da atuação da empresa, expandindo sua presença no segmento de *wellness* e no mercado de artigos esportivos. A entrada de novos *sellers* e a realização de eventos e experiências são estratégias que buscam consolidar essas plataformas como referências em seus segmentos, agregando valor à marca Track&Field. A Plataforma TFSports atingiu mais de 490 mil usuários ao final do segundo trimestre de 2023, com crescimento de 54,5% YoY, além de um crescimento de receita líquida de 74,7% versus o mesmo período do ano anterior, com resultados já próximos ao *breakeven*. Há mais de 5 mil treinadores conectados ao aplicativo, oferecendo aulas e eventos para a base de clientes.

Já o TFMall – marketplace com curadoria no segmento de *wellness* – conta com *sellers* que possuem alta sinergia com a marca, tais como Apple, Samsung, Garmin, Saucony, Hoka, On Running e Manduka, onde este foi adicionado à plataforma durante o segundo trimestre de 2023, com o objetivo de aumentar a gama de produtos oferecidos ao cliente final e construir uma plataforma mais completa, de forma a aumentar as vendas e resultados da empresa. Já faz parte do DNA da Track&Field a busca por marcas inovadoras, como em 2010, quando a rede introduziu no Brasil a marca americana Newton Running, conhecida mundialmente

por seus tênis de alta tecnologia que são valorizados por corredores e triatletas. Esses calçados são reverenciados por seus usuários devido à inovação e desempenho superior que oferecem. Em 2014, a Track&Field ampliou seu portfólio de produtos com a adição dos tênis esportivos da marca suíça On Running. Estes se destacam pela tecnologia exclusiva *CloudTech®*, proporcionando um nível de conforto superior durante a corrida. A On Running apresenta alto crescimento nos últimos anos e Track&Field atua como uma das representantes de vendas no Brasil. No ano passado, a empresa suíça registrou um faturamento de 6,9 bilhões de reais, representando um aumento de aproximadamente 70% ano a ano. Em relação aos resultados do Brasil a empresa não abriu os números, mas relataram que em 2022 a marca obteve um crescimento na casa dos dois dígitos, quando comparado ao ano que antecede.

#### 5.4 RISCOS

Ao realizar o processo de investimento em uma empresa, uma parte de grande relevância é a análise, além das vantagens, dos fatores de riscos que a companhia possui. Os principais riscos da Track&Field são:

##### 5.4.1 Piora do Ambiente Fiscal e Econômico

O ambiente fiscal e econômico do Brasil historicamente tem sido marcado por volatilidades e incertezas. Essas oscilações são decorrentes de diversos fatores, que vão desde decisões políticas até eventos externos que impactam a economia global. Quando o ambiente fiscal e econômico se deteriora, as empresas, independentemente do setor, enfrentam uma série de desafios.

Para empresas no segmento de vestuário esportivo, como a Track&Field, a piora do ambiente fiscal pode ter repercussões diretas e indiretas, como:

- a) aumento de custos: o cenário fiscal instável pode levar a revisões de alíquotas e criação de novos tributos. Essas mudanças podem resultar em aumento dos custos diretos e indiretos para a empresa, afetando as margens de lucro;
- b) redução do poder de compra: uma economia em declínio geralmente resulta em desemprego e redução da renda. Com isso, o poder de

compra dos consumidores diminui, impactando diretamente as vendas de produtos considerados não essenciais, como vestuário esportivo premium;

- c) flutuações cambiais: em tempos de instabilidade econômica, o real pode se desvalorizar em relação a outras moedas, aumentando o custo de produtos ou matérias-primas importadas. Para a Track&Field, isso pode significar um aumento nos preços de tecnologias ou tecidos importados, por exemplo.

#### **5.4.2 Assimetria de direitos entre acionistas**

Ao ofertar exclusivamente ações preferenciais e reter a totalidade das ações ordinárias (constituindo 92% do conjunto de ações ON + PN), os criadores da empresa manterão o domínio sobre ela. Assim sendo, os investidores minoritários ficarão com pouco ou nenhum poder de influência nas decisões empresariais. Isso permite que, em certas circunstâncias, as vontades particulares dos acionistas originários possam prevalecer sobre as dos demais.

#### **5.4.3 Concorrência Acirrada no setor**

Na indústria do varejo de vestuário esportivo, a Track&Field enfrenta uma intensificação notável da concorrência, que engloba tanto gigantes globais do setor, como Nike e Adidas, quanto varejistas locais emergentes, a exemplo da Live!, Lauf e Hope Resort. A presença desses competidores estabelece um cenário desafiador, exigindo da Track&Field esforços constantes para manter sua relevância e atratividade perante o consumidor.

As marcas globais, com seus recursos financeiros robustos, experiência extensiva e estratégias de marketing bem consolidadas, impõem uma pressão considerável no mercado. Nike e Adidas, especificamente, têm se destacado por oferecer produtos de alta qualidade e inovações constantes, acompanhados de uma presença de marca forte e assertiva. Essa combinação lhes permite competir agressivamente tanto em preço quanto em qualidade, desafiando as marcas locais a buscarem estratégias para sustentar sua competitividade.

Paralelamente, varejistas brasileiros como Live!, Lauf e Hope Resort têm emergido como forças significativas no mercado, utilizando seu conhecimento profundo das preferências e necessidades do consumidor local para oferecer produtos bem adaptados e estratégias de marketing eficazes.

## 5.5 ANÁLISE COMPETITIVA

### 5.5.1 Matriz SWOT

Para analisar a competitividade da Track&Field foi escolhido utilizar a matriz SWOT, uma ferramenta de planejamento estratégico que avalia as Forças (*Strenghts*), Fraquezas (*Weaknesses*), Oportunidades (*Opportunities*) e Ameaças (*Threats*) da companhia, pois fornece uma visão abrangente sobre o ambiente interno e externo, visando auxiliar na tomada de decisões e na formulação de estratégias para alcançar objetivos e superar desafios.

#### 5.5.1.1 Forças (*Strenghts*)

- **Reconhecimento da marca:** A Track&Field é uma marca bem estabelecida no mercado brasileiro, com forte presença em shoppings e lojas de rua;
- **Qualidade e inovação dos produtos:** A empresa é conhecida por oferecer produtos de alta qualidade, inovadores e com designs modernos;
- **Eventos e parcerias:** A empresa promove eventos esportivos e faz parcerias com atletas, o que ajuda a aumentar a visibilidade da marca e a construir uma comunidade em torno dela;
- **Sustentabilidade:** A marca tem investido em práticas sustentáveis e na produção de produtos ecológicos, o que é cada vez mais valorizado pelos consumidores;
- **Foco no consumidor:** Tem o objetivo de ser um dos principais provedores do *wellness* e bem-estar dos clientes, conectando o mercado de vestuário com o de experiências;

- **Público de alta renda:** O público médio da empresa possui um perfil de maior poder aquisitivo, o que diminui a fragilidade dela perante o cenário macroeconômico.

#### 5.5.1.2 *Fraquezas (Weaknesses)*

- **Preços elevados:** Os produtos da Track&Field possuem ticket médio mais elevado em comparação com outros pares, o que pode ser uma barreira para alguns clientes;
- **Dependência do mercado brasileiro:** Devido ao fato de que a grande maioria da receita da empresa vem do Brasil, ela fica vulnerável às flutuações econômicas no país;
- **Concorrência Intensa:** O mercado de roupas e acessórios esportivos é altamente competitivo, com diversas marcas internacionais e nacionais disputando a atenção dos consumidores.

#### 5.5.1.3 *Oportunidades (Opportunities)*

- **Expansão:** Há uma oportunidade com o plano de expansão da Track&Field de ampliar sua presença através do aumento de lojas e com o modelo transparente de franquias;
- **Crescimento do E-commerce:** A pandemia de COVID-19 acelerou a adoção do comércio eletrônico, cenário o qual a Track&Field pode se beneficiar para aumentar seu número de clientes e vendas, sem despende um custo de implantação, por exemplo;
- **Plataformas TFSports e TFMall:** A agregação de valor na marca Track&Field através das plataformas que tem como foco expandir sua presença no segmento de *wellness* e no mercado de artigos esportivos, além da consolidação dessas plataformas como referências em seus segmentos;
- **Tendência de Vida Saudável:** O interesse crescente por um estilo de vida saudável e atividades físicas representa uma grande oportunidade para a marca.

#### 5.5.1.4 Ameaças (Threats)

- **Instabilidade Econômica:** A instabilidade econômica, especialmente no Brasil, pode afetar o poder de compra dos consumidores e impactar os níveis de vendas;
- **Concorrência de Preços:** A concorrência com marcas que oferecem produtos a preços mais baixos pode diminuir a participação do mercado da Track&Field;
- **Posicionamento dos concorrentes:** A intensificação da concorrência no mercado, com marcas globais, como Nike e Adidas, e varejistas locais, como Live!, Lauf e Hope Resort, se posicionando de forma cada vez mais competitiva;
- **Mudanças nos Hábitos de Consumo:** Mudanças rápidas nos gostos e preferências dos consumidores podem tornar alguns produtos obsoletos;
- **Questões Ambientais e Sociais:** Como uma empresa que se posiciona como sustentável, a Track&Field precisa estar constantemente atenta e se esforçar para atender às expectativas dos consumidores e regulamentações nesta área.

## 6. ANÁLISE FINANCEIRA

A análise financeira é uma ferramenta crucial no processo de avaliação (*valuation*) de uma empresa, pois oferece uma visão detalhada do desempenho econômico e financeiro da organização. Esta etapa, focada na Track&Field, busca investigar a saúde financeira da companhia, identificando os principais determinantes de seu valor no mercado. Ao analisar a receita, custos, despesas, lucratividade, rentabilidade e investimentos, é possível obter uma compreensão mais aprofundada das operações da empresa e de sua capacidade de gerar valor para os acionistas. Vale destacar que os demonstrativos financeiros da Track&Field são auditados pela Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes, uma das maiores e mais respeitadas auditorias do mundo, o que visa sustentar a conformidade dos dados fornecidos, mas que, mesmo assim, não garante a confiabilidade das informações. Para este estudo, serão utilizados os dados financeiros disponíveis a partir de 2017 nos relatórios de divulgação de resultados da empresa.

### 6.1 ANÁLISE DA RECEITA

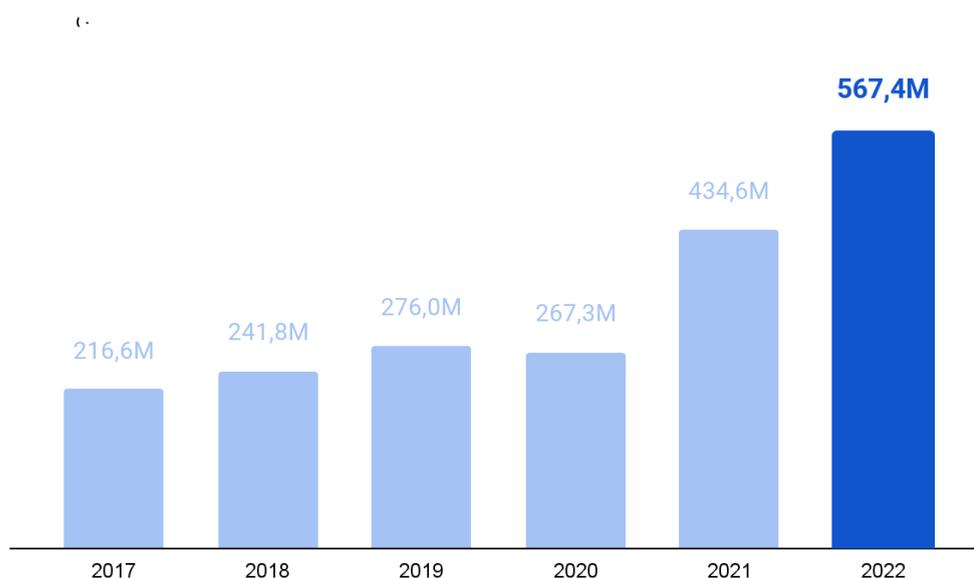
A análise da receita é fundamental para entender a trajetória financeira e o crescimento de uma empresa ao longo do tempo. Ao observar a Track&Field, percebe-se uma tendência geral de crescimento, com alguns altos e baixos ao longo do caminho, refletindo a dinâmica do mercado e as estratégias da empresa.

Em 2017, a Track&Field registrou uma receita líquida de vendas de mercadorias e serviços prestados de R\$216,6 milhões. Nos anos subsequentes, houve um crescimento contínuo, alcançando R\$241,7 milhões em 2018 e R\$276 milhões em 2019, o que representa crescimentos de 11,62% e 14,16%, respectivamente. No entanto, 2020 apresentou um revés, em relação ao ano anterior, com a receita caindo para R\$267,3 milhões, retratando uma redução de 3,15% da receita líquida de vendas de mercadorias e serviços. Esse resultado teve grande influência da pandemia global de COVID-19, que afetou muitos setores da economia, em especial, setor de varejo de vestuário. No entanto, a Track&Field demonstrou resiliência e adaptabilidade. Em 2021, a empresa experimentou um salto significativo em sua receita, chegando a R\$434,6 milhões, um crescimento

relevante de 62,57% em relação ao ano anterior. Em 2022, a empresa continuou sua trajetória ascendente na receita líquida, registrando R\$567 milhões, o que representa um aumento de 30,57% em relação a 2021.

Essa evidente recuperação, ainda em meio à pandemia, e o crescimento contínuo entre 2020 e 2022 são indicativos da capacidade da empresa de se adaptar e prosperar, mesmo em tempos desafiadores. O CAGR, que representa a taxa de crescimento anual composta, entre 2017 e 2022, foi de 21,24%. Este valor destaca uma performance positiva da Track&Field durante o período de seis anos, ainda que a empresa tenha passado por períodos adversos, ela indica um crescimento consistente.

