

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

João Decotelli Ballesteros

1710560

Uma Análise Fundamentalista do Grupo Smart Fit
Monografia de Final de Curso

Orientadora: Maria Nazareth de Maciel

Departamento de Economia PUC-Rio

Rio de Janeiro

Novembro de 2021

Uma Análise Fundamentalista do Grupo Smart Fit

Monografia de Final de Curso

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

Rio de Janeiro
Novembro de 2021

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Marcos e Natalia, por todo o apoio e por toda a ajuda que me deram para superar as dificuldades durante toda a caminhada.

À minha orientadora, Maria Nazareth de Maciel, por não só ter me ajudado nessa fase final da graduação, mas também por toda a ajuda e atenção desde o primeiro período de faculdade.

Aos amigos , pela ajuda, pelo companheirismo, pelas noites de estudo e pelas noites de diversão.

Aos demais professores e funcionários da PUC, por terem contribuído em grande parte para o meu aprendizado e para o meu amadurecimento.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 — Número de clientes (MM) Mercado Fitness na América Latina	8
Figura 2 — Taxa de Penetração por País - 2019	9
Figura 3 — Taxa de Penetração - Brasil	10
Figura 4 — Participação do segmento HVLP no mercado de academias de preço baixo.....	11
Figura 5 — Participação da SmartFit (número de alunos) no mercado de academias na América Latina	12
Figura 6 — Participação das 5 principais academias (em número de alunos) - 2019	13
Figura 7 — Participação dos principais grupos (em número de alunos)	13
Figura 8 — Mercado global de fitness digital (em bilhões de dólares).....	14
Figura 9 — Maiores redes de academias (em milhares de alunos) - 2019	16
Figura 10 — Número de Assinantes (milhares).....	18
Figura 11 — Composição Acionária pré-IPO	22
Figura 12 — Composição acionária pós-IPO	22
Figura 13 — Exemplo Básico de DRE	27
Figura 14 — Resumo de um Balanço Patrimonial.....	28
Figura 15 — Modelo de DFC.....	29
Figura 16 — Número de Lojas por Tipo e Localização	36
Figura 17 — Preço médio da mensalidade por região	36
Figura 18 — Quantidade média de membros por academia	36
Figura 19 — Percentual de receita Smart Fit sobre Receita Bruta Total	37
Figura 20 — Percentual de deduções sobre a receita bruta	37
Figura 21 — Receita Líquida e percentual de crescimento ano a ano	37
Figura 22 — Lucro Bruto e Margem Bruta	38
Figura 23 — EBITDA e Margem EBITDA.....	38
Figura 24 — Tabela WACC.....	40
Figura 25 — Divisão em % de unidades novas, em maturação e maduras	41
Figura 26 — Fluxo de Caixa Livre para a Firma da Smart Fit	42
Figura 27 — Valor do Grupo Smart Fit e preço por ação	42

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	6
2	SETOR	8
2.1	MERCADO FITNESS NA AMÉRICA LATINA	8
2.2	HVLP: O MODELO DOMINANTE	10
3	O GRUPO SMART FIT	15
3.1	HISTÓRICO	15
3.2	ECOSSISTEMA SMART FIT	17
3.2.1	SMART FIT: PLANO SMART E PLANO BLACK	17
3.2.2	Queima Diária	17
3.2.3	Microgyms	18
3.2.4	Smart Nutri	19
3.2.5	Complementos	19
3.3	PILARES ESTRATÉGICOS	20
3.4	COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA	21
3.5	GOVERNANÇA CORPORATIVA	23
3.5.1	CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	23
3.5.2	Diretoria Executiva	23
4	PANORAMA SOBRE VALUATION E DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	25
4.1	VALUATION	25
4.2	FERRAMENTAL CONTÁBIL	26
4.3	DEMONSTRATIVO DO RESULTADO DE EXERCÍCIO (DRE)	26
4.4	BALANÇO PATRIMONIAL	27
4.5	DEMONSTRATIVO DE FLUXO DE CAIXA (DFC)	28
5	MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	31
5.1	INTRODUÇÃO AO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO ..	31
5.2	FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA O ACIONISTA (FCFE) E FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA (FCFF)	32
5.3	TAXA DE DESCONTO	32
5.4	CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO	33
6	VALUATION DO GRUPO SMART FIT	35
6.1	PROJEÇÕES MACROECONÔMICAS	35
6.2	RECEITA	35
6.3	DEDUÇÕES E RECEITA LÍQUIDA	37
6.4	LUCRO BRUTO E MARGEM BRUTA	37
6.5	EBITDA	38
6.6	CAPEX E DREPRECIAÇÃO	38
6.7	CAPITAL DE GIRO	39
6.8	TAXA DE DESCONTO	39

6.9	PERPETUIDADE.....	41
6.10	FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA DA SMART FIT	41
6.11	PREÇO DA AÇÃO.....	42
7	CONCLUSÃO	43
	REFERÊNCIAS	44

1 INTRODUÇÃO

Em 2020 e 2021 foi vivenciado um desaquecimento da economia como um todo, em relação a seus patamares normais. Apesar disso, nos dois anos foram evidenciados números recorde de IPOs (Ofertas Públicas Iniciais) desde o ano de 2007 e um número recorde em volume levantado em 2021, com 45 operações e um volume total de R\$ 65,3 bilhões.

Com a taxa básica de juros da economia brasileira em seu menor patamar histórico no ano de 2020, gradualmente ela foi se elevando em 2021. Com a esperança de retomada da economia após o fim da pandemia, as empresas começaram a se preparar e, conseqüentemente, a buscar recursos para poderem investir em suas expansões.

Do outro lado, uma taxa de juros mais baixa fez com que os investidores tivessem que buscar alternativas para sair da renda fixa e da poupança, sendo justamente um dos destinos o mercado acionário.

Sendo assim, foi esse cenário de juros baixos e esperança na retomada que possibilitou a quebra desse recorde, mesmo em um momento de fragilidade econômica.

Mesmo com o recorde recém batido, a tendência é que a temática de IPOs¹ continue em alta, visto que ainda existem mais 30 pedidos em análise pela CVM. Dessa forma, nada mais justo do que estudar uma empresa que fez parte desse recorde e tentar aprofundar os fundamentos por detrás do seu valor inicial. Somado a isso, a escolha pela análise da Smart Fit também levou em conta o destaque e a importância que o meio *fitness* vem ganhando, quando relacionado a um maior bem-estar, saudabilidade e qualidade de vida.

Para a realização desse trabalho, será utilizado primordialmente o ambiente de relações com os investidores da empresa avaliada, que é obrigado por regulação

¹Do inglês: Initial public offering. Significa Oferta Pública Inicial em português.

a divulgar suas informações financeiras trimestralmente. Sendo assim, dentro do trabalho estará contida a divulgação trimestral mais recente de 10 de novembro de 2021.

Além disso, serão utilizadas outras fontes de informações macroeconômicas, de mercado e do setor em que a empresa está inserida, como Banco Central do Brasil, B3, Comissão de Valores Mobiliários e IHRSA². Outros livros e publicações que dizem respeito à contabilidade e à avaliação de empresas em geral também serão utilizados.

²International Health, Racquet and Sportsclub Association

2 SETOR

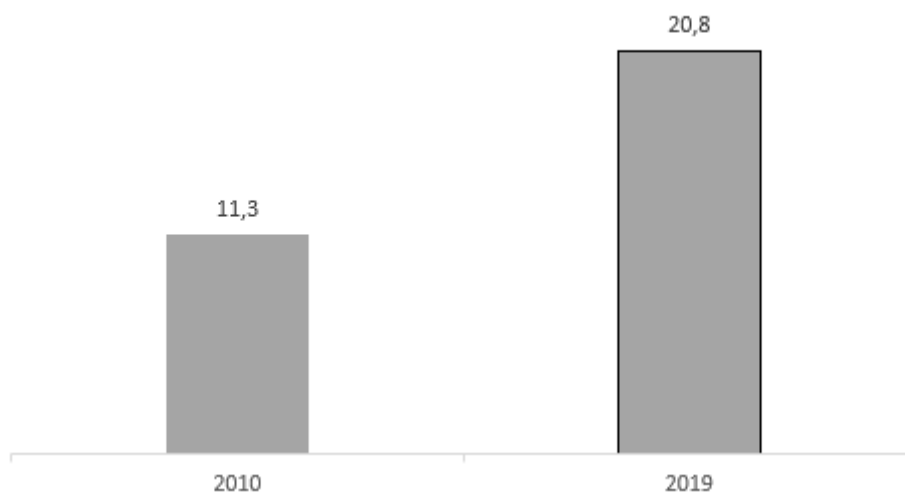
2.1 MERCADO FITNESS NA AMÉRICA LATINA

O maior engajamento na prática de atividades físicas já pode ser considerada uma tendência secular. A percepção e um melhor entendimento do que significa bem-estar contribuíram para elevar a importância de hábitos saudáveis de maneira geral. As academias têm um papel fundamental nessa questão, pois são cada vez mais vistas como um hábito saudável indispensável.