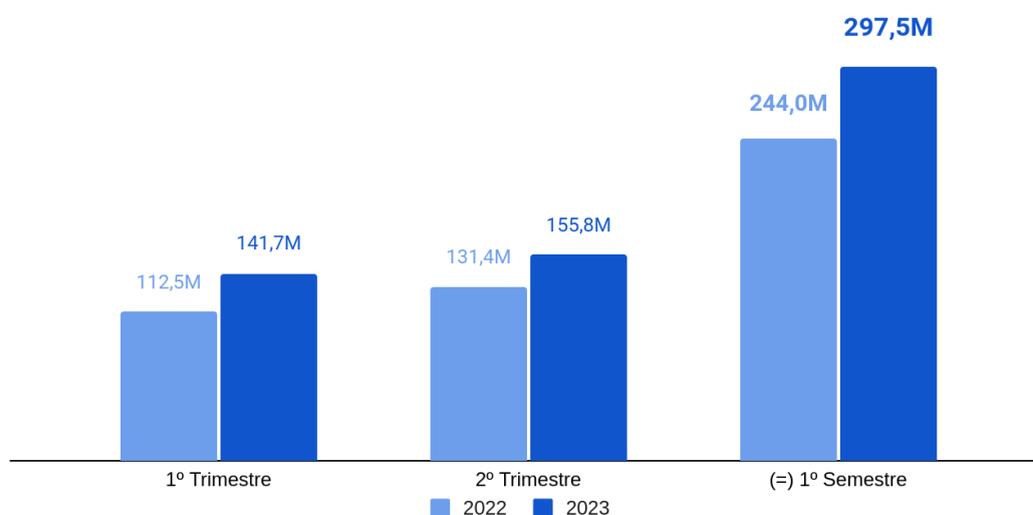
Gráfico 8 - Receita Líquida de Vendas de Mercadorias e Serviços Prestados (R\$)



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

Ao analisar o último resultado divulgado pela empresa, no segundo trimestre de 2023, vê-se a continuidade no ritmo de crescimento da receita retratado anteriormente, acumulando R\$297,5 milhões no primeiro semestre do ano, frente a R\$244 milhões no primeiro semestre de 2022, demonstrando um crescimento de 21,93%.

Gráfico 9 - Receita Líquida de Vendas de Mercadorias e Serviços Prestados em 2022 e 2023 (R\$)



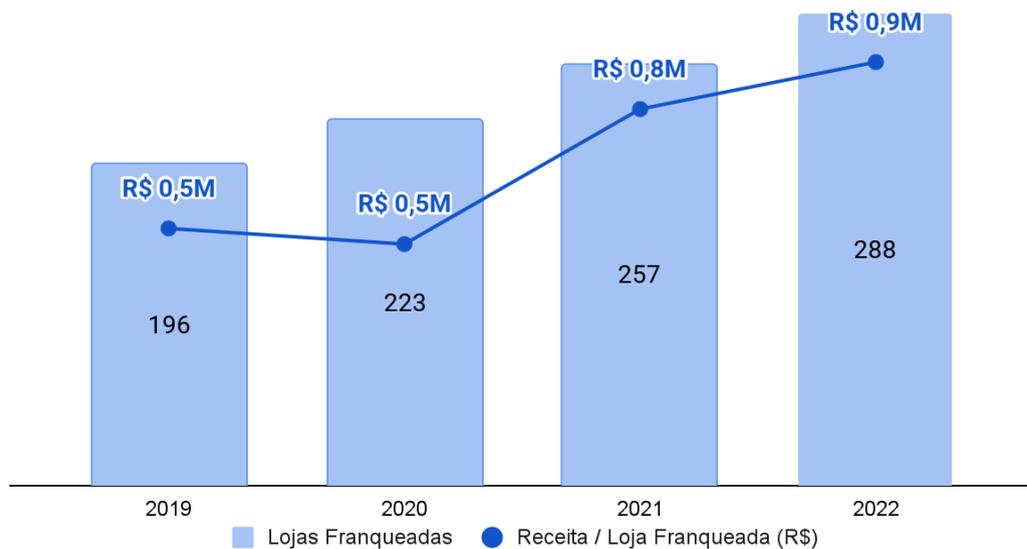
Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

A diversificação das fontes de receita é um indicador da resiliência e adaptabilidade de uma empresa. Ao desagregar as receitas da Track&Field, observamos variações significativas em seus diferentes segmentos, evidenciando sua capacidade de capitalizar múltiplas oportunidades de mercado, como se vê:

- a) mercadorias para franquias: Este segmento mostrou um crescimento contínuo, iniciando com R\$64,2 milhões em 2019 e alcançando R\$156,2 milhões em 2022. O crescimento mais expressivo ocorreu entre 2020 e 2021, com um aumento de 75,01%. A taxa de crescimento anual composta (CAGR) durante o período foi de 24,90%, destacando a crescente demanda por mercadorias da marca em suas franquias;
- b) *royalties*: A receita oriunda de *royalties* demonstrou sua força, especialmente após uma ligeira retração de 1,50% em 2020, recuperando-se fortemente com um aumento de 88,52% em 2021. O CAGR durante 2019-2022 foi de 24,41%, reforçando a atratividade contínua da marca para franqueados e a consequente geração de *royalties*;

Gráfico 10 - Receita Líquida por Loja Franqueada (R\$) e Número de Lojas

C

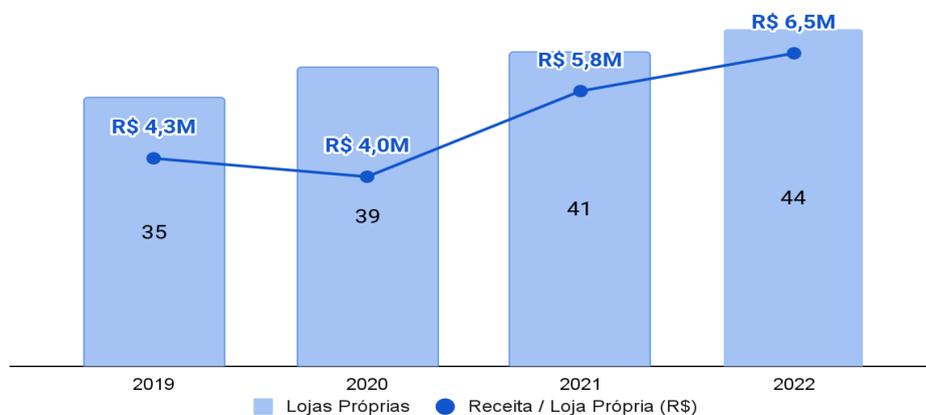


Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

c) varejo (rede própria): Representando uma parcela considerável da receita total, o varejo próprio da Track&Field começou com R\$152,2 milhões em 2019, crescendo de forma consistente para R\$287,9 milhões em 2022. Com um CAGR de 17,28%, este segmento reflete a capacidade da empresa de manter e expandir sua base de clientes em suas lojas próprias;

Gráfico 11 - Receita Líquida por Loja Própria (R\$) e Número de Lojas

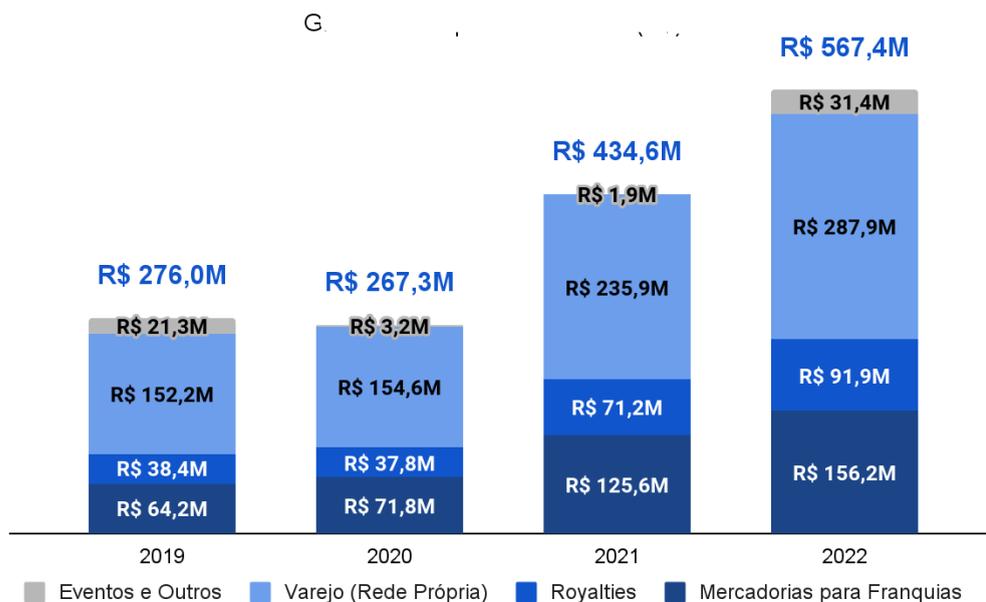
C



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

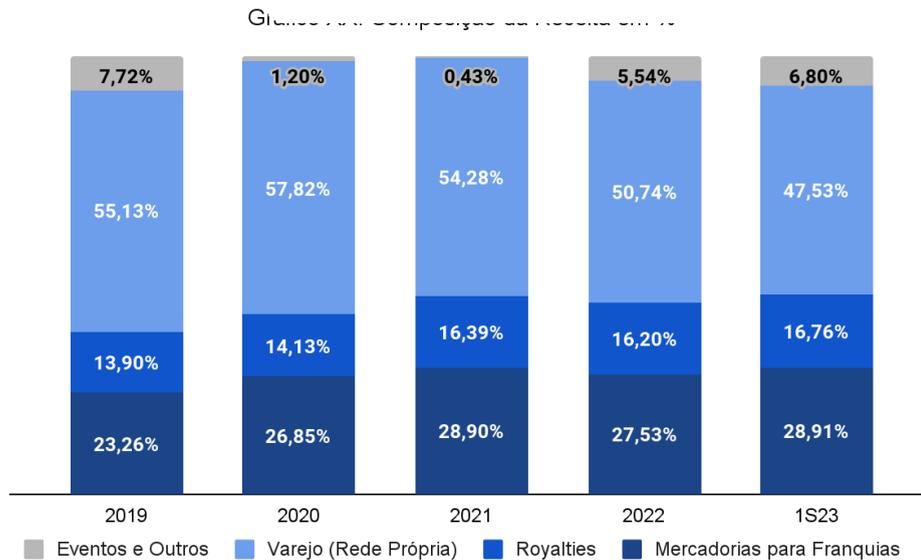
d) eventos e outros: Este segmento apresentou a maior variação durante o período. Após uma queda substancial de 84,92% em 2020, houve uma recuperação relevante em 2022, com a receita saltando para R\$31,4 milhões. A partir disso, o CAGR de 10,21% sugere que, apesar das oscilações, existe um potencial inerente neste segmento, possivelmente aproveitando eventos e outras iniciativas da marca. A recente mudança organizacional com a movimentação do Fred Wagner, fundador e ex-CEO da companhia, para CEO da TFSports demonstra a grande importância que depositam nesta linha de receita. Na conferência de resultados do segundo trimestre de 2023, a empresa afirmou que enxerga enorme potencial no mercado de experiências *wellness*, potencializando os ganhos da TFSports, mas também o ganho de sinergia com o *core* da empresa, varejo de vestuário esportivo. Outro importante fato reportado junto aos resultados do segundo trimestre de 2023 é que a plataforma passou a ter EBITDA Ajustado positivo, demonstrando a maturação da vertical.

Gráfico 12 - Tipos de Receitas (R\$)



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

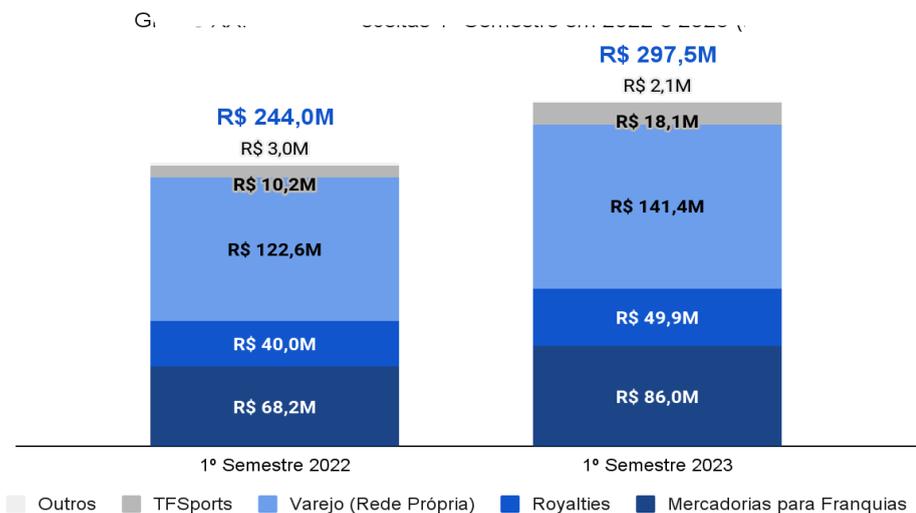
Gráfico 13 - Composição da Receita em %



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

No primeiro semestre de 2023, a receita total foi de R\$295,3 milhões, um crescimento de 22,54% em relação ao mesmo período de 2022. As "mercadorias para franquias" cresceram 26,02%, enquanto os *royalties* tiveram um crescimento de 24,67%. De forma impressionante, o segmento TFSports teve um aumento de 77,99%, mostrando o resultado do forte direcionamento estratégico da empresa com a plataforma, além de ser o primeiro ano em que a categoria é destacada de "outras" fontes de receita da companhia.

Gráfico 14 - Tipos de Receitas 1º Semestre em 2022 e 2023 (R\$)



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

O segundo trimestre de 2023, em particular, foi de destaque para a Track&Field. Durante o ano foram abertas 11 novas lojas, das quais 7 ocorreram no 2T23, o que elevou o total da rede para 339 lojas. Essa expansão, aliada a rápida maturação das lojas inauguradas recentemente, impulsionou significativamente o nível de vendas. A empresa atribuiu o forte desempenho do trimestre a fatores como: maior sortimento de produtos de inverno, que favoreceu o ticket médio; excelente desempenho nas datas comemorativas do trimestre, como o Dia das Mães e o Dia dos Namorados; e a ótima performance das lojas reformadas, que viram um crescimento nas vendas de 33,9% e 34,3% para lojas próprias e franquias, respectivamente.