Na América Latina essa tendência não é diferente. Com uma população passando por um processo de envelhecimento e o sedentarismo podendo ser fatal, o exercício se torna ainda mais fundamental conforme se envelhece.

Essa tendência pode ser confirmada com o acelerado crescimento do número de clientes de academias na América Latina, que passou de 11,3 milhões em 2010 para 20,8 milhões em 2019, apresentando um CAGR³ de 7,1%.

Figura 1 — Número de clientes (MM) Mercado *Fitness* na América Latina

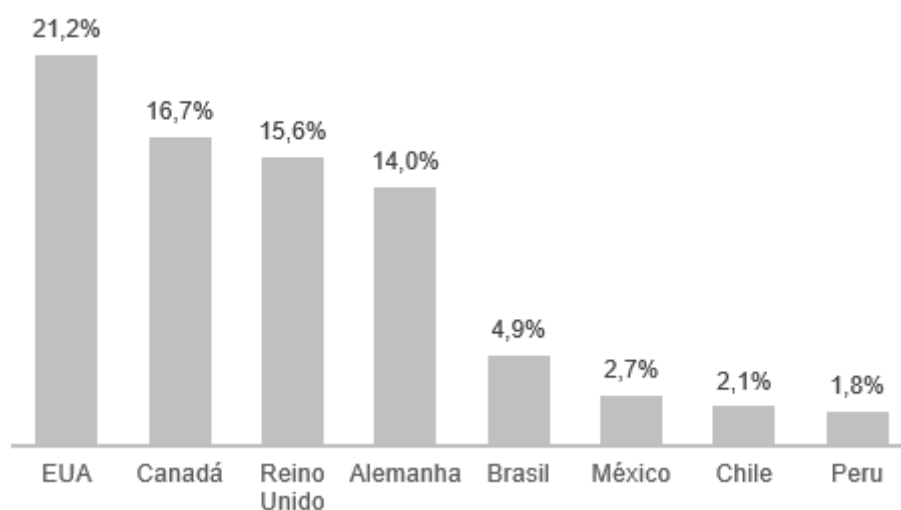


Fonte: Relatórios Globais da IHRSA (2011, 2020)

³Compound Annual Growth Rate - Taxa anual de crescimento composta

Apesar desse acelerado crescimento, esse setor permanece relativamente inexplorado quando comparado com outros países desenvolvidos. Isso pode ser evidenciado através da taxa de penetração por país, que é o percentual de pessoas matriculadas em uma academia. Enquanto países como Estados Unidos, Canadá, Alemanha e Espanha apresentam taxas de penetração acima dos 10%, na América Latina a maior taxa de penetração era de 4,9%, sendo justamente a brasileira.

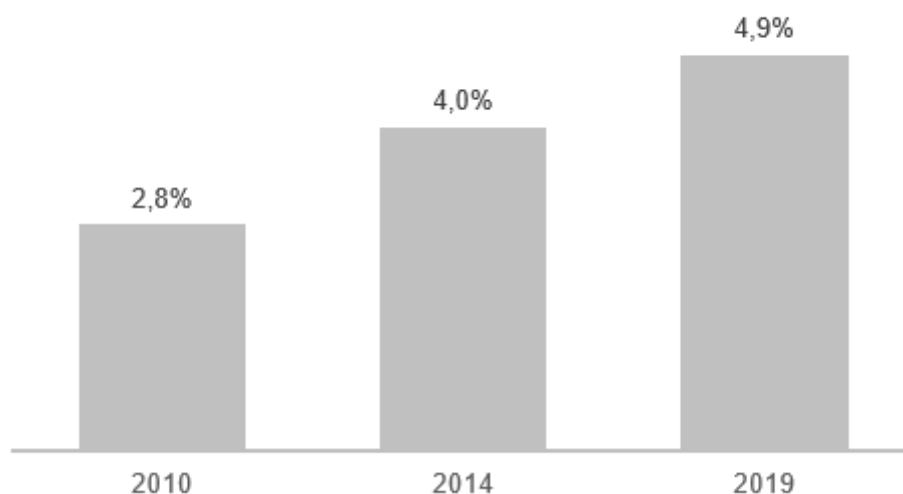
Figura 2 — Taxa de Penetração por País - 2019



Fonte: Relatórios Globais da IHRSA (2011, 2020)

Apesar dessa defasagem em relação aos países desenvolvidos, nos últimos anos já pode ser constatado um movimento de aumento da taxa de penetração de academias no Brasil. De 2010 a 2019 a taxa de penetração foi de 2,8% para 4,9% no território brasileiro.

Figura 3 — Taxa de Penetração - Brasil



Fonte: Relatórios Globais da IHRSA (2011, 2015, 2020)

2.2 HVLP: O MODELO DOMINANTE

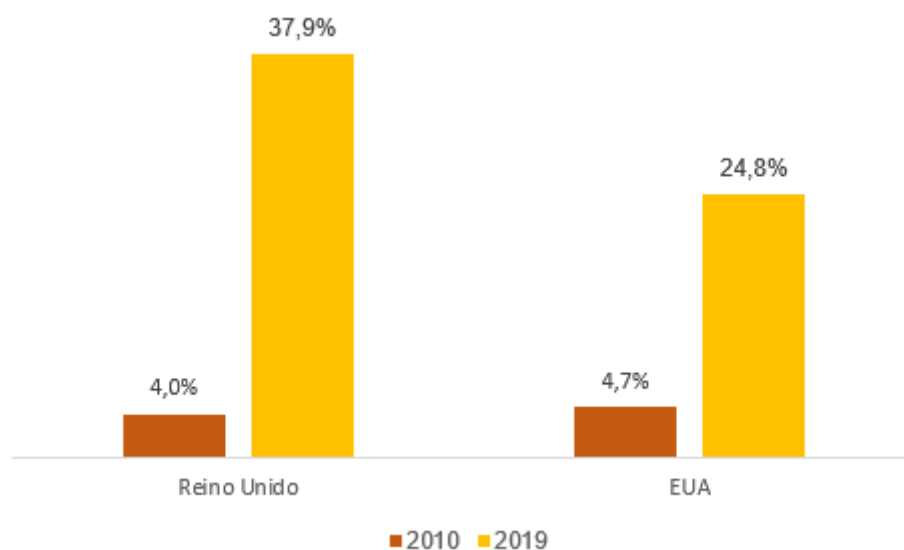
O setor de *fitness* pode ser dividido em três faixas de preço – baixo, intermediário e premium - em que o foco vai do mercado de massa até o mercado mais nichado. Apesar do segmento premium apresentar uma rentabilidade sólida, existe naturalmente um potencial de crescimento limitado. Por outro lado, o segmento de preços baixos é o segmento que apresenta o crescimento mais acelerado através do modelo dominante denominado HVLP: *High-Value, Low Price*⁴.

Nesse modelo, os usuários normalmente têm acesso aos equipamentos de melhor qualidade a um preço mais acessível. Isso é possível pois o tamanho dos competidores desse modelo de negócios confere a eles negociações vantajosas na compra de equipamentos e ganhos de escala. O resultado é que além de novos clientes serem atraídos para as academias, devido ao preço ser menor que o normal, há também uma migração dos clientes das academias na faixa de preço intermediária, que não conseguem competir com o nível de serviço ofertado no HVLP.

⁴ Alto valor, preço baixo em português.

O rápido crescimento desse segmento é um fenômeno que pode ser observado tanto nos países desenvolvidos, quanto no Brasil com o caso da própria Smart Fit, pioneira nesse segmento no país. De 2010 em diante, há um aumento expressivo na participação de mercado que as academias de preços mais baixos têm, chegando de 4% a 37,9% no Reino Unido e de 4,7% a 24,8% nos Estados Unidos.

Figura 4 — Participação do segmento HVLP no mercado de academias de preço baixo



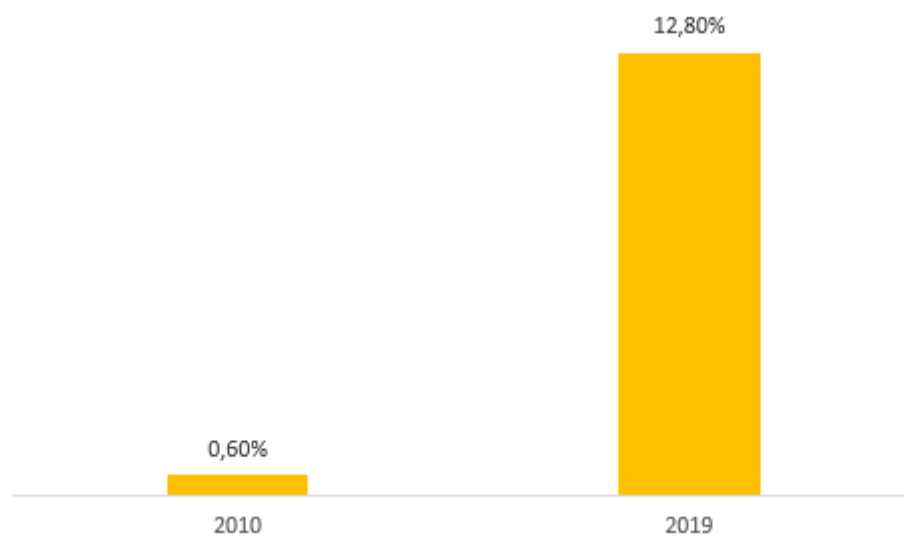
Fonte: State of The UK *Fitness Report*(2012 e 2019) e Relatório Global IHRSA (2020)

Na América Latina, a Smart Fit é a pioneira na adoção desse modelo, então esse acelerado crescimento fica evidenciado no próprio crescimento do grupo. De 2010 a 2019, a rede passou de 66 mil clientes para 2,6 milhões, o que representa uma saída de um *market share*⁵ de 0,6% para 12,8%. Com esses números, o grupo se tornou o grupo do segmento *fitness* com o crescimento mais acelerado no período de 2014 a 2019⁶ (IHRSA...).

⁵ Participação de mercado.

⁶ Relatório

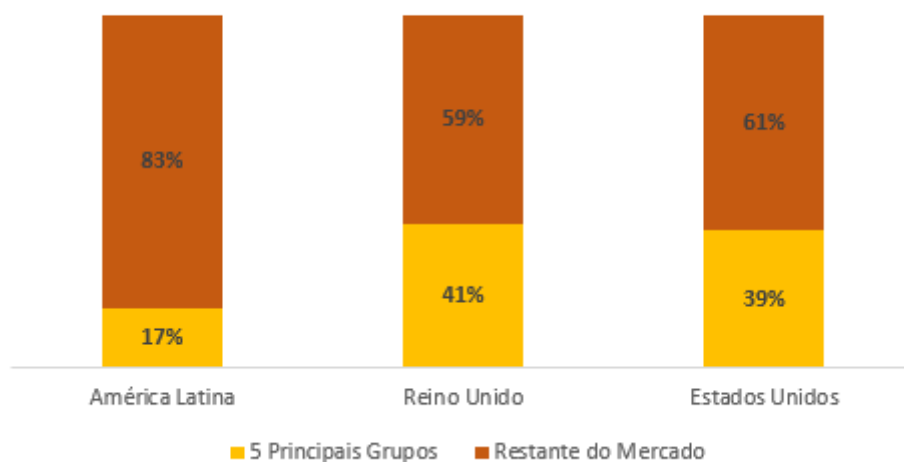
Figura 5 — Participação da Smart Fit (número de alunos) no mercado de academias na América Latina



Fonte: Relatórios Globais da IHRSA (2011, 2020)

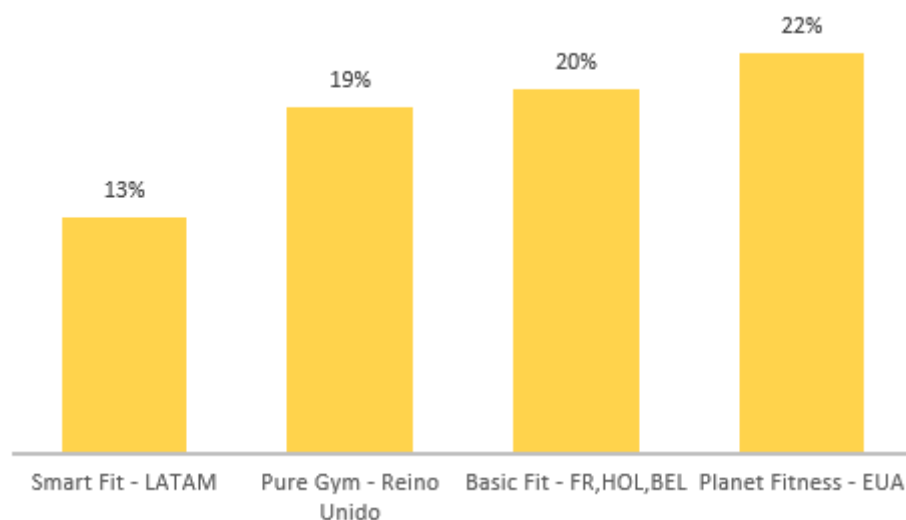
Apesar desse crescimento acelerado na América Latina, ainda existe espaço para a consolidação nesse mercado, quando comparado com países europeus e norte-americanos. Enquanto as 5 principais redes de academias atingem em média 40% do total do mercado nos Estados Unidos e no Reino Unido, na América latina as 5 principais só atingem 17%. Além disso, ao se olhar especificamente para o segmento HVLP, o mesmo fenômeno pode ser observado, já que no exterior as principais redes têm em torno de 20% do mercado, enquanto na América Latina a principal só tem 13%.

Figura 6 — Participação das 5 principais academias (em número de alunos) - 2019



Fonte: Relatórios Globais da IHRSA (2020)

Figura 7 — Participação dos principais grupos (em número de alunos)

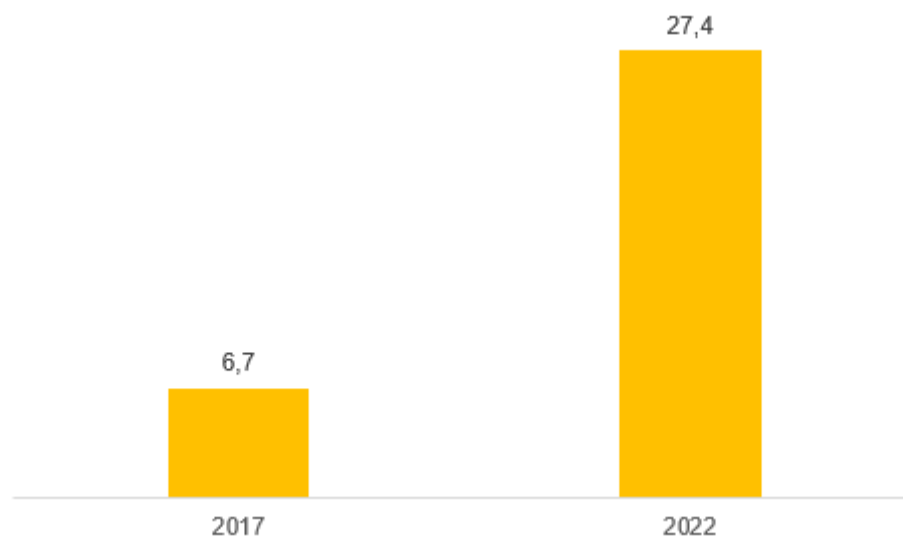


Fonte: Relatórios Globais da IHRSA (2020)

Por último, é relevante falar também do setor de *fitness* digital. Já não é novidade a possibilidade de se exercitar utilizando recursos digitais como apoio. Os aplicativos para celular com esse intuito já existem a algum tempo e além do seu crescimento natural, viram a sua demanda crescer exponencialmente devido ao fechamento das academias na pandemia do Covid-19. Dessa forma, é esperado um

alto potencial de crescimento para o segmento, com um CAGR de 32,6% de 2017 até 2028.