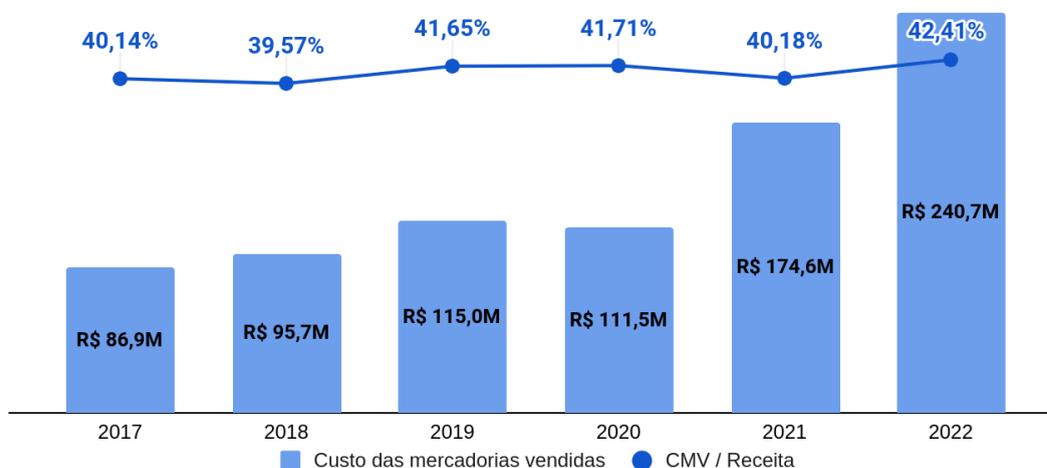
Em suma, a Track&Field tem demonstrado habilidade em se adaptar e responder às demandas do mercado, resultando em um crescimento consistente. A combinação de expansão estratégica, inovação em produtos e foco em experiência do cliente tem se mostrado fundamental para os bons resultados da empresa, além de projetar uma visão positiva para seu crescimento nos próximos exercícios.

## 6.2 ANÁLISE DOS CUSTOS E DESPESAS

Como apresentado no tópico anterior, ao longo dos últimos anos, a Track&Field experimentou uma evolução consistente em sua receita líquida de vendas de mercadorias e serviços prestados. Em 2017, a empresa registrou uma receita de R\$216,6 milhões, e essa cifra cresceu progressivamente, chegando a R\$567,4 milhões em 2022. No primeiro semestre de 2023, a receita já alcançou R\$297,5 milhões, indicando uma trajetória de crescimento contínuo.

Entretanto, esse aumento na receita veio acompanhado de uma elevação nos custos e despesas. O custo das mercadorias vendidas e dos serviços prestados (CMV) cresceu de R\$86,9 milhões em 2017 para R\$240,6 milhões em 2022, e totalizou R\$125,2 milhões apenas no primeiro semestre de 2023. Proporcionalmente, o CMV como percentual da receita passou de 40,14% em 2017 para 42,93% no 2T23, indicando que, embora a empresa esteja aumentando sua receita, os custos associados à produção ou aquisição de mercadorias também têm crescido em um ritmo semelhante.

Gráfico 15 - Custo de Mercadorias Vendidas (CMV)

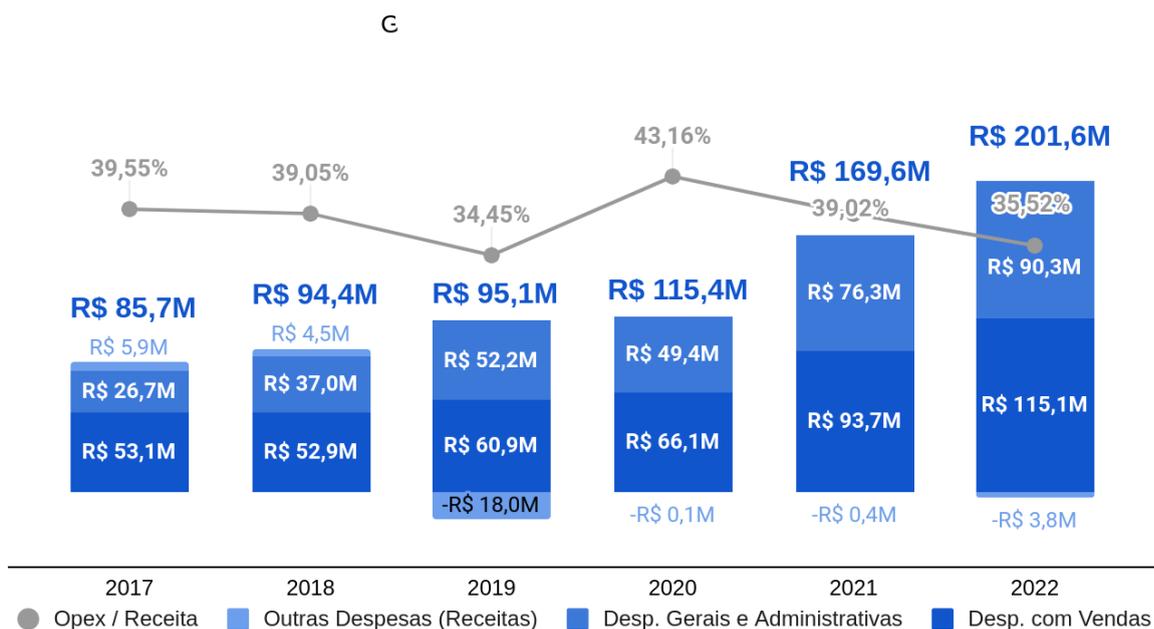


Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

Em relação às receitas (despesas) operacionais, é importante salientar o impacto da IFRS 16, norma contábil internacional que trata do reconhecimento, mensuração, apresentação e divulgação de arrendamentos (contratos de locação) em demonstrações financeiras, que entrou em vigor no início de 2019 e mudou a forma de relatar arrendamentos nas demonstrações de resultados, logo deve-se salientar a importância de não comparar diretamente os números de 2017 e 2018 com os anos subsequentes.

Em 2017, a empresa desembolsou R\$85,7 milhões, e essa despesa aumentou significativamente para R\$201,5 milhões em 2022. E, no primeiro semestre de 2023, já foram registrados R\$105,6 milhões em despesas operacionais. Dentre essas despesas, as com vendas aumentaram de R\$53,1 milhões em 2017 para R\$115,1 milhões em 2022, e somaram R\$56,9 milhões no primeiro semestre de 2023. As despesas gerais e administrativas também seguiram uma tendência ascendente, passando de R\$26,7 milhões em 2017 para R\$90,3 milhões em 2022, e totalizando R\$49,7 milhões até o 2T23. Um ponto de destaque é a categoria "Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas". Em 2019, houve uma entrada líquida significativa de R\$18 milhões, um valor atípico em comparação com outros anos, nos quais essa categoria variou entre despesas de R\$5,8 milhões e receitas de R\$3,8 milhões.

Gráfico 16 - Despesas Operacionais



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

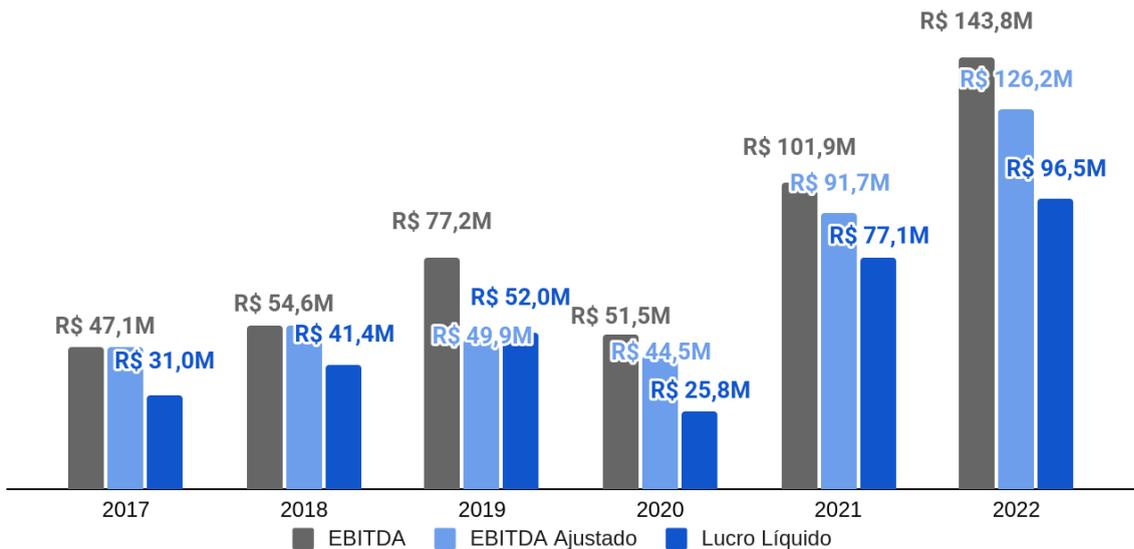
Em resumo, a análise financeira indica que, embora a Track&Field tenha demonstrado um crescimento sólido em sua receita ao longo dos anos, a gestão de custos e despesas será fundamental para garantir sua saúde financeira e rentabilidade, especialmente diante do aumento dos custos e despesas no mesmo período. As tendências observadas nos últimos anos destacam a importância de uma estratégia financeira equilibrada, capaz de suportar a expansão da empresa enquanto mantém seus custos e despesas sob controle.

### 6.3 ANÁLISE DA LUCRATIVIDADE E RENTABILIDADE

O crescimento das receitas da empresa nos últimos anos, junto ao controlado aumento dos custos e despesas, resultou em forte alta do EBITDA e lucro líquido da Track&Field. Entre 2017 e 2022, a linha de lucro líquido apresentou CAGR de 25,48% e o EBITDA ajustado, para possível comparação de 2017 e 2018 com os anos seguintes e desconsideração de receitas/despesas não recorrentes, de 21,80%. Já o EBITDA “puro” apresentou crescimento anualizado de 25,02%, mas deve-se considerar os efeitos da IFRS 16 e receita não recorrente com crédito de PIS/Cofins em 2019, como principais pontos a observar.

Após a realização do IPO no final de 2020, o resultado da empresa cresceu de maneira significativa e ficou próximo da marca de R\$100 milhões de lucro líquido em 2022 e R\$143 milhões de EBITDA.

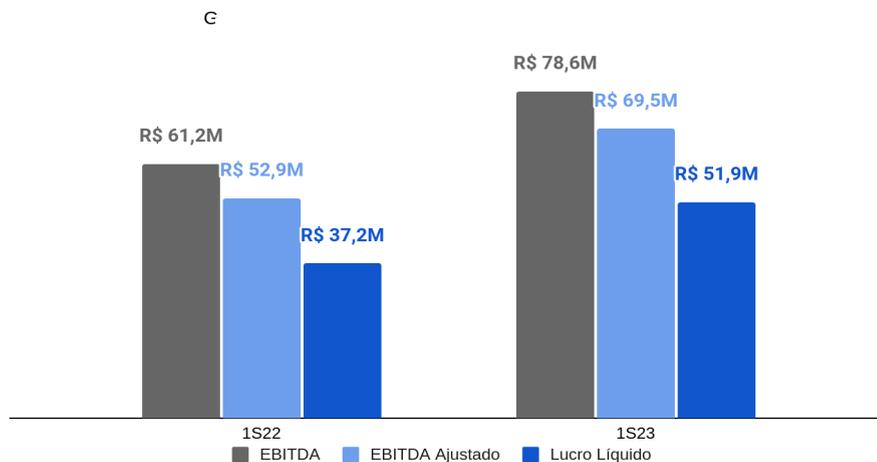
Gráfico 17 - EBITDA; EBITDA Ajustado; e Lucro Líquido



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

Em relação ao primeiro semestre de 2023, houve crescimento de 31,46% no EBITDA ajustado e 39,39% no lucro líquido, em comparação aos resultados do primeiro semestre do exercício anterior, 2022.

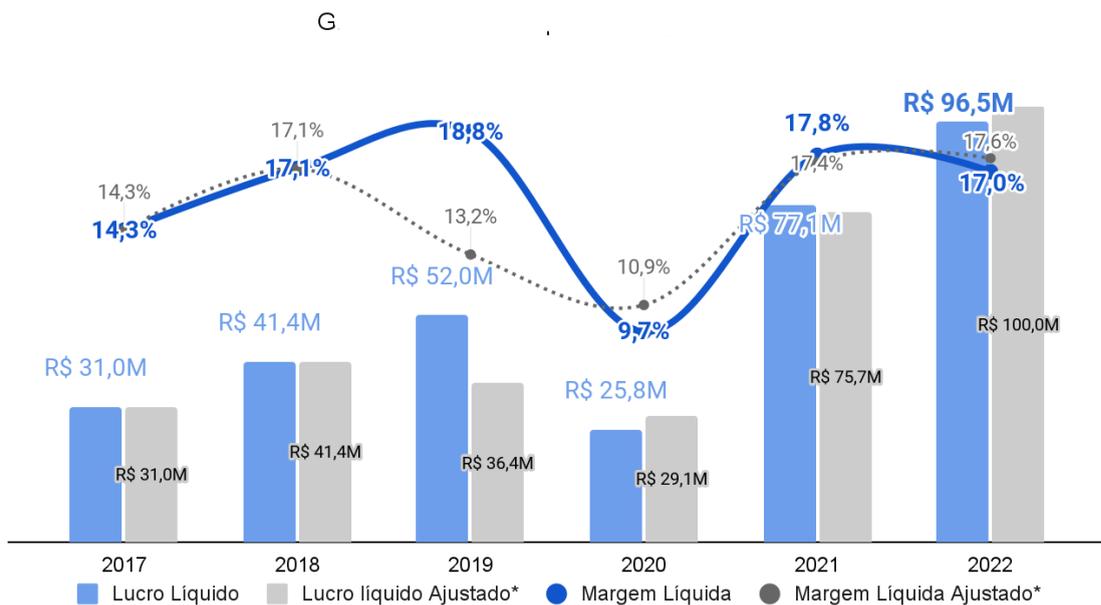
Gráfico 18 - EBITDA; EBITDA Ajustado; e Lucro Líquido no 1S22 e 1S23



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

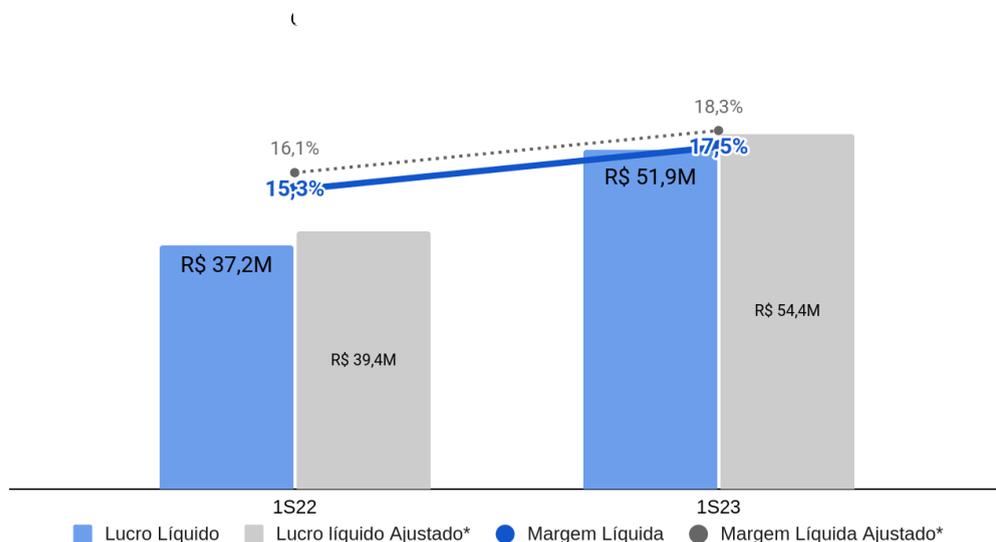
Na análise das margens da companhia, a empresa também possui um bom desempenho. A margem líquida em 2017 era de 14,3% e atingiu 17,0% em 2022, demonstrando que a empresa faz uma gestão consciente dos custos e despesas mesmo em fase de amplo crescimento da rede. Apesar da queda de 0,8% entre 2021 e 2022, a companhia se recuperou para 17,5% no fechamento do primeiro semestre de 2023, frente a 15,3% no mesmo período em 2022.