Figura 8 — Mercado global de fitness digital (em bilhões de dólares)



Fonte: Lincoln International - Trends in Digital Fitness (Abril de 2020)

3 O GRUPO SMART FIT

3.1 HISTÓRICO

A Smart Fit tem o seu início a partir da abertura da academia Bio Ritmo em 1996, em São Paulo. Buscando se destacar, foi aberta uma nova unidade em 1997 com uma arquitetura inovadora de modo a promover uma ambientação que pudesse oferecer aos clientes uma experiência mais sofisticada. Para também melhorar a qualidade do serviço, em 2003 foi adotado um modelo gerencial novo, no qual a avaliação da equipe seria feita pelo NPS (Net promoter score) e todo o trabalho seria orientado para a satisfação dos clientes.

Nesse modelo, em 2008 a Bio Ritmo se tornou a maior rede de academias de alto padrão no Brasil. Devido a isso, foram convidados a participar de um evento ainda em 2008 no qual acabaram conhecendo o modelo de academias HVLP. Enxergando potencial nesse tipo de modelo, decidiram trazer essa operação para o Brasil e em 2009 criaram a Smart Fit. Com esse modelo de negócios pioneiro no Brasil, ficou difícil para os outros players competirem, visto que a um preço acessível de 49 reais na época, a Smart Fit conseguia oferecer equipamentos da mais alta qualidade e uma ambientação rapidamente escalável que se assemelhava com o ambiente de academias de alto padrão. Esse novo core business, que se baseava em equipamentos de musculação e de exercícios cardiovasculares (esteira, bicicleta), continuou evoluindo e em 2012 foram acrescentadas aulas coletivas visando alcançar não só o público feminino, mas também um público que não se identificava com a rotina de uma academia comum. Nesse mesmo sentido, foi criado em 2015 um treinamento funcional que além do propósito de alcançar novos públicos, promovia uma melhor otimização do uso do espaço da academia.

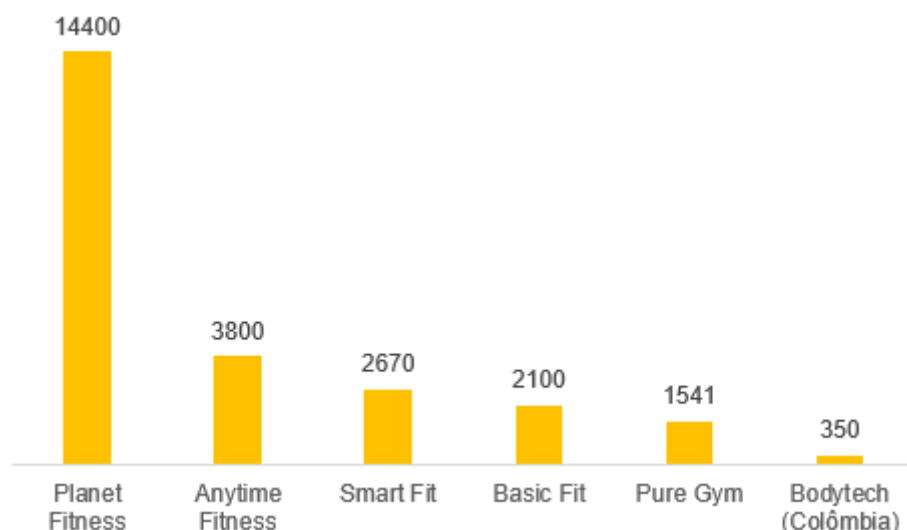
Com a expansão ganhando tração, em 2019 foram inauguradas 87 unidades, com destaque para o mês de dezembro, no qual a cada 16 horas uma unidade era inaugurada. Em 2020, com o início da pandemia do COVID-19, esse ritmo de expansão não pode ser mantido e as academias tiveram que permanecer fechadas por meses devido ao lockdown. Nesse cenário de adversidade, o grupo fez a

aquisição da Queima Diária, plataforma líder na América Latina no segmento de treinos online, o que se mostrou como uma grande oportunidade devido à impossibilidade de frequentar as academias.

Em 2021, esse mercado começou a retomar suas atividades de maneira mais expressiva e desde julho a Smart Fit já opera com 100% das suas academias abertas. Com esse reaquecimento, o grupo também já está se movimentando para a incorporação para a rede mexicana de academias Sports World, que é listada em bolsa e é focada no segmento de alto padrão⁷. Essa incorporação seria responsável por solidificar o México como o segundo maior mercado do grupo depois do Brasil.

Dentre unidades próprias e franquias que já alcançam 13 países, a Smart Fit atingiu a marca de mais de 1000 academias em agosto de 2021, e antes da pandemia contava com 2,8 milhões de alunos. Com esses números, a rede se consolida como a maior da América Latina e como a quarta maior do mundo.

Figura 9 — Maiores redes de academias (em milhares de alunos) - 2019



Fonte: Relatórios Globais da IHRSA (2020)

⁷<https://exame.com/negocios/smart-fit-anuncia-acordo-para-incorporar-rede-mexicana-sportsworld/>

3.2 ECOSSISTEMA SMART FIT

Ainda como Bio Ritmo, de 1996 até 2008 a Smart Fit passou por uma fase de adquirir experiência no mercado de academias. De 2009 a 2018, foi o momento de desenvolver o modelo HLVP disruptivo na América Latina. Desde então, o grupo está numa fase de consolidação da liderança através não só da expansão da rede de academias físicas, mas também da criação de um ecossistema voltado para o mercado de *fitness* e que contenha um potencial sinergizador entre si. Com esse intuito, foram desenvolvidas outras linhas de academias e outras linhas de negócio no meio digital.

3.2.1 SMART FIT: PLANO SMART E PLANO BLACK

A Smart Fit tem duas opções de plano para a inscrição e utilização das academias com diferentes condições e acesso a serviços e benefícios em cada uma delas.

No Plano *Smart*, o valor da mensalidade é de R\$ 69,90 – podendo variar de acordo com a localização – e é cobrada uma taxa anual de R\$ 199,90. Nessa modalidade os alunos têm direito às atividades de treino de força, cardio e às aulas em grupo especiais, não existindo taxa de cancelamento.

No plano *Black* se mantém a mesma taxa anual de R\$ 199,90, mas a mensalidade sobe para R\$ 109,90 – podendo variar de acordo com a localização. São contempladas as mesmas atividades do plano *smart*, no entanto benefícios como cadeira de massagem, camiseta e “traga um amigo” são incluídos. Além disso, no Plano *black* o aluno ganha o direito de frequentar qualquer academia da rede, ao invés de somente a academia em que tem sua matrícula ativa. A última diferença é que nessa modalidade existe uma cláusula de fidelidade de 12 meses.

Atualmente 47% dos clientes se encontram no plano *smart* e os outros 53% no plano *black*.

3.2.2 Queima Diária

Queima Diária é uma plataforma de *streaming* digital que foi adquirida pela Smart Fit em 2020 e oferece programas de treino *online* e *off-line* desde 2016. Já existem 86 programas disponíveis e há uma criação de conteúdos contínua, com a inclusão de novos programas todos os meses.

Conta com 8 milhões de seguidores somados nas redes sociais, uma avaliação de 4,9 nas lojas de aplicativos e uma base de assinantes crescente. Com mais de 400 mil assinantes, o Queima Diária é a maior plataforma de conteúdo digital *fitness* da América Latina.

Figura 10 — Número de Assinantes (milhares)



Fonte: Apresentação Institucional da Smart Fit

3.2.3 Microgyms

A Smartfit também tem uma estratégia fora do segmento de HVLP, na qual diferentes tipos de academias foram criadas, visando um público muito mais nichado, ao invés do modelo de massa e preços competitivos das suas academias tradicionais. Considerado um segmento *premium*, os alunos podem pagar por planos mensais ou comprar aulas avulsas.

Atualmente existem 4 tipos de *microgyms* diferentes: Race Bootcamp, Vidya Studio, Jab House e Tonus Gym. Apesar de terem focos diferentes – funcional, ioga, boxe e musculação – as academias seguem um mesmo padrão de aulas de funcionarem por meio de aulas de no máximo 60 minutos, com uma ambientação pensada para cada tipo de atividade.