Gráfico 19 - Lucro Líquido e Margem Líquida



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

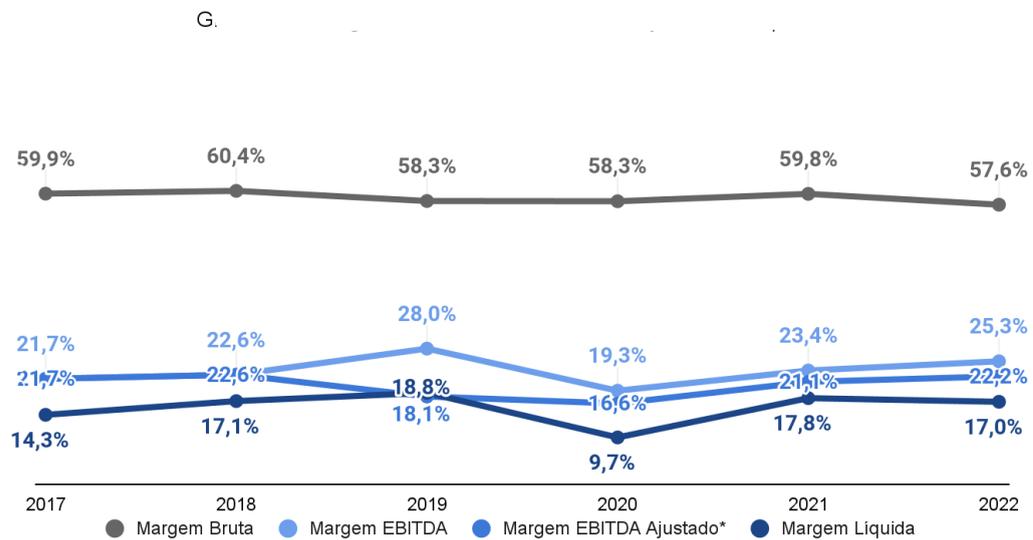
Gráfico 20 - Lucro Líquido e Margem Líquida em 1S22 e 1S23



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

Ao analisar as margens é possível identificar melhorias no EBITDA e lucro líquido nos últimos exercícios, fator comentado pelos executivos nas conferências de resultados como um dos principais focos da empresa atualmente. A linha que traz maior preocupação ao analisar a tendência seria a margem bruta, que alcançou número de 57,6% em 2022, ante 59,8% no ano anterior. Entretanto, no primeiro semestre de 2023 a empresa já demonstra parte da recuperação com margem um pouco acima de 58%.

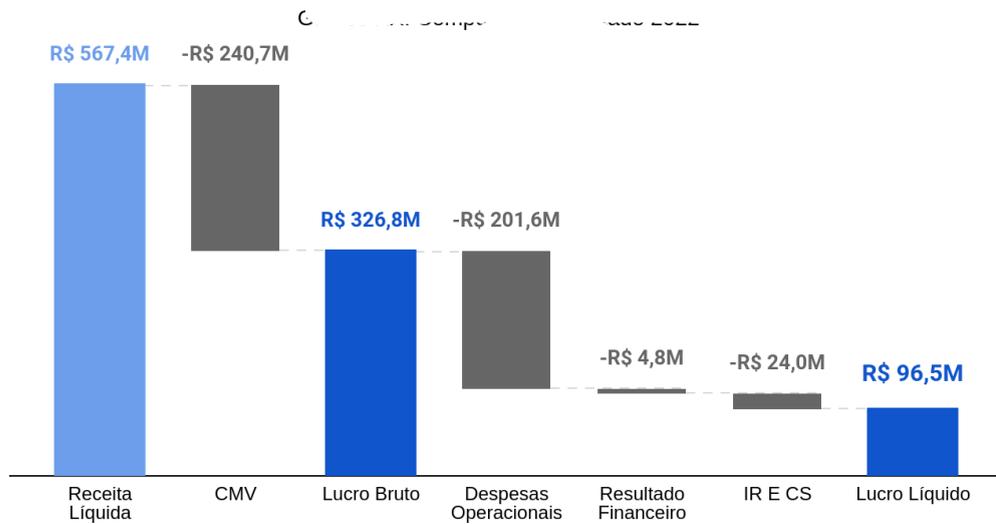
Gráfico 21 - Margem Bruta, EBITDA, EBTDA Ajustado e Líquida



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

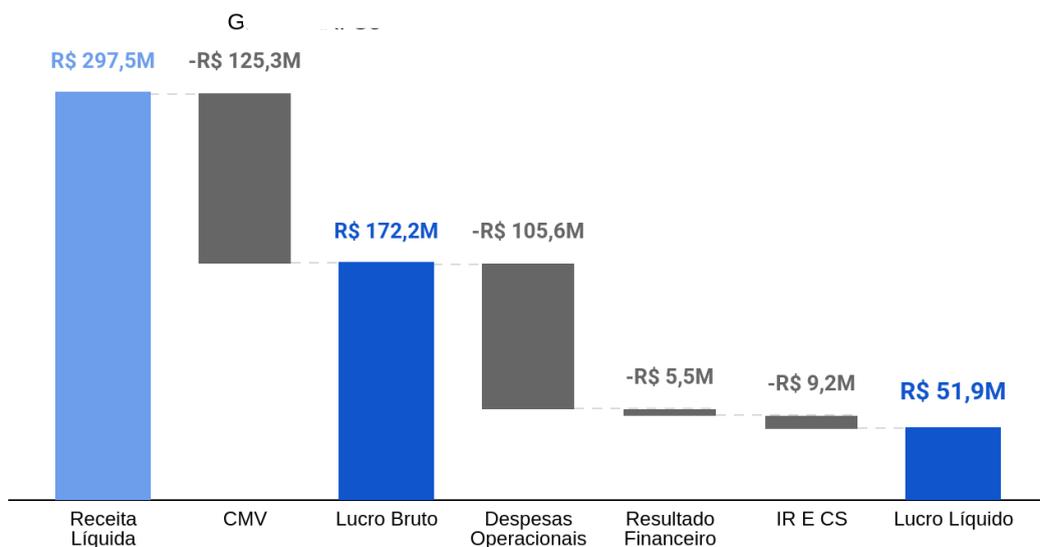
Os gráficos 22 e 23, trazem o resultado da empresa em 2022 e no primeiro semestre de 2023 em formato de cascata e é possível analisar a composição e contribuição de cada linha do demonstrativo no resultado da empresa.

Gráfico 22 - Composição de Resultado 2022



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

Gráfico 23 - Composição de Resultado 1º Semestre de 2023



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

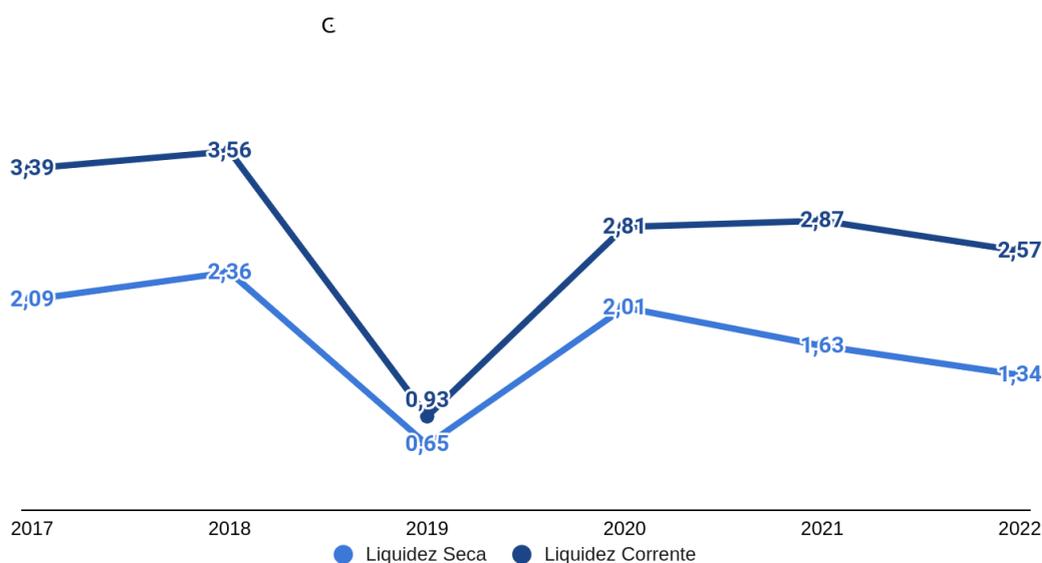
## 6.4 ANÁLISE DE ENDIVIDAMENTO E LIQUIDEZ

A análise de endividamento e liquidez é uma etapa crucial no processo de avaliação de uma empresa, sendo fundamental para determinar o valor justo de uma empresa. Uma estrutura de capital equilibrada e uma liquidez robusta são sinais de gestão financeira prudente, o que pode resultar em uma avaliação mais positiva. Por

outro lado, altos níveis de dívida e liquidez precária podem depreciar o valor da empresa, refletindo os riscos associados à sua estabilidade financeira.

A liquidez se refere a capacidade da empresa de converter seus ativos em caixa para cumprir suas obrigações de curto prazo. O histórico dos indicadores, liquidez seca e corrente de 2017 a 2022, pode ser observado no gráfico 24 abaixo:

Gráfico 24 - Liquidez Seca e Corrente

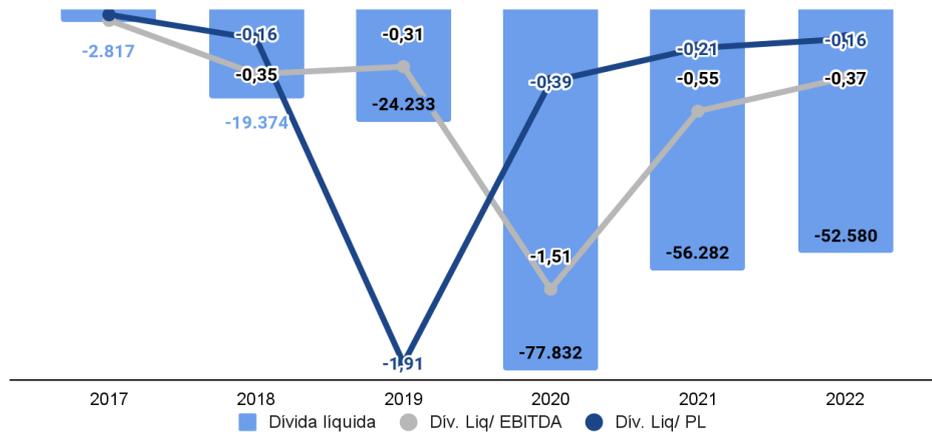


Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

Observando o gráfico, é perceptível que os índices de liquidez seca e liquidez corrente se mantiveram em níveis excelentes, constantemente superiores a 1. Além disso, é importante destacar que o índice de liquidez corrente não registrou, em momento algum, valores inferiores a 2,5. É interessante ressaltar o ano de 2019, no qual os indicadores foram fortemente influenciados pela linha de dividendos a pagar, mas normalizados nos anos seguintes, mesmo com a mudança na estrutura da empresa após o IPO.

Já o gráfico 25 apresenta a trajetória da dívida líquida e alavancagem da empresa ao longo do período compreendido entre 2017 e 2022, além dos indicadores de dívida líquida sobre patrimônio líquido e dívida líquida sobre EBITDA.

Gráfico 25 - Dívida Líquida e Comparação com EBITDA e PL



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

Durante o intervalo de tempo considerado, observa-se que a organização mantém suas dívidas consistentemente inferiores às suas reservas monetárias, evidenciando um nível de alavancagem extremamente reduzido e uma robusta aptidão para cumprir com suas responsabilidades financeiras de curto prazo. A empresa enfatiza que este cenário de endividamento reduzido constitui uma vantagem competitiva no mercado.

## 7. VALUATION

### 7.1 PREMISSAS MACROECONÔMICAS

As bases macroeconômicas formam os alicerces iniciais, abordando a esfera econômica mundial e as expectativas acerca de suas tendências nos anos vindouros, assim como o reflexo disso nos resultados financeiros da Track&Field, influenciando diretamente em seu valor final. Visto que a corporação opera unicamente no âmbito local, com uma participação mínima de parceiros internacionais, não se faz necessário elaborar projeções para indicadores globais ou para a relação cambial entre o dólar e o real.

Em relação aos dados históricos do Produto Interno Bruto (PIB) e do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), as informações foram obtidas diretamente do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), e para a Taxa Selic, as informações foram adquiridas do Banco Central. As estimativas futuras se basearam nos dados apresentados no Relatório Focus, datado de 23 de outubro de 2023, contemplando previsões até o ano de 2026. Optou-se por manter constantes os valores do último ano apresentado no documento para os períodos subsequentes, devido à instabilidade e incerteza desses dados quando projetados para um futuro mais longínquo.