Apesar de apresentarem um crescimento sólido, por se tratarem de academias de nicho e por terem um valor de mensalidade mais elevado, o mercado alvo acaba sendo reduzido e com uma expansão limitada.

3.2.4 **Smart Nutri**

Como visto anteriormente, o mercado de aplicativos de saúde e *fitness* apresenta um alto crescimento global. O Smart Nutri é um aplicativo que se insere na tendência de aplicativos de saúde. Dentro da plataforma é oferecido um plano de refeições personalizado e conselhos, além de consultas online com nutricionistas do *marketplace* próprio. Presencialmente ainda existe a medição dos resultados nas academias e a integração com o aplicativo da Smart Fit para viabilizar o acompanhamento dos resultados.

Com uma base de 88 mil clientes e 90 nutricionistas, o aplicativo se mostra como uma oportunidade, visto que agrega valor e apresenta uma sinergia com o restante do ecossistema Smart Fit e aumenta o potencial de venda cruzada dos produtos.

Atualmente o aplicativo conta com dois planos de assinatura de 12 meses, que custam R\$ 14,90 e R\$ 19,90 por mês.

3.2.5 **Complementos**

Além do Smart Nutri, a Smart Fit apresenta outros produtos e serviços que também têm essa finalidade de enriquecer e agregar valor ao ecossistema e aumentar o potencial de venda cruzada.

Desses complementos, é interessante mencionar o Smart Energy e o Smart Fit Coach. O Smart Fit Coach tem uma ideia semelhante ao Smart Nutri, a diferença é que ele é focado no desenvolvimento de programas de treino personalizados. Ao assinar o serviço, se o cliente não for matriculado em uma academia da Smart Fit, ele ganha acesso ao aplicativo da academia. No aplicativo, além de poder acompanhar seu treino montado, o usuário também ganha acesso ao Smart Fit Go, que conta com mais de 450 aulas *online* para treinamentos à distância.

O Smart Energy também é um serviço por assinatura, mas está relacionado ao espaço físico das academias. Sendo um serviço de bebidas esportivas, o assinante paga uma mensalidade de R\$ 19,90 e tem direito a uma dose de 300ml por dia de uma bebida pré ou pós-treino.

3.3 PILARES ESTRATÉGICOS

Através do modelo de HVLP, a Companhia tem como missão a democratização do acesso ao *fitness* de alto padrão, à qualidade de vida e ao bem-estar na América Latina com planos acessíveis e de adesão facilitada. Para alcançar esse objetivo, a Smart Fit quer ser vista pelos clientes como a primeira escolha dentre todas as opções de academia. Além disso, o foco da companhia é sempre em resultados e em melhorar a experiência dos clientes.

Levando isso em consideração, a sua estratégia de crescimento é baseada em três principais pilares: manutenção do crescimento da base de clientes das academias, maior investimento em *fitness* digital e ações de impulsionamento da receita.

No que tange à manutenção do crescimento da base de clientes das academias, a Smart Fit ainda apresenta um grande potencial de desenvolvimento de academias já existentes. Em dezembro de 2019, 56% das academias ainda não tinham atingido a maturidade, visto que normalmente o tempo de maturação é de dois anos. Com a retomada das atividades normais, essas academias apresentam um potencial para o aumento de alunos devido à capacidade total atual das academias que ainda não é 100% explorada.

Além disso, existe um potencial significativo de oportunidades não exploradas em geografias existentes. Com essas oportunidades já mapeadas e um perfil de maturidade previsível, novas aberturas tendem a impulsionar o crescimento nos próximos anos. Apesar de a Smart Fit também ter franquias, a avenida principal de expansão será a de crescimento orgânico com foco principal em cidades de grande porte e médio porte, consolidando sua liderança nas praças de atuação. É válido lembrar que esse tipo de estratégia é possível devido à já mencionada fragmentação e baixa penetração do mercado de *fitness* na América Latina.

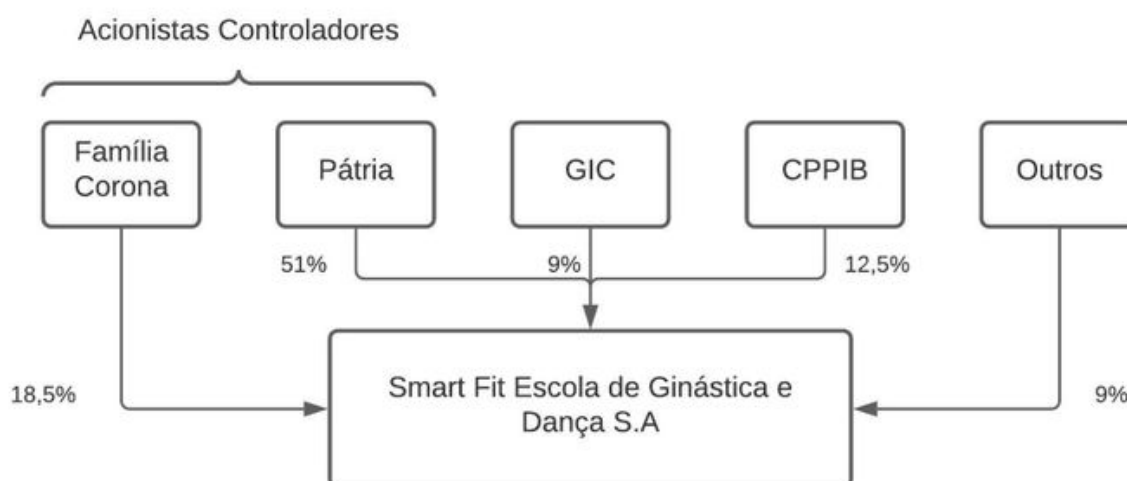
Para o canal remoto, a ideia é expandir a experiência digital para todas as regiões de atuação da estratégia física. Manter a criação de conteúdo continua como pilar para aumentar o engajamento dos usuários, incluindo o lançamento de produtos novos abrangendo públicos diferentes. Aumento do tráfego e da escalabilidade da plataforma também estão no radar, assim como um maior investimento em marketing digital e melhoria das plataformas digitais.

Dentre as ações diversas, a principal ideia é impulsionar o número de inscrições no plano Black, visto que apresenta um ticket maior, o que levaria a uma elevação do ticket médio da empresa. Além disso, a Companhia busca ampliar a oferta de serviços que possam ser atrelados à prática de atividade física, visando aumentar as margens do negócio e aumentar o valor agregado do ecossistema Smart Fit na visão do usuário.

3.4 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA

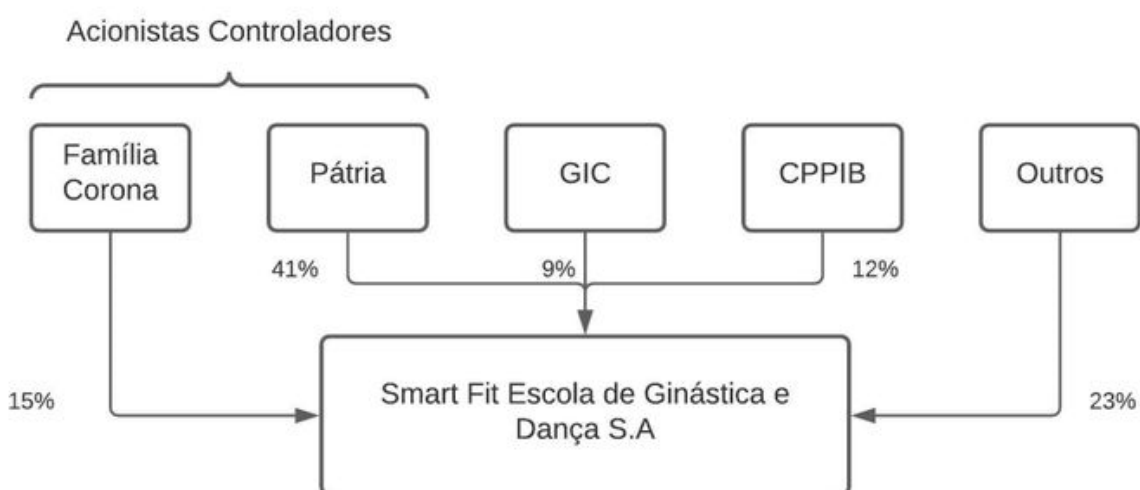
Os acionistas controladores permaneceram os mesmos após o IPO. O Patria investimentos investe na Smart Fit desde 2010, o GIC se juntou à Smart Fit em 2014 e o CPPIB em 2019.