Tabela 1- Dados Macroeconômicos Históricos

HISTÓRICO	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>PIB (crescimento)</b>	2,95%	3,75%	4,31%	4,52%	10,06%	5,79%
<b>SELIC</b>	6,90%	6,40%	6,50%	4,50%	1,90%	13,65%
<b>IPCA</b>	1,30%	1,80%	1,20%	-3,30%	5,00%	2,90%

Fonte: Banco Central e IBGE (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

Tabela 2 - Dados Macroeconômicos Projetados

PROJEÇÃO	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
<b>PIB (crescimento)</b>	2,90%	1,50%	1,90%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>SELIC</b>	11,75%	9,00%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%
<b>IPCA</b>	4,65%	3,87%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%

Fonte: Relatório Focus (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

## 7.2 PROJEÇÃO DA RECEITA

Um dos aspectos de grande importância no processo de *valuation* é a projeção das receitas. Neste contexto, é válido realizar uma análise histórica do desempenho da receita da empresa nos últimos anos, a fim de projetar de forma consistente com as realidades anteriores. Além disso, será realizada uma projeção de receita com base nas indicações de crescimento da empresa, considerando o seu atual processo de expansão. As projeções serão estendidas até o ano de 2032, com base no ritmo de crescimento atual e planos futuros da empresa. A projeção de receita foi elaborada com base no número de lojas e crescimento da plataforma TFSports.

A empresa possuía, ao final de 2022, 332 lojas, sendo 87% delas franquias e 13% próprias. O potencial de abertura de lojas pela companhia é de aproximadamente 600 nos próximos anos, já a equipe de *equity research* da XP (XP RESEARCH, 2022) fez um estudo com base em dois atributos, PIB per capita e população das cidades brasileiras, e compararam com a penetração atual da rede no estado de São Paulo como base. Ao aplicar diferentes valores nesses atributos, além de considerar aumento de capilaridade nas maiores cidades, chegaram aos números apresentados na figura 10 abaixo.

Figura 10 - Projeção do Número de Lojas pela XP Research

Population ('000)	GDP per capita (R\$ '000)				
	20	25	30	36	40
22	1.030	830	652	<b>504</b>	414
50	627	<b>526</b>	432	342	289
75	508	430	360	294	251
100	428	360	303	256	221
150	338	289	248	216	187

Fonte: Brazil Retail, XP Research (2022).

Para modelar o crescimento do número de lojas, utilizou-se a mesma taxa de crescimento entre 2021 e 2022 para os cinco primeiros anos, até alcançar 558 lojas abertas, número dentro das projeções da própria empresa e das casas que a acompanham. Após esse período, o ritmo de aumento de lojas foi descontado em

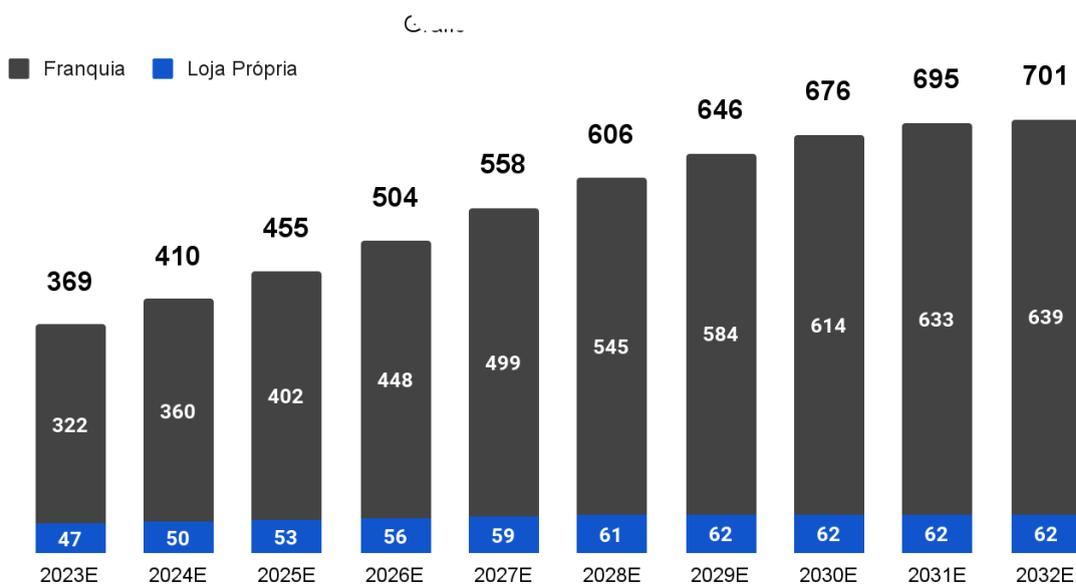
2% ao ano até a estabilização de 62 lojas próprias em 2029 e 639 lojas franqueadas em 2032, totalizando 701 lojas abertas.

Figura 11 - Projeção do Número de Lojas

Projeção Lojas	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Próprias	47	50	53	56	59	61	62	62	62	62
Novas lojas	3	3	3	3	3	2	1	0	0	0
Franquias	322	360	402	448	499	545	584	614	633	639
Novas lojas	34	38	42	46	51	46	39	30	19	6
<b>Total lojas</b>	<b>369</b>	<b>410</b>	<b>455</b>	<b>504</b>	<b>558</b>	<b>606</b>	<b>646</b>	<b>676</b>	<b>695</b>	<b>701</b>
Cresc. Prop.	7%	6%	6%	6%	5%	3%	2%	0%	0%	0%
Cresc. Franq.	12%	12%	12%	11%	11%	9%	7%	5%	3%	1%
Franquias/ Total	87%	88%	88%	89%	89%	90%	90%	91%	91%	91%

Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

Gráfico 26 - Projeção de Lojas



Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

Com base no número de lojas, calculou-se a receita por cada uma nos dados históricos e a empresa obteve crescimento 13,73% (IPCA+ 10,52%) nas lojas próprias e 12,48% (IPCA+ 9,31%) entre os anos de 2021 e 2022, valor semelhante aos anos anteriores. Ao considerar que muitas lojas ainda estão em período de maturação e com projeção de ganho de receita nos próximos anos, além do aumento da presença online, crescimento de 28,2% no primeiro semestre de 2023 versus o mesmo período de 2022, e o fortalecimento do ecossistema de *wellness*

com a TFSports, considerou-se que a receita por loja irá crescer na mesma proporção sobre o IPCA projetado, descontando 0,35% ao ano.

Figura 12 - Projeção de Receita em Lojas Próprias e Franqueadas

Projeção Receita	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
<b>Receita Loja Própria</b>	<b>235.888</b>	<b>287.895</b>	<b>355.683</b>	<b>433.121</b>	<b>521.986</b>	<b>625.071</b>	<b>743.978</b>	<b>866.185</b>	<b>988.202</b>	<b>1.105.643</b>	<b>1.233.037</b>	<b>1.370.642</b>
Varejo (Rede Própria)	235.888	287.895	355.683	433.121	521.986	625.071	743.978	866.185	988.202	1.105.643	1.233.037	1.370.642
Num. de Lojas	41	44	47	50	53	56	59	61	62	62	62	62
Receita / Loja	5.753	6.543	7.568	8.662	9.849	11.162	12.610	14.200	15.939	17.833	19.888	22.107
Crescimento receita / loja		13,73%	15,66%	14,47%	13,70%	13,33%	12,97%	12,61%	12,25%	11,88%	11,52%	11,16%
Crescimento real (IPCA+)		10,52%	10,52%	10,20%	9,85%	9,50%	9,15%	8,80%	8,45%	8,10%	7,75%	7,40%
<b>Receita Franquias</b>	<b>196.832</b>	<b>248.092</b>	<b>317.291</b>	<b>401.609</b>	<b>504.289</b>	<b>629.915</b>	<b>783.881</b>	<b>953.412</b>	<b>1.134.010</b>	<b>1.319.084</b>	<b>1.499.628</b>	<b>1.663.901</b>
Mercadorias para Franquias	125.604	156.195	199.762	252.847	317.493	396.585	493.520	600.254	713.956	830.475	944.143	1.047.567
Royalties	71.228	91.897	117.529	148.762	186.796	233.330	290.361	353.158	420.054	488.608	555.485	616.334
Num. de Lojas	257	288	322	360	402	448	499	545	584	614	633	639
Receita / Loja	766	861	985	1.116	1.254	1.406	1.571	1.749	1.942	2.148	2.369	2.604
Crescimento receita / loja		12,48%	14,39%	13,21%	12,45%	12,09%	11,72%	11,36%	11,00%	10,64%	10,27%	9,91%
Crescimento real (IPCA+)		9,31%	9,31%	9,00%	8,65%	8,30%	7,95%	7,60%	7,25%	6,90%	6,55%	6,20%

Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

Por último, têm-se a linha de receita com eventos e outros, composta principalmente dos resultados provenientes das provas de corrida de rua, campeonatos de *beach tennis* e outros eventos esportivos. A TFSports, vertical de negócio criada para desenvolver essas atividades, é um dos principais focos da companhia para os próximos anos. Com a nova liderança, o fundador e ex-CEO Fred Wagner, além da alta visibilidade no tema durante as conferências de resultado, é esperado um ritmo de crescimento mais acelerado para essa frente em comparação com as outras linhas. A receita do primeiro semestre de 2023 foi aproximadamente 80% maior quando comparada com o mesmo período de 2022.

Apesar da falta de estimativas públicas mais precisas pela própria empresa, para os próximos exercícios foi projetado um aumento de participação desta vertical em 1% ao ano em comparação à receita total da empresa até o ano de 2027, quando atinge 10% e projetou-se a estabilização da participação. Em 2022, a receita com eventos e outros representou 5,54% da receita líquida total com valor absoluto de R\$ 31,4 milhões.

Figura 13 - Projeção de Receita de Eventos e Outros

Projeção Receita Eventos	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Receita Eventos (TFSports)	1.872	31.439	47.097	68.077	95.835	132.362	170.529	203.091	236.866	270.631	305.001	338.694
Receita Eventos / Receita Líquida	0	5,54%	6,54%	7,54%	8,54%	9,54%	10,04%	10,04%	10,04%	10,04%	10,04%	10,04%
Crescimento a.a.		1579,43%	49,81%	44,55%	40,77%	38,11%	28,84%	19,09%	16,63%	14,25%	12,70%	11,05%

Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

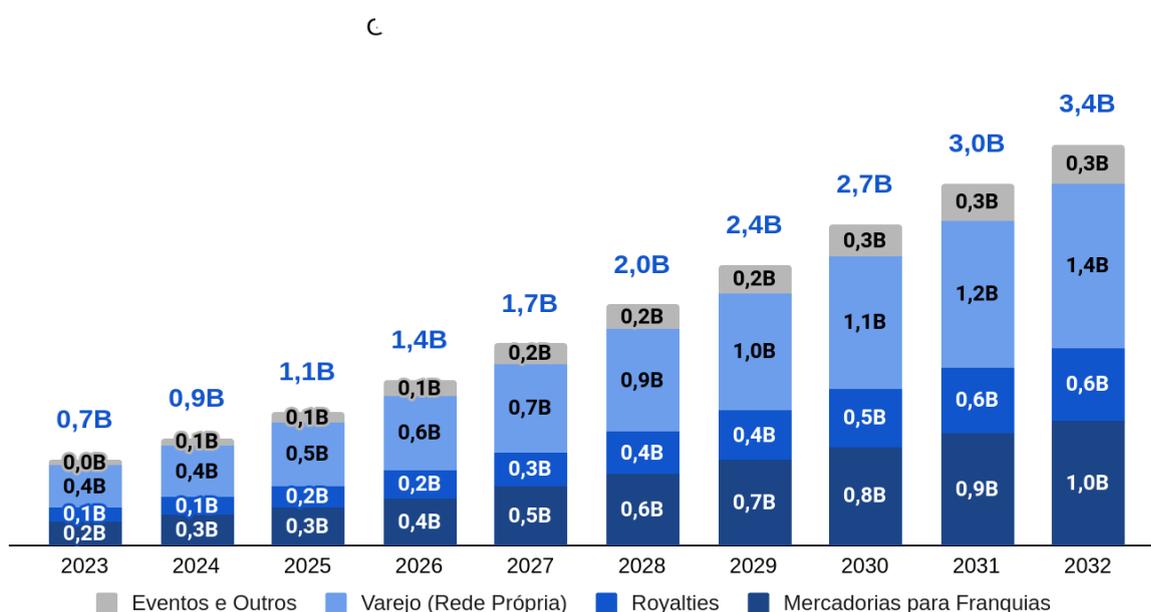
Como apresentado na figura 14 e gráfico 27, a receita líquida da Track&Field deve atingir R\$ 3,37 bilhões em 2032, com CAGR de 16,7% no período.

Figura 14 - Projeção de Receita Líquida e Crescimento Anual

DRE (R\$ mil)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
<b>Receita Líquida de Vendas</b>	<b>720.071</b>	<b>902.808</b>	<b>1.122.111</b>	<b>1.387.348</b>	<b>1.698.388</b>	<b>2.022.688</b>	<b>2.359.078</b>	<b>2.695.358</b>	<b>3.037.665</b>	<b>3.373.237</b>
Mercadorias para Franquias	199.762	252.847	317.493	396.585	493.520	600.254	713.956	830.475	944.143	1.047.567
Royalties	117.529	148.762	186.796	233.330	290.361	353.158	420.054	488.608	555.485	616.334
Varejo (Rede Própria)	355.683	433.121	521.986	625.071	743.978	866.185	988.202	1.105.643	1.233.037	1.370.642
Eventos e Outros	47.097	68.077	95.835	132.362	170.529	203.091	236.866	270.631	305.001	338.694
Crescimento a.a.	26,90%	25,38%	24,29%	23,64%	22,42%	19,09%	16,63%	14,25%	12,70%	11,05%
<b>CAGR RECEITA LÍQUIDA 2023-2032:</b>										<b>16,70%</b>

Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

Gráfico 27 - Projeção de Receita (R\$)



Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

### 7.3 PROJEÇÃO DE CUSTOS E DESPESAS

Ao analisar os demonstrativos de exercícios anteriores da Track&Field, pode-se observar que os custos e despesas estão bem relacionados com o comportamento da receita. Além disso, como discutido anteriormente, a empresa tem atuado para ganhar eficiência nas despesas e melhorar suas margens operacionais. Para projetar os anos seguintes foram usadas como base a porcentagem média sobre a receita líquida nos últimos cinco anos para as linhas de Custo sobre Mercado Vendida e Outras Despesas Operacionais, já para as linhas de Despesas com Vendas e Despesas Gerais e Administrativas, adotou-se o valor mais

próximo ao último exercício por estar mais relacionado ao comportamento atual da empresa.

Em linha com a estratégia da empresa e observações em resultados de outras semelhantes do mercado, há tendência em melhorar as margens conforme as lojas ganham maturidade, além da expansão da vertical TFSports, que possui menor carga de despesa associada à receita devido ao ganho de escala tecnológica. Diante disso, foi adotada como premissa uma diminuição de 0,15% ao ano da representatividade das despesas sobre vendas e gerais e custos sobre a receita líquida.

Nessa perspectiva, a figura 15 traz as projeções elaboradas para os custos e despesas associados à Track&Field. Essas projeções foram desenvolvidas com base nas premissas que foram cuidadosamente estabelecidas e discutidas nesta seção do trabalho. O propósito dessas estimativas é fornecer um panorama acerca da trajetória futura que se espera para os custos e despesas, levando em consideração tanto os padrões históricos observados quanto as diretrizes definidas.

Figura 15 - Projeção de Custos e Despesas

Projeção de Custos e Despesas	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
<b>Receita Líquida de Vendas</b>	<b>720.071</b>	<b>902.808</b>	<b>1.122.111</b>	<b>1.387.348</b>	<b>1.698.388</b>	<b>2.022.688</b>	<b>2.359.078</b>	<b>2.695.358</b>	<b>3.037.665</b>	<b>3.373.237</b>
CMV	(293.735)	(366.923)	(454.370)	(559.690)	(682.624)	(809.934)	(941.094)	(1.071.202)	(1.202.687)	(1.330.488)
% RL	40,79%	40,64%	40,49%	40,34%	40,19%	40,04%	39,89%	39,74%	39,59%	39,44%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>426.336</b>	<b>535.884</b>	<b>667.740</b>	<b>827.658</b>	<b>1.015.764</b>	<b>1.212.754</b>	<b>1.417.984</b>	<b>1.624.157</b>	<b>1.834.979</b>	<b>2.042.749</b>
Margem Bruta	59,21%	59,36%	59,51%	59,66%	59,81%	59,96%	60,11%	60,26%	60,41%	60,56%
<b>SG&amp;A</b>	<b>(234.229)</b>	<b>(290.963)</b>	<b>(358.275)</b>	<b>(438.800)</b>	<b>(532.083)</b>	<b>(627.613)</b>	<b>(724.914)</b>	<b>(820.162)</b>	<b>(915.208)</b>	<b>(1.006.192)</b>
Desp. com Vendas	(144.991)	(180.432)	(222.578)	(273.108)	(331.791)	(392.111)	(453.784)	(514.426)	(575.201)	(633.684)
% RL	20,14%	19,99%	19,84%	19,69%	19,54%	19,39%	19,24%	19,09%	18,94%	18,79%
Desp. Gerais e Administrativas	(92.529)	(114.657)	(140.825)	(172.031)	(208.053)	(244.745)	(281.910)	(318.052)	(353.888)	(387.922)
% RL	12,85%	12,70%	12,55%	12,40%	12,25%	12,10%	11,95%	11,80%	11,65%	11,50%
Outras Despesas (Receitas)	3.290	4.125	5.128	6.340	7.761	9.243	10.780	12.317	13.881	15.414
% RL	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%	0,46%

Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

## 7.4 PROJEÇÃO DE CAPEX E DEPRECIAÇÃO

A análise dos investimentos realizados em ativos fixos, bem como do impacto anual da depreciação desses ativos, é fundamental para uma compreensão abrangente da dinâmica financeira das empresas. Observa-se que as organizações em estágio de expansão tendem a alocar uma quantidade significativa de seus recursos na aquisição de equipamentos e infraestrutura, resultando em níveis

elevados de Despesas de Capital (CAPEX). Este comportamento reflete o esforço dessas empresas para crescer e consolidar sua presença no mercado.

Em contraste, as empresas que já alcançaram um nível de maturidade e estabeleceram uma posição sólida no mercado geralmente reduzem seus investimentos em expansão operacional. Isso permite que uma maior parcela de seus lucros líquidos seja destinada ao pagamento de dividendos aos acionistas, gerando valor para as próprias empresas.

Portanto, é imprescindível entender a relação entre a fase de desenvolvimento da empresa, seus investimentos em ativos fixos e o processo de depreciação. As organizações em crescimento priorizam a expansão de suas operações e a conquista de uma posição de destaque no mercado, enquanto as empresas mais maduras focam em manter sua posição e recompensar os acionistas. Assim, a compreensão das premissas relacionadas ao CAPEX e à depreciação torna-se uma ferramenta valiosa, fornecendo *insights* essenciais para a análise financeira e estratégica das empresas.

Para fazer as projeções de CAPEX da Track&Field nos próximos anos, foi utilizado como base os investimentos nos últimos três anos dividido pela quantidade de abertura e reforma de lojas próprias, além do investimento na plataforma TFSports. O investimento na plataforma foi aproximado com o número de lojas com base no valor reportado de adição na linha de “*software*” no campo “intangível” do balanço patrimonial dos últimos exercícios e dividido pelo CAPEX médio por nova loja construída ou reformada. A partir dessas premissas, foi calculado o valor médio de R\$7,3 milhões por loja. Como base para um cenário mais realista, estimou-se investimentos em manutenção das lojas mesmo após o período de reforma de todas as lojas próprias.

Para os anos seguintes, o investimento na plataforma TFSports foi estimado para alcançar valores entre 1 e 2% da receita líquida, em linha com os principais competidores como Grupo SBF, controlador da Centauro e Fisia, e Vulcabras. Já em relação às novas lojas, adotou-se o número apresentado na seção de projeção de receita, e as reformas foram projetadas com base no comentário do CEO na conferência de resultados do segundo trimestre de 2023 que gostariam de reformar todas as lojas próprias em até cinco anos.

Essas quantidades de lojas projetadas para os próximos exercícios foram multiplicadas pelo CAPEX médio e corrigido pela inflação estimada para o período. Dessa forma, foi elaborada a linha de CAPEX até 2032 da companhia.

Na projeção de depreciação da companhia, foram utilizados os valores dos anos de 2020, 2021 e 2022 e adotada a alíquota média (16,72%) como base para os cálculos. Para os anos subsequentes, o cálculo da depreciação seguiu a fórmula abaixo:

$$\text{Depreciação} = \text{aliqu. deprec.} \times \text{imobilizado}_{t-1} + \frac{\text{aliqu. deprec.}}{2} \times \text{CAPEX}_t$$

(15)

Desta forma, as projeções do CAPEX e depreciação podem ser visualizadas na figura 16.

Figura 16 - Projeção de CAPEX e DEPRECIÇÃO

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
CapEx	88.399,0	87.827,8	86.769,9	89.806,9	92.950,1	73.297,8	42.673,1	34.351,8	35.554,1	36.798,5
% da receita líquida	12,3%	9,7%	7,7%	6,5%	5,5%	3,6%	1,8%	1,3%	1,2%	1,1%
Imobilizado + Intangível líquido BoP	135.401,0	195.566,8	245.748,3	287.066,4	324.687,7	359.291,0	370.347,1	351.447,5	327.851,7	309.073,0
(+) CapEx	88.399,0	87.827,8	86.769,9	89.806,9	92.950,1	73.297,8	42.673,1	34.351,8	35.554,1	36.798,5
(-) Depreciação	(28.233,2)	(37.646,3)	(45.451,7)	(52.185,6)	(58.346,8)	(62.241,7)	(61.572,6)	(57.947,6)	(54.332,8)	(51.478,6)
Imobilizado + Intangível líquido EoP	195.566,8	245.748,3	287.066,4	324.687,7	359.291,0	370.347,1	351.447,5	327.851,7	309.073,0	294.392,9

Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

## 7.5 PROJEÇÃO DE CAPITAL DE GIRO

As avaliações sobre a progressão do capital de giro foram realizadas tendo em vista os períodos médios de recebimento, estoque e pagamento. Para efetuar esses cálculos, recorreu-se aos dados disponíveis no balanço patrimonial da empresa, abrangendo os montantes relativos às contas a receber dos clientes, aos estoques e às contas a pagar para os fornecedores. Posteriormente, as fórmulas empregadas para realizar esses cálculos são expostas da seguinte maneira:

$$\text{Prazo Médio de Recebimento (dias)} = \frac{\text{Contas a Receber}}{\text{Receita Líquida}} \times 365$$

(16)

$$\text{Prazo Médio de Estoque (dias)} = \frac{\text{Estoque}}{\text{CMV}} \times 365$$

(17)

$$(18) \quad \text{Prazo Médio de Pagamento (dias)} = \frac{\text{Fornecedores}}{\text{CMV}} \times 365$$

Para embasar as projeções futuras, optou-se por adotar a média aritmética dos anos analisados como referencial nas linhas de estoque e fornecedores, já para a linha de contas a receber adotou-se o valor de 2022 pela maior distorção apresentada durante a pandemia. Assim, estabeleceu-se que o prazo médio para recebimentos seria de 98 dias, e para pagamentos, de 99 dias, válidos para todo o período projetado. Em relação ao prazo médio de permanência dos estoques, este foi fixado em 250 dias. Como a empresa está em fase de expansão, há expectativa de normalização desses números ao longo dos próximos anos, desta forma foi adotada um ganho de 1 dia ao ano no PMR. Já para o PME, utilizou-se como *benchmarking* o indicador em diferentes *players* do mercado de varejo, como observado na figura 17:

Figura 17 - Benchmarking PME

PME (em dias) dos Pares	
Companhias	2022
Arezzo	144
Vulcabras	130
SBF	191
Renner	134
<b>T&amp;F</b>	<b>310,1</b>
<b>Média Setor (ex-T&amp;F)</b>	<b>149,8</b>

Fonte: Formulário de Referência das empresas indicadas (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

Com isso, foi adotada uma melhora gradual até 2032, que resultou em um PME de 167 dias. Espera-se que a empresa, ao alcançar maior maturidade das lojas, alcance um prazo médio de estoque mais alinhado ao setor. Para materializar o impacto dessa linha, foi feita análise de sensibilidade utilizando outros comportamentos para a linha de estoques.

Adicionalmente, procedeu-se ao cálculo do ciclo operacional, que resulta da soma entre os prazos médios de recebimento e de estoques, e do ciclo financeiro, que se obtém subtraindo-se o prazo médio de pagamentos do ciclo operacional. Por fim, foi calculada a necessidade de capital de giro de cada período com base nas

linhas do balanço patrimonial e as projeções seguiram as médias aritméticas dos exercícios anteriores.

Figura 18 - Projeções de Capital de Giro

Ano	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
NCG	246.962	286.833	340.801	414.318	487.396	557.002	622.429	680.246	732.003	774.629
Prazo médio de recebimento (Dias)	97,3	96,3	95,3	94,3	93,3	92,3	91,3	90,3	89,3	88,3
Prazo médio de estoque (Dias)	246,9	226,9	216,9	214,9	206,9	198,9	190,9	182,9	174,9	166,9
Prazo médio de pagamentos (Dias)	98,9	98,9	98,9	98,9	98,9	98,9	98,9	98,9	98,9	98,9
Ciclo operacional (Dias)	344,2	323,2	312,2	309,2	300,2	291,2	282,2	273,2	264,2	255,2
Ciclo financeiro (Dias)	245,2	224,2	213,2	210,2	201,2	192,2	183,2	174,2	165,2	156,2

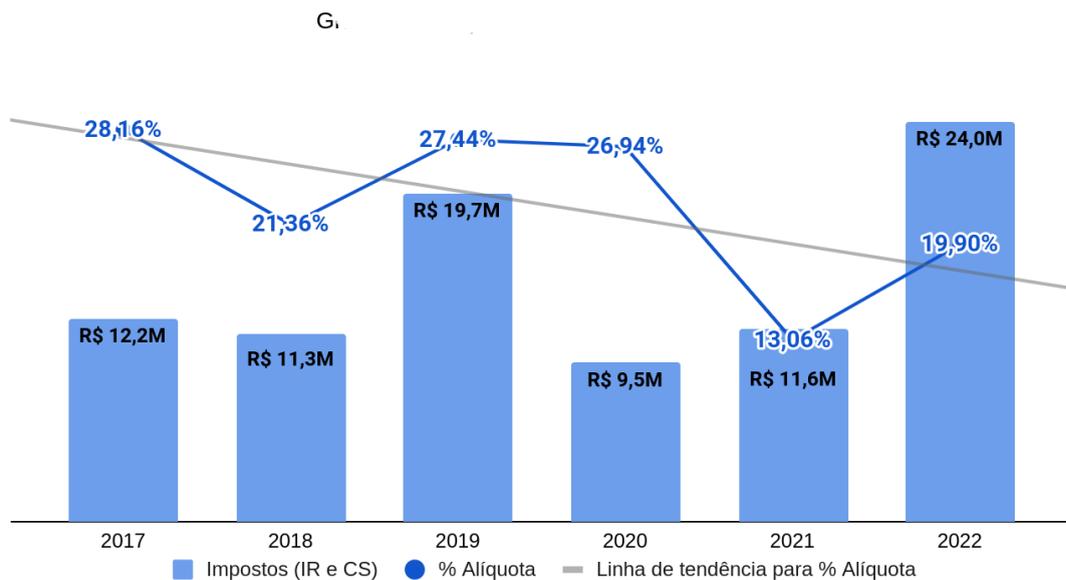
Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

## 7.6 PROJEÇÃO DE IR E CSLL

A companhia é beneficiária de incentivos fiscais de ICMS nas operações com produtos têxteis (artigo 41 do Anexo III do RICMS/SP - Portaria CAT nº 35/17) que são classificados como subvenções para investimento, nos termos da Lei Complementar 160/2017.

Para entender o comportamento do pagamento de impostos (IR e CSLL), foi analisada a alíquota efetiva de 2017 a 2022, dividindo o valor pago de *imposto de renda e contribuição social sobre lucro líquido* sobre o resultado antes de IR e CS.

Gráfico 28 - Impostos e Alíquotas Históricas



Fonte: Formulário de Referência Track&Field (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

De acordo com os dados históricos, a taxa usada na projeção dos estudos será 20%, em linha com o último exercício da empresa e próxima da média dos anos anteriores.

## 7.7 CUSTO DE CAPITAL

O custo de capital é a taxa aplicada aos fluxos de caixa para determinar o valor da empresa. Para realizar esse cálculo, utilizou-se o WACC (Custo Médio Ponderado de Capital), que representa a média ponderada entre o custo do capital próprio e o custo do capital de terceiros. É um elemento crucial para a análise de valor da empresa, pois será a taxa que será descontada do valor presente nos fluxos de caixa futuros.