Figura 11 — Composição Acionária pré-IPO



Fonte: Prospecto Definitivo da Oferta Pública da Smart Fit

Figura 12 — Composição acionária pós-IPO



Fonte: Prospecto Definitivo da Oferta Pública da Smart Fit

3.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA

3.5.1 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O Conselho de Administração é formado por 8 integrantes com mandato unificado de 2 anos. Todos os membros são eleitos pela Assembleia Geral e passíveis de destituição, sendo permitida a reeleição. Em conformidade com as definições do Regulamento do Novo Mercado, no mínimo 2 ou 20% dos conselheiros deverão ser independentes.

É responsabilidade do conselho não só a formulação, como também o monitoramento para serem implantadas as políticas gerias de negócios da Companhia, sejam elas estratégias de curto ou longo prazo. Outra responsabilidade é a supervisão dos diretores da Smart Fit.

O conselho de administração é composto pela presidente Soraya Teixeira Lopes Corona, pelos membros Edgard Gomes Corona, Ricardo Leonel Scavazza, Daniel Rlzardi Sorrentino, Diogo Ferraz de Andrade Corona, Leonardo Lujan Gonzalez, e pelos membros independentes Wolfgang Stephan Schwerdtle e Ricardo Lerner Castro.

3.5.2 Diretoria Executiva

A diretoria executiva tem como responsabilidade a administração da gestão dos negócios no dia a dia. Os diretores são os responsáveis por não só assegurar que as operações ocorram de forma adequada, mas também por planejar e implementar projetos e novos processos.

Na Smartfit, o presidente da diretoria executiva é o Edgard Gomes Corona, o Thiago Borges é o CFO⁸, André Pezeta o vice-presidente de operações e

⁸ Chief Financial Officer: Diretor Financeiro

desenvolvimento de novos negócios, Diogo Corona o COO⁹, Juana Melo Pimentel a Diretoria Jurídica, Leonardo Cirino o CMO¹⁰ e Alexandre Gregianin o CTO¹¹.

⁹ Chief Operating Officer: Diretor de Operações

¹⁰ Chief Marketing Officer: Diretor de Marketing

¹¹ Chief Technology Officer: Diretor de Tecnologia

4 PANORAMA SOBRE VALUATION E DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

4.1 VALUATION

Existem diferentes metodologias para se avaliar uma empresa, mas segundo Damodaran (2012) essas metodologias podem ser incluídas dentro de três abordagens diferentes: fluxo de caixa descontado, relativa e por direitos contingentes.

A primeira delas é a que vai ser usada nesse trabalho, sendo conhecida como Valuation pelo fluxo de caixa descontado, na qual os fluxos de caixa futuros são descontados por uma taxa de juros ajustado pelo risco para se chegar em um valor. Essa abordagem, também denominada de intrínseca, apesar de não ser a mais utilizada no cotidiano do mundo real, pode ser considerada como a base na qual as outras abordagens são construídas. A segunda abordagem é a abordagem relativa, na qual o valor de um ativo é determinado a partir do preço de ativos semelhantes, padronizados por uma variável comum como por exemplo EBITDA ou receita. Por detrás dessa abordagem existe uma premissa de que o mercado, em média, consegue precificar corretamente os ativos comparáveis. A última abordagem é a abordagem por direitos contingentes, também conhecida como avaliação por opções reais. Nessa alternativa, um ativo com características de uma opção é avaliado a partir de um modelo de precificação de opções.

É importante enfatizar que, por mais que sejam abordagens distintas, elas não são mutuamente excludentes, e por isso também é interessante a combinação do uso de diferentes abordagens para uma análise mais aprofundada.

Apesar de todas essas abordagens envolverem números e muitos cálculos, não se pode confundir a prática do valuation com uma ciência exata. O resultado sempre estará sujeito à subjetividade do analista envolvido e suas expectativas tanto para o futuro da empresa como de risco. Além desse fator subjetivo nas premissas, por se tratar de uma previsão, pode acontecer de haver um desvio na execução do

planejamento da empresa avaliada, o que aumenta ainda mais a distância para uma ciência exata.

4.2 FERRAMENTAL CONTÁBIL

No contexto interno de uma empresa, a contabilidade é uma ferramenta que não só auxilia no entendimento da situação da empresa, mas também no processo de tomada de decisão a partir da produção de relatórios padronizados.

Por obrigação regulatória, as empresas de capital aberto são obrigadas a disponibilizar publicamente alguns de seus relatórios contábeis, que passam a ser chamados de demonstrações financeiras. Por fornecerem informações valiosas acerca do estado e da saúde financeira de uma empresa, essas demonstrações são indispensáveis ao se fazer um valuation. Dessa forma, será feita uma breve introdução às principais demonstrações financeiras para a avaliação de uma empresa.

4.3 DEMONSTRATIVO DO RESULTADO DE EXERCÍCIO (DRE)

No demonstrativo do resultado do Exercício, é feita a apuração de lucro ou prejuízo da empresa durante o exercício social analisado, que consiste em um período de um 1 ano. Para tal apuração, ao final de cada período são apuradas todas as receitas e todas as despesas em uma estrutura vertical a fim de se criar uma estrutura dedutiva na qual as despesas são subtraídas das receitas.

É importante ter em mente que a DRE deve estar de acordo com o Princípio da competência, ou seja, os seus itens devem ser lançados no seu devido período de referência, independente do seu recebimento ou pagamento.

Figura 13 — Exemplo Básico de DRE

	Receita Bruta	25.420.000
	(-) Impostos sobre Vendas	<u>(1.300.000)</u>
	Receita Líquida	24.120.000
	(-) Custo do Produto Vendido	<u>(12.020.000)</u>
	Lucro Bruto	12.100.000
DRE	(-) Despesas de Vendas	(3.100.000)
	(-) Despesas Administrativas	<u>(3.400.000)</u>
	Lucro Antes Desp. Rec. Financeiras	(5.600.000)
	Receitas Financeiras	1.200.000
	(-) Despesas Financeiras	<u>(2.400.000)</u>
	Lucro Antes Tributos s/Lucro	4.400.000
	(-) I. Renda e CSLL	<u>(1.900.000)</u>
	Lucro Líquido do Período	2.500.000

Fonte: Marion (1992)

4.4 BALANÇO PATRIMONIAL

O balanço patrimonial é um retrato da posição financeira de uma empresa no final do exercício social em apuração. Considerada a principal demonstração contábil, é constituída por duas colunas, sendo a da esquerda a coluna dos ativos e a da direita a coluna dos passivos e do patrimônio líquido. A fim de simplificar a interpretação, os itens do balanço são divididos em grupos de contas de acordo com seu grau de liquidez (capacidade ou necessidade de transformar o bem ou obrigação em dinheiro de maneira mais rápida). Dessa forma, tanto o Ativo quanto o Passivo são divididos em: circulante (realizável a curto prazo) e não circulante (realizável a longo prazo)

Na coluna de ativos, são relatados todos os bens e direitos proprietários que podem ter seu valor mensurado monetariamente controlados pela empresa, podendo esses bens representarem benefícios presentes ou futuros para a empresa. Na coluna do passivo, são relatadas as obrigações exigíveis da empresa ordenadas em grupos de contas de acordo com suas respectivas datas de vencimento. Ainda no lado do passivo, temos também o patrimônio líquido, que

diferente do restante do passivo, são obrigações não exigíveis. Esse grupo inclui o capital investido dos sócios e as reservas de lucro.

Figura 14 — Resumo de um Balanço Patrimonial

ATIVO	PASSIVO e PATRIMÔNIO LÍQUIDO
<p><u>Circulante</u> (São contas que estão constantemente em giro – em movimento –, sendo que a conversão em dinheiro será, no máximo, no próximo exercício social).</p> <p><u>Não Circulante</u></p> <p>– Realizável a Longo Prazo (São Bens e Direitos que se transformarão em dinheiro após um ano¹ do levantamento do Balanço).</p> <p>– Investimentos (São as inversões financeiras de caráter permanente que geram rendimentos e não são necessárias à manutenção da atividade fundamental da empresa).</p> <p>– Imobilizado (São itens corpóreos de natureza permanente que serão utilizados para a manutenção da atividade básica da empresa).</p> <p>– Intangível (São itens <i>não corpóreos</i> destinados à manutenção da atividade básica da empresa)</p>	<p><u>Circulante</u> (São obrigações exigíveis que serão liquidadas no próximo exercício social: nos próximos 365¹ dias após o levantamento do Balanço).</p> <p><u>Não Circulante</u> – Exigível a Longo Prazo (São as obrigações exigíveis que serão liquidadas com prazo superior a um ano¹ – Dívidas a longo prazo).</p> <p><u>Patrimônio Líquido</u> (São os recursos dos proprietários aplicados na empresa. Os recursos significam o capital mais seu rendimento – Reservas de Lucro).</p>

Fonte: Marion (1992)

4.5 DEMONSTRATIVO DE FLUXO DE CAIXA (DFC)

Anteriormente foi o apresentado o regime de competência na construção da do DRE. No caso do DFC, será utilizado o regime de Caixa, no qual as receitas devem ser contabilizadas no momento de seu recebimento e as despesas devem ser contabilizadas no momento de seu pagamento.

Dessa forma, o DFC contabiliza o resultado do fluxo financeiro a partir da indicação de todo o dinheiro que entrou e saiu no caixa. Além de receitas e despesa, são também incluídos os resultados de investimentos e financiamentos que afetaram o caixa no período analisado.

Tanto a DFC quanto a DRE são demonstrações dinâmicas e estão contidas no Balanço Patrimonial, que por ser um retrato da situação da empresa, é uma demonstração estática. Dessa forma, existe uma conciliação dessas três demonstrações, apesar de mostrarem ângulos diferentes.

Figura 15 — Modelo de DFC

Itens	Receita Recebida (-) Caixa Dispendido na Produção/Custo
a.	Caixa Bruto Obtido nas Operações
	(-) Despesas Operacionais Pagas - Vendas - Administrativas - Despesas Antecipadas
b.	Caixa Gerado nos Negócios Não Operacionais
	(+) Outras Receitas (Diversas) Recebidas (-) Outras Despesas Pagas
c.	Caixa Líquido após os Fatos Não Operacionais
	(+) Receitas Financeiras Recebidas (-) Despesas Financeiras Pagas (-) Dividendos
d.	Caixa Líquido após a Remuneração ao Capital
	(-) Amortização de Empréstimos
e.	Caixa após a Amortização de Empréstimos
	(+) Novos Financiamentos - Curto Prazo - Longo Prazo (+) Aumento de Capital em Dinheiro (+) Outras Entradas
f.	Caixa após Novas Fontes de Recursos
	(-) Aquisição de Permanente
g.	Caixa Líquido Final

Fonte: Iudicibus e Marion (2010)

5 MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

5.1 INTRODUÇÃO AO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Pelo método do fluxo de caixa descontado, o valor esperado de um determinado ativo é igual ao quanto ele consegue gerar de caixa nos períodos futuros. Nesse sentido, são feitas as projeções de fluxo de caixa, e a função do método é trazer essas estimativas a valor presente. Matematicamente, isso pode ser expresso através da seguinte equação:

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

onde:

n é o número de períodos do ativo a ser somado

FCt é o fluxo de caixa em determinado período t

r é a taxa de desconto.

Uma premissa normalmente adotada ao se avaliar empresas, é a premissa de que a empresa existirá na perpetuidade. Dessa forma, seria necessário fazer previsões acerca dos infinitos fluxos de caixa restante, o que não é possível. Para solucionar esse problema, é calculado o Valor Terminal da empresa. Nesse cálculo é considerada a última projeção de fluxo de caixa de uma empresa em um período de normalmente cinco ou dez anos, e depois é assumida uma taxa de crescimento constante para a empresa.

$$Valor\ Terminal = FC_{n-1} \times \frac{1+g_n}{r-g_n} \quad (2)$$

onde:

FCn-1 é o último fluxo de caixa projetado

g é a taxa de crescimento na perpetuidade
 r é a taxa de desconto.

5.2 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA O ACIONISTA (FCFE) E FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA (FCFF)

Como foi mostrado na seção anterior, o valor de uma empresa depende dos fluxos de caixa futuros. Para realizar tal cálculo existem duas maneiras. A primeira é através do Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE)¹² e a segunda é através do Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)¹³. É sempre possível a partir do valor de umas dessas medidas, chegar no valor da outra.

Por um lado, o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista é uma medida do quanto de dinheiro estaria disponível aos acionistas depois da empresa ter pagado todas as despesas, o reinvestimento e as dívidas.

Por outro lado, no Fluxo de Caixa Livre para a Firma não são descontados os pagamentos de dívida do seu cálculo. Dessa forma, o FCFF é uma medida do quanto estaria disponível não só aos acionistas, mas também aos investidores por dívida da companhia.

5.3 TAXA DE DESCONTO

No cálculo do valor de uma companhia pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado é preciso ter a taxa de desconto utilizada para trazer os fluxos de caixa a valor presente. Para calcular essa taxa de desconto, será utilizado o WACC¹⁴, que significa custo médio ponderado de capital. Nessa fórmula é considerado tanto o custo de se financiar por capital próprio, quanto o custo de se financiar por capital de

¹²Do inglês: Free Cash Flow to Equity

¹³Do inglês: Free Cash Flow to Firm

¹⁴Weighted Average Cost of Capital

terceiros, sendo então ponderar a participação de cada tipo de financiamento sobre o total.

$$WACC = Ke \cdot \left(\frac{E}{(E + D)} \right) + Kd \cdot \left(\frac{D}{(D + E)} \right) \cdot (1 - t) \quad (3)$$

onde:

Ke é o custo do capital próprio

E é o valor de mercado da empresa, total de equity

D é o valor de mercado da dívida, total da dívida

t é a alíquota de impostos.

5.4 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Para se calcular o WACC é necessário o valor do custo do capital próprio. Tendo isso em vista, será utilizado o CAPM¹⁵, que em português corresponde a Modelo de Precificação de Ativos de Capital. Esse modelo descreve a relação entre risco sistemático e o retorno esperado para ativos, sendo normalmente esses ativos ações de empresas.

$$E(R_i) = Ke = Rf + \beta_i \times (E(R_m) - Rf) \quad (4)$$

onde:

$E(R_i)$ é o retorno esperado para o ativo i ,

¹⁵Do inglês: Capital Asset Pricing Model

K_e é o custo de capital próprio,

R_f é a taxa livre de risco,

β_i é a medida de sensibilidade do ativo em relação aos movimentos do mercado,

$E(R_m)$ é o retorno esperado do mercado,

$E(R_m) - R_f$ é o prêmio de risco do mercado.

6 VALUATION DO GRUPO SMART FIT

6.1 PROJEÇÕES MACROECONÔMICAS

Nos últimos meses foi visto um fenômeno de aceleração da inflação e a consequente resposta de subida da taxa básica de juros para frear essa escalada. Apesar dessa rápida aceleração, as projeções para os anos seguintes mostram uma melhora no IPCA com uma SELIC ainda em um patamar mais alto do que foi visto nos últimos anos. As projeções da tabela abaixo são do Itaú BBA¹⁶ até o ano de 2025, para 2026 foi considerado o mesmo patamar do ano anterior. A tabela representa os indicadores macroeconômicos considerados no valuation da Smart Fit.

6.2 RECEITA

A principal linha de receita da companhia é a linha de academias próprias da Smart Fit, apesar de já existirem outras novas frentes de receita. Para calcular essa linha principal foi considerado o número de academias, o preço médio pago na mensalidade, o número de membros por academia e também a fase de maturação da academia.

Como premissa, foi adotado que uma unidade própria da Smart Fit demora 2 anos para atingir a maturidade, que é quando atinge seu número de membros potencial.

Em relação ao número de lojas, foi considerado um crescimento mais acelerado da estratégia de lojas próprias na América Latina e no México, e um crescimento percentual um pouco menor do número de lojas próprias no Brasil.