### 7.7.1 Custo de Capital Próprio

O Custo de Capital Próprio foi calculado pelo método do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), dado pela equação (12) apresentada anteriormente.

No cálculo da Taxa Livre de Risco ( $r_f$ ), adotou-se como referência o retorno atual do título do tesouro brasileiro com prazo de dez anos (LTN 2033). Assim, a partir de dados retirados do Tesouro Direto (2023), essa taxa obtida em 23/10/2023 foi de 11,68% ao ano. Já para o prêmio de mercado ( $pm$ ) foi calculada a média aritmética do *spread* entre os retornos históricos do IBOVESPA e a taxa de juros real e obteve-se o valor de 4,9% em estudo disponibilizado pela XP Investimentos em 2022. Logo, os investidores estimam um retorno mínimo do índice IBOVESPA de 4,9% acima dos juros reais do país.

Para calcular o beta do ativo é utilizada a equação (13) apresentada anteriormente, sendo que foi utilizada uma base com as cotações de fechamento diária das ações da Track&Field (TFC04) e do índice IBOVESPA desde o IPO da empresa em 26/10/2022 até a cotação do dia 23/10/2023 e encontrou-se o valor de 0,8473. Este valor está bastante alinhado com o calculado por Damodaran (2023) para o setor de vestuário (*apparel*) em mercados emergentes para 2023, que resultou em 0,81%.

A partir destes valores calculados, chegou ao custo de capital próprio de 15,83%, conforme a figura 19.

Figura 19 - Custo de Capital Próprio

CAPM	
Taxa livre de risco (rf)	11,68%
Beta alavancado	0,8473
Prêmio de mercado (pm)	4,90%
Custo do Equity (R\$)	15,83%

Fonte: Tesouro Direto, XP Investimentos e Bovespa (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

### 7.7.2 Custo de Capital de Terceiros

O custo do capital de terceiros é calculado a partir da média do custo da dívida total da empresa, levando em consideração também a taxa do imposto de renda (IR). Como a empresa não possui dívidas, não há custo de capital de terceiros para ser incorporado no cálculo do WACC.

### 7.7.3 Resultado do Custo de Capital

Como apresentado no tópico anterior, uma vez que a empresa tem a estrutura de capital composta 100% por capital próprio, o WACC será igual ao Custo de Capital Próprio. A fórmula utilizada para cálculo foi a equação descrita abaixo:

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times Ki + \frac{E}{D+E} \times Ke$$

(19)

Figura 20 - WACC

WACC	
Porcentagem dos Custos de Terceiros (D/(D+E))	0,00%
Custos de Terceiros (Ki)	0,00%
Porcentagem dos Custos de Capital Próprio (E/(D+E))	100,00%
Custo do Capital Próprio (Ke)	15,83%
<b>Custo do Capital</b>	<b>15,83%</b>

Fonte: Tesouro Direto, XP Investimentos e Bovespa (2023) e elaborado pelo autor, 2023.

## 7.8 PROJEÇÃO DA PERPETUIDADE

Neste estudo, optou-se por um horizonte temporal de dez anos para a projeção, seguido de um período de perpetuidade. A escolha por uma década se deve a maior precisão na previsão do mercado, da economia e do potencial de crescimento da empresa nesse intervalo. A empresa está em momento de forte expansão em número de lojas e de investimento na plataforma de *wellness*, e, sendo assim, demanda investimentos substanciais. Prevê-se que haverá uma desaceleração gradual no ritmo de expansão nos anos subsequentes. Escolher um horizonte de dez anos antes da perpetuidade foi uma decisão estratégica, levando em consideração o estágio atual da empresa.

Posteriormente ao período de uma década previsto para análise, entra-se na fase de perpetuidade, que pode ser caracterizada tanto por estabilidade quanto por crescimento. No entanto, a escolha feita para este trabalho foi a de um cenário mais conservador, projetando as finanças com pequeno crescimento real, limitando-se ao ajuste pela inflação mais 1% ao ano. Ademais, a alíquota combinada de IR e CSLL, previamente projetada, será mantida em 20,00% e presume-se que o CAPEX seja exclusivamente para manutenção, equiparando-se ao montante da depreciação.

Finalizando, levando em conta a relação direta entre a necessidade de capital de giro e o crescimento nominal da empresa, estabeleceu-se a premissa de que o investimento em capital de giro acompanhará a taxa de crescimento nominal, correspondente à expectativa inflacionária, taxa de 3,5%, para o último período em análise acrescido de um crescimento real de 1,00%. Dessa forma, fixou-se uma taxa de crescimento de 4,54%, de acordo com as projeções de inflação de longo prazo apresentadas pelo Boletim Focus (2023).

## 7.9 VALOR DA FIRMA E DO EQUITY

Com base nos números elaborados e apresentados nas seções anteriores, projetou-se o fluxo de caixa dos próximos 10 anos da companhia, bem como para o período subsequente de perpetuidade. O cálculo da perpetuidade foi feito com base na equação abaixo:

$$Perp_n = \frac{FC_n \times (1 + g)}{(i - g)}$$

(20)

Onde:

$FC_n$  = Fluxo de caixa no período n;

$i$  = Taxa de desconto;

$g$  = Taxa adotada como crescimento constante.

Neste contexto, a perpetuidade exerceu um papel preponderante, constituindo 71% do valor total obtido pelo fluxo de caixa projetado, R\$2,41 bilhões entre 2023 e 2032 e R\$6,03 bilhões na perpetuidade.

Figura 21 - Projeção do Fluxo de Caixa Livre

DFC (R\$ mil)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Perp.
EBIT	125.218	163.873	207.275	264.014	336.672	425.335	522.899	631.498	746.047	865.438	985.079	985.079
IR e CS	(23.961)	(32.775)	(41.455)	(52.803)	(67.334)	(85.067)	(104.580)	(126.300)	(149.209)	(173.088)	(197.016)	(197.016)
D&A	(18.543)	(28.233)	(37.646)	(45.452)	(52.186)	(58.347)	(62.242)	(61.573)	(57.948)	(54.333)	(51.479)	(51.479)
(-) Var. Capital de giro		(5)	(39.871)	(53.968)	(67.383)	(79.212)	(69.606)	(65.427)	(57.817)	(51.757)	(42.626)	(33.605)
<b>FC Operacional</b>		<b>102.861</b>	<b>88.302</b>	<b>111.792</b>	<b>149.769</b>	<b>202.709</b>	<b>286.472</b>	<b>378.198</b>	<b>481.073</b>	<b>586.261</b>	<b>693.958</b>	<b>702.979</b>
CapEx		(88.399)	(87.828)	(86.770)	(89.807)	(92.950)	(73.298)	(42.673)	(34.352)	(35.554)	(36.799)	(51.479)
<b>FC Investimentos</b>		<b>(88.399)</b>	<b>(87.828)</b>	<b>(86.770)</b>	<b>(89.807)</b>	<b>(92.950)</b>	<b>(73.298)</b>	<b>(42.673)</b>	<b>(34.352)</b>	<b>(35.554)</b>	<b>(36.799)</b>	<b>(51.479)</b>
<b>Free Cash Flow</b>		<b>14.462</b>	<b>475</b>	<b>25.022</b>	<b>59.962</b>	<b>109.759</b>	<b>213.174</b>	<b>335.525</b>	<b>446.721</b>	<b>550.706</b>	<b>657.159</b>	<b>6.028.661</b>

Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

A partir dos fluxos de caixa projetados para os 10 anos de análise e na perpetuidade, o passo seguinte é descontar os valores com base no WACC para encontrar o valor do fluxo de caixa descontado. O cálculo para trazer o fluxo de caixa a valor presente foi feita com base na equação abaixo:

$$\text{Valor Presente do Ativo} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCt}{(1+r)^t} \quad (21)$$

Onde:

$n$  = Duração do fluxo analisado;

$FCt$  = Fluxo de Caixa no período  $t$ ;

$r$  = Taxa de Desconto (WACC apresentado acima).

Com o fluxo de caixa descontado calcula-se o Valor da Firma, Valor do Acionista e Preço por Ação, como apresentado na figura 22.

Figura 22 - Projeção do Fluxo de Caixa Descontado

DFC (R\$ mil)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Perp.
<b>Free Cash Flow</b>	<b>14.462</b>	<b>475</b>	<b>25.022</b>	<b>59.962</b>	<b>109.759</b>	<b>213.174</b>	<b>335.525</b>	<b>446.721</b>	<b>550.706</b>	<b>657.159</b>	<b>6.028.661</b>
Discounted CF	12.485	354	16.100	33.309	52.638	88.261	119.931	137.852	146.713	151.145	1.326.420

Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

Figura 23 - Valor da Firma e do Acionista

<b>Firm Value</b>	<b>2.085.209</b>
<b>Dívida Líquida</b>	<b>(60.489)</b>
<b>Equity Value</b>	<b>2.145.698</b>
<b>Quantidade de ações</b>	<b>159.718</b>
<b>Valor da ação</b>	<b>R\$ 13,43</b>

Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

Durante o mês de outubro de 2023, as ações da Track&Field foram cotadas a R\$12,64 nas mínimas e R\$13,81 na máxima do mês, refletindo um período de alta volatilidade no mercado de ações, tendo como um dos principais fatores a alta e imprevisível taxa de juros americana. O modelo elaborado durante o estudo estimou um valor de R\$13,43, em linha com a cotação atual da empresa. O valor da firma ficou em R\$ 2,09 bilhões, com valor dos fluxos de caixa entre 2023 e 2032 representando 36% do montante, já o valor descontado do fluxo de caixa na perpetuidade representou 64%.

Conforme discutido na seção 7.5, foi observado que o montante de estoques em relação ao custo médio de vendas da Track&Field está em níveis bastante elevados durante os últimos anos em relação aos seus pares. Para o modelo de fluxo de caixa descontado, projetou-se uma melhora gradual dessa métrica ao longo dos dez anos seguintes. Para entender e quantificar o impacto dessa estimativa, foi feita a análise de sensibilidade com o prazo médio de estoques em quatro níveis diferentes. Foi utilizado o valor do exercício de 2022, a média histórica de 2017 a 2022 e a adoção imediata da média aritmética dos pares, além do valor aplicado durante o estudo.

Figura 24 - Análise de Sensibilidade (PME)

		<b>WACC</b>	
		<b>15,83%</b>	
<b>PME (dias)</b>	<b>149,8</b>	<b>13,92</b>	Adotando a média calculada do setor
	<b>202,3</b>	<b>13,43</b>	<b>Melhora escalonada até chegar em 167 dias em 2032</b>
	<b>246,9</b>	<b>11,63</b>	Média histórica sem ganho de eficiência
	<b>310,1</b>	<b>10,61</b>	Utilizando PME de 22 para projeções até 2032

Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

Visando uma análise mais aprofundada, recorreu-se ao modelo de sensibilidade, que avalia o impacto das flutuações tanto do WACC (Custo Médio Ponderado de Capital) quanto da taxa de crescimento na perpetuidade com variações de 0,25% para ambos os lados desses indicadores.

Figura 25 - Análise de Sensibilidade (WACC vs Perpetuidade)

		Crescimento na Perpetuidade				
		4,00%	4,25%	4,54%	4,75%	5,00%
WACC	15,33%	13,99	14,16	14,37	14,53	14,73
	15,58%	13,54	13,70	13,89	14,04	14,23
	15,83%	13,11	13,26	13,43	13,58	13,75
	16,08%	12,70	12,84	13,01	13,14	13,30
	16,33%	12,31	12,44	12,60	12,72	12,87

Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

Através da análise da figura 24 identifica-se que o valor da ação da empresa oscila na faixa de R\$12,31 a R\$14,73, representando queda de -8,34% e aumento de 9,68% em relação ao valor da ação calculado. Com base nessa observação, fica evidente que o modelo é altamente sensível a mínimas flutuações em variáveis macroeconômicas, como inflação e taxa de juros, elementos estes que possuem natureza volátil e estão sujeitos a amplas variações, impactando de maneira substancial o resultado final do modelo proposto.

## 7.10 AVALIAÇÃO RELATIVA (MÚLTIPLOS)

Com o objetivo de complementar o estudo elaborado pelo método do fluxo de caixa descontado, esta seção foca na Análise por Múltiplos, uma técnica comparativa essencial para aferir o valor econômico da empresa em relação ao seu mercado de atuação. A escolha desta metodologia advém de sua capacidade em proporcionar uma visão relativa e contextualizada, fundamentando-se na comparação com empresas similares e em indicadores financeiros consolidados.

Neste contexto, será utilizado o múltiplo EV/EBITDA, dado que é minimamente afetado pela configuração da estrutura de capital de cada organização e permanece inalterado por receitas não relacionadas à operação, assim como por variações nas taxas de imposto e amortização. A análise desses múltiplos não apenas solidifica a base para uma avaliação precisa da Track&Field, mas também permite uma comparação direta com seus concorrentes, assegurando que a avaliação esteja em consonância com as tendências do setor.

Para esta etapa, aplicou-se quatro cenários distintos de comparação por meio das empresas ou índices escolhidos. A empresa Arezzo & Co foi definida por

atuar em mercado próximo ao de vestuário e possuir estrutura de capital aplicado às lojas semelhante à Track&Field, priorizando franquias. Já o Grupo SBF, atua no mercado de varejo de vestuário e calçados esportivos, mas possui estrutura de capital com diferença para a empresa do estudo. Como cenário mais otimista, foi empregado a comparação com a empresa Lululemon, empresa canadense e listada nos EUA, avaliada atualmente em cerca de US\$ 40 bilhões, é a empresa que inventou o conceito de moda "wellness", com roupas não apenas de altíssima qualidade voltadas para o esporte, mas também com uma pegada de luxo e moda. Mesmo com a Track&Field atuando em um mercado menor, apenas o brasileiro, a comparação teve o objetivo de demonstrar o valor que o nicho de atuação possui no mercado exterior.

Por último, o indicador setorial calculado por Damodaran (2023) para o setor de vestuário em mercados emergentes também foi utilizado para compreender a análise com uma ampla gama de empresas do setor.