¹⁶<https://www.itaubba.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/projecoes>

Figura 16 — Número de Lojas por Tipo e Localização

Região e Tipo de Loja	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Total de Lojas	826	900	1070	1256	1479	1702	1925	2083
BR - Smart Fit	343	368	444	514	599	684	769	829
BR - Franquias	145	159	179	184	189	194	199	204
MEX - Smart Fit	154	172	186	221	271	321	371	409
AL - Smart Fit	147	164	209	270	338	406	474	514
Franquias Internacionais	37	37	52	67	82	97	112	127

Fonte: Elaboração do Autor

Para a mensalidade média nas academias, foi considerado no Brasil um valor mais baixo em 2021 do que em 2019 como uma estratégia anunciada de acelerar a recuperação da base de clientes no contexto pós-pandemia. De 2024 em diante é somente considerado um repasse da inflação.

Figura 17 — Preço médio da mensalidade por região

Região	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Brasil	91,0	55,0	73,7	89,7	97,7	101,1	104,6	106,1
Mexico	92,1	59,1	99,3	111,5	118,2	120,5	120,2	127,7
América Latina	79,1	30,8	79,1	98,5	98,2	99,9	98,9	103,3

Fonte: Elaboração do Autor

O mesmo argumento vale para a quantidade média de membros por academia. Somando a recuperação do número de membros devido à pandemia do coronavírus com a abertura de novas unidades, que normalmente tem menos membros por não serem maduras, o resultado é que o número médio de membros por academia só atinge o patamar de 2019 em 2023 e depois cresce de maneira estável conforme as unidades vão maturando.

Figura 18 — Quantidade média de membros por academia

Região	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Brasil	3141	3044	1864	2430	3158	3295	3334	3437
Mexico	2846	2759	1561	2125	2906	2998	3062	3170
América Latina	2095	2945	1660	2167	3202	3323	3393	3574

Fonte: Elaboração do Autor

A partir dessa expansão acelerada da linha de negócios de unidades próprias, a participação dessa linha de receita sobre o total da receita bruta sai de 84% em 2021 para 94% em 2026.

Figura 19 — Percentual de receita Smart Fit sobre Receita Bruta Total

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Receita Bruta	1.607	2.996	4.965	6.143	7.213	8.372
Smart Fit	1.353	2.613	4.533	5.675	6.717	7.851
% da Receita Bruta	84%	87%	91%	92%	93%	94%

Fonte: Elaboração do Autor

6.3 DEDUÇÕES E RECEITA LÍQUIDA

Do ano de 2016 até o ano de 2019 foi observado uma redução no percentual de deduções da receita bruta de 11,8% para 10,3%. Conforme a operação da Smart Fit fora do Brasil ganha mais peso sobre o total, o percentual médio de deduções diminui. Dessa forma, é esperada uma redução gradual desse número até a casa dos 9,5%.

Figura 20 — Percentual de deduções sobre a receita bruta

	2016	2017	2018	2019	2020
Gross Revenues	971	1.187	1.651	2.213	1.409
Taxes, Discounts	- 114	- 135	- 177	- 229	- 152
% da Receita Bruta	11,8%	11,4%	10,7%	10,3%	10,8%

Fonte: Elaboração do Autor

Subtraindo as deduções, encontra-se a receita líquida da Smart Fit. Nos anos de 2022 e 2023 o crescimento acelerado ainda é reflexo da recuperação aos patamares normais, aliada ao plano de expansão da companhia. De 2024 em diante, pode-se ver que o crescimento continua, mas num ritmo mais devagar.

Figura 21 — Receita Líquida e percentual de crescimento ano a ano

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Receita Líquida	1.441	2.699	4.481	5.548	6.516	7.569
% Crescimento		87%	66%	24%	17%	16%

Fonte: Elaboração do Autor

6.4 LUCRO BRUTO E MARGEM BRUTA

A pandemia do coronavírus causou uma queda brusca na margem bruta de lucro da Smart Fit, saindo de 48% em 2019, para 34,1% em 2020. Com isso em mente, há uma melhora gradual da margem bruta de lucro até o patamar de 49% em 2026.

Figura 22 — Lucro Bruto e Margem Bruta

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Lucro Bruto	471	1.140	2.153	2.683	3.162	3.720
Margem Bruta	33%	42%	48%	48%	49%	49%

Fonte: Elaboração do Autor

6.5 EBITDA

EBITDA¹⁷ é uma sigla em inglês que significa lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações. Constitui um indicador muito utilizado, devido ao fato de indicar o resultado das atividades operacionais da empresa. De maneira similar, a margem EBITDA constitui também uma métrica importante, muito utilizada para comparar empresas do mesmo setor ou semelhantes.

No caso da Smart Fit, a margem EBITDA sofreu uma considerável queda no ano de 2020, saindo de 27,8% em 2019 para 4,3%. As projeções consideram a recuperação da margem EBITDA, chegando a 32% em 2026 devido à melhores margens nas lojas mais novas.

Figura 23 — EBITDA e Margem EBITDA

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBITDA	88	578	1.344	1.716	2.046	2.447
Margem EBITDA	6%	21%	30%	31%	31%	32%

Fonte: Elaboração do Autor

6.6 CAPEX E DREPRECIAÇÃO

¹⁷Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

A abreviação CAPEX significa despesas de capital em português. Dentro dessa classificação ficam os valores destinados para a compra de bens de capital. No caso da Smart Fit, uma parte do CAPEX é destinada para a manutenção do funcionamento das operações das academias já existentes, enquanto a outra parte é destinada para a abertura de novas unidades.

Para a abertura de novas unidades no Brasil, foi considerado um CAPEX de R\$ 4,8 milhões, enquanto para a América Latina, foi considerado um CAPEX de R\$ 6,5 milhões para novas unidades. Para o CAPEX de manutenção foi considerado um CAPEX de 7% da receita bruta das academias.

A linha de depreciação de ativos se refere à perda de valor que um determinado ativo imobilizado da empresa perde. Como a depreciação não tem efeito caixa, essa linha é uma maneira de mensurar essa perda de valor anual. Normalmente é indicado um tempo de vida útil para o ativo, e a partir desse tempo de vida é calculada a taxa de depreciação anual do ativo.

A Smart Fit é uma empresa com muitos ativos imobilizados, todas as máquinas e aparelhos da academia estão sujeitos à depreciação.

6.7 CAPITAL DE GIRO

Na linha do capital de giro e sua variação, foram considerados como premissas os números observados na operação antes da época da pandemia. Dessa forma, índices como dias para o recebimento e prazo de pagamento para os fornecedores permaneceram os mesmos dos observados em 2019.

6.8 TAXA DE DESCONTO

Como foi visto na seção 5.4, para se encontrar a WACC é necessário calcular a estrutura de capital, o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros.

A Smart Fit tem uma dívida total de R\$ 2,7 bilhões e o valor de *equity* total de R\$ 4,8 bilhões, fazendo com que a composição seja de 36% de dívida e 64% de *equity*.

Para calcular o custo de capital próprio foi considerada uma taxa livre de risco equivalente a taxa do título do tesouro americano de 5 anos: 1,13%. O risco país utilizado foi uma média ponderada do CDS do Brasil e de demais países da América Latina em relação ao peso de cada um deles no EBITDA da Smart Fit, sendo o resultado 2,1%. O prêmio de risco foi de 6,5%, o beta de 0,9 e o diferencial de inflação foi de 1,3%, resultando em um custo de capital próprio de 10,5%.

Para o custo de capital de terceiros foi considerada a debênture mais recente emitida pela companhia, sendo ela equivalente a 10,65% (CDI + 3%). Com a aplicação do desconto do percentual de impostos, o custo do capital de terceiros cai para 7,6%.

Com esses parâmetros já se tem o suficiente para calcular o WACC.

Figura 24 — Tabela WACC

Cálculo do Wacc	
Taxa Livre de Risco	1,1%
Risco País	2,1%
Prêmio de Risco	6,5%
Beta	0,9
Diferencial de Inflação	1,3%
Custo de Capital (ke)	10,5%
Custo da Dívida	10,7%
Taxa de Imposto	28,5%
Custo da dívida após impostos	7,6%
D/D+E	36,0%
E/D+E	64,0%
WACC	9,5%

Fonte: Elaboração do Autor

6.9 PERPETUIDADE

A última premissa que falta para o cálculo do valor justo do grupo Smart Fit é a taxa de crescimento na perpetuidade. Ao invés de escolher como premissa uma taxa de perpetuidade para 2027 em diante, serão adotadas duas taxas de crescimento diferentes. Normalmente ao se adotar uma