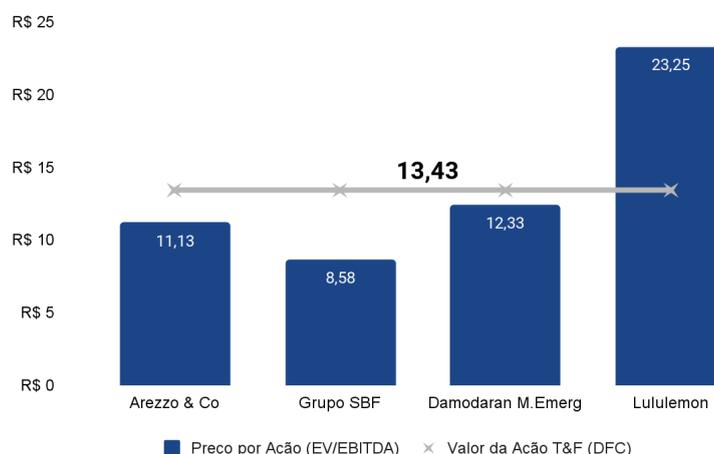
Figura 26 – Análise por Múltiplos

<b>Empresas</b>	<b>EV/EBITDA</b>
Arezzo & Co	11,94
Grupo SBF	9,11
Damodaran M.Emerg	13,28
Lululemon	25,41

Fonte: Elaborado pelo autor, 2023.

Com base nos indicadores acima, efetuou-se a análise por múltiplos para a Track&Field, conectando o valor encontrado na média ponderada de seus concorrentes diretos às suas próprias demonstrações financeiras. Inicialmente, diminuimos o montante da dívida líquida do valor total, visando obter o valor da empresa. Posteriormente, realizamos a divisão pelo total de ações em circulação, culminando na determinação do preço por ação final. A avaliação por múltiplos revelou que o preço da Track&Field apresentou uma variação entre R\$8,58 e R\$23,25.

Figura 27 – Resultado da Análise por Múltiplos



Fonte: Elaborado pelo autor, 2023.

## 7.11 SIMULAÇÃO DE CENÁRIOS E MONTE CARLO

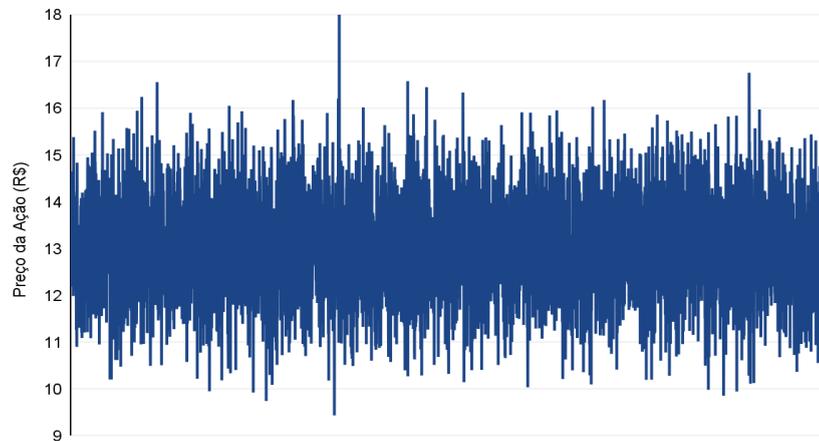
Com o objetivo de aprimorar a análise e incorporar as incertezas inerentes a avaliação de empresas mediante o método do fluxo de caixa descontado, optou-se pela implementação da técnica de Simulação de Monte Carlo. Ela é uma ferramenta estatística robusta, que permite a modelagem e a estimativa de resultados potenciais de eventos incertos, utilizando projeções fundamentadas em distribuições de probabilidade.

Para o caso específico da Track&Field, foi estabelecida uma variável de incerteza: a margem EBIT. Esta variável foi escolhida por sua relevância no contexto dos resultados financeiros da empresa e por sua natureza volátil. A margem operacional foi modelada seguindo uma distribuição normal, com uma média histórica de 20,59% e um desvio padrão de 2,5% determinados a partir de dados financeiros passados da empresa. A simulação foi realizada utilizando o excel, com um total de 5.000 iterações, visando obter uma distribuição dos possíveis valores para o preço por ação da Track&Field.

Os resultados obtidos por meio da simulação foram analisados e apresentados através de gráficos, incluindo um gráfico de dispersão e um histograma. Essa análise visual permitiu identificar a faixa de variação do preço por ação, principalmente entre R\$12,60 e R\$14,00, bem como as probabilidades associadas a cada intervalo de preço. A média e o desvio padrão dos resultados da simulação foram calculados: R\$13,07 e R\$1,06 respectivamente, proporcionando

uma visão quantitativa do valor estimado para o preço por ação e da variabilidade associada a essa estimativa.

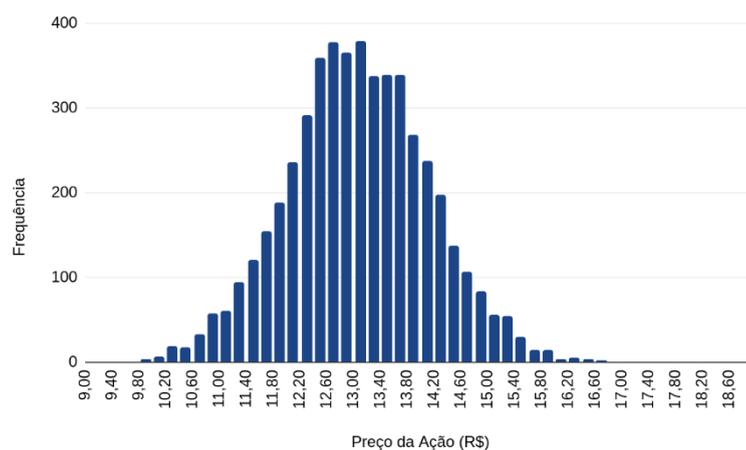
Figura 28 - Dispersão de Resultados pela Simulação de Monte Carlo



Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

Comparando os resultados obtidos pela Simulação de Monte Carlo com aqueles derivados do método do Fluxo de Caixa Descontado, observou-se uma congruência entre as duas abordagens, validando assim as estimativas realizadas e proporcionando maior confiança na avaliação financeira da Track&Field.

Figura 29 - Histograma de Resultados pela Simulação de Monte Carlo



Fonte: Projeções pelo próprio autor e elaborado pelo autor, 2023.

## 8. CONCLUSÃO

O exame de técnicas de avaliação do valor econômico, também conhecido como valuation, é crucial devido à sua aplicabilidade em diversos ramos de finanças e gestão empresarial, incluindo Gestão de Portfólios, Mercado de Crédito Privado (DCM), Fusões e Aquisições (M&A) e Finanças Corporativas. Portanto, o processo de Avaliação de Empresas desempenha um papel fundamental ao prover suporte nas decisões tomadas por administradores de empresas e investidores. É importante ressaltar a significância deste estudo para o campo da engenharia de produção, dada a estreita conexão entre os métodos financeiros analíticos empregados e os princípios e conceitos fundamentais dessa disciplina. O ensino em engenharia de produção fornece aos alunos um entendimento robusto em cálculo, além de análises quantitativas e qualitativas de empresas, preparando-os para implementar técnicas como o Fluxo de Caixa Descontado. Além disso, o processo de valuation está intimamente ligado à habilidade do engenheiro em avaliar e aprimorar processos de produção, reconhecer potenciais investimentos e, também, em determinar a viabilidade econômica de negócios.

O foco principal deste estudo foi conduzir uma análise do valor da Track&Field, através da técnica do Fluxo de Caixa Descontado. Em virtude da natureza acadêmica desta pesquisa, optou-se primeiramente por efetuar um levantamento bibliográfico, com o intuito de estabelecer uma base sólida para as avaliações desenvolvidas posteriormente. A escolha da Track&Field como objeto de estudo se dá pela sua resiliência e forte ritmo de expansão em um mercado caracterizado pela saturação e alta competitividade. A organização se distingue pela criação não apenas de produtos, mas de experiências para seus consumidores, como o circuito de corridas de rua, Track&Field Experience, fundamentadas em uma abordagem estratégica e um comprometimento contínuo com a qualidade.

A empresa vem experimentando um forte momento de expansão, evidenciado pelo crescimento no número de lojas, o qual praticamente duplicou nos últimos cinco anos, ainda que diante das adversidades impostas pelo período de pandemia da COVID-19. Além do aumento quantitativo nas unidades, observa-se também uma evolução notável no desempenho financeiro por loja, um indicador que foi positivamente influenciado pelo plano estratégico de reformas implementado pela empresa, e que promete continuar a gerar valor nos anos vindouros. Em relação à

receita líquida, atingiu-se a marca de R\$568 milhões em 2022 ante R\$276 milhões em 2019, crescimento de 105% em quatro anos.

Para enriquecer e diversificar ainda mais o portfólio de operações da companhia, a inovação vem na forma da criação da TFSports, uma iniciativa que se destaca como um vetor estratégico prioritário para o futuro próximo. Este novo braço da empresa, tratado internamente como uma startup, traz consigo um potencial de impactar positivamente o valor futuro da organização. Cabe ressaltar que, dada a natureza inovadora e emergente desta frente de negócios, ela se encontra ainda pouco explorada em termos de projeções, abrindo um horizonte rico em possibilidades e expectativas positivas para a valorização da companhia no médio e longo prazo.

Essa combinação de expansão consolidada e inovação estratégica coloca a empresa em uma posição vantajosa, preparando-a para, não apenas capitalizar sobre o sucesso atual, mas, também, para percorrer com resiliência e visão de futuro diante dos desafios e oportunidades que se desenham no horizonte. Podemos analisar esse desempenho através dos resultados financeiros estimados, que indicam um valor da firma de R\$2,09 bilhões de reais e um valor do acionista de R\$2,15 bilhões. Além disso, o valor por ação, calculado em R\$13,43 reais, embora seja uma métrica quantitativa, materializa os resultados tangíveis das práticas empresariais adotadas.

A comparação entre os resultados obtidos e as condições vigentes de mercado enfatiza o potencial de crescimento e consolidação da Track&Field em seu segmento, reforçando sua posição como uma alternativa atrativa para investidores. A análise de sensibilidade, considerando variações no WACC e na taxa de crescimento na perpetuidade, ressaltou a solidez do modelo adotado, ao passo que enfatizou a importância do monitoramento constante das flutuações de mercado e das variáveis macroeconômicas.

Não obstante, cumpre destacar as limitações inerentes a este estudo, dentre as quais se incluem a ausência de informações detalhadas em determinadas áreas e a dependência de projeções futuras, características estas intrínsecas ao método do Fluxo de Caixa Descontado. Tais aspectos devem ser ponderados na interpretação dos resultados e na tomada de decisões fundamentadas nesta avaliação.

Para aprimorar a compreensão e análise da Track&Field e de seu segmento de mercado, estudos futuros poderiam investigar o impacto de tendências emergentes no setor de varejo e fitness, como a adoção crescente de tecnologias digitais, sustentabilidade, e a mudança nos hábitos de consumo. Uma análise dessas tendências poderia oferecer insights valiosos sobre possíveis cenários futuros e estratégias inovadoras para a empresa. Outra área de interesse para pesquisa subsequente é o aprofundamento na análise da TFSports, o novo braço da empresa. Investigar em detalhes as projeções de crescimento, estratégias de mercado, e o potencial de sinergia com as operações principais da Track&Field poderia fornecer uma compreensão mais robusta do valor agregado por esta iniciativa.

Por fim, seria relevante realizar um estudo sobre o impacto de variáveis macroeconômicas e de mercado nas projeções de valor da empresa, utilizando diferentes cenários econômicos. Isso não apenas fortaleceria a compreensão dos riscos e oportunidades associados à Track&Field, mas também poderia servir como um modelo para análises similares em outras empresas do setor.

## REFERÊNCIAS

- ALENCAR, Raiely Moreira Barbosa; DIAS, Tays Cardoso. Balanço Patrimonial: A Importância para a Tomada de Decisões em Micros e Pequenas Empresas. *Id on Line Revista Multidisciplinar e de Psicologia*, 2019, vol. 13, n. 43, p. 808-818. ISSN: 1981-1179.
- ASSAF NETO, Alexandre. *Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro*. 9. ed. São Paulo, 2017.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE FRANCHISING (ABF). Desempenho pesquisa de ranking das 50 maiores franquias no Brasil e 10 maiores microfranquias franchising 2022. 2023. Disponível em: <https://www.abf.com.br/>. Acesso em: 25 set. 2023.
- BTG PACTUAL, BANCO, S. et al. Após a pandemia, a recuperação BTG Pactual - Equity Research: Luiz Guanais Luiz Temporini Equity Research Varejo & Consumo: Analisando o setor de Vestuário. Disponível em: <https://atlasinvest.com.br/wp-content/uploads/2021/07/Varejo-Consumo-210705.pdf>. Acesso em: 1 set. 2023.
- BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. *Diário Oficial da União*, Brasília, 28 dez. 2007.
- CAPTERA. Quick commerce: 95% dos consumidores gostariam de reduzir os prazos de entrega. Disponível em: <https://www.capterra.com.br/blog/2365/quick-commerce>. Acesso em: 25 set. 2023.
- DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Empresas*. 3. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2012.
- DUTRA, Danilo. Valuation para Venda: 3 métodos práticos de avaliar empresa. Disponível em: <https://capitalinvest-group.com/pt/valuation-avaliar-empresa/>. Acesso em: 1 set. 2023.
- EIGER, Danniela; SUEDT, Thiago; SENDAY, Gustavo. *Brazil Retail*. São Paulo: XP Research, 2022.
- GIL, Antonio Carlos. *Técnicas de Pesquisa em Economia*. São Paulo: Atlas, 2002.
- IBGE. IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html>. Acesso em: 20 out. 2023.
- JOHNSON, Gerry; SCHOLLES, Kevan; WHITTINGTON, Richard. *Exploring Corporate Strategy: Text & Cases*. 8. ed. New Jersey: Prentice Hall, 2008.

MARION, José Carlos. *Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MARION, José Carlos. *Contabilidade empresarial*. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MATARAZZO, Dante Carmine. *Análise financeira de balanços: abordagem gerencial*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

PÓVOA, Alexandre. *Valuation: como precificar ações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

RI TRACK&FIELD. Apresentação de Resultados. Disponível em:  
<https://www.tfco.com.br/ri/informacoes-financeiras/central-de-resultados>.

SILVA, César Augusto Tibúrcio. *Contabilidade Geral*. 3 ed. Florianópolis: UFSC, 2015.

VICECONTI, Paulo e NEVES, Silvério. *Contabilidade Básica*. 30 ed. São Paulo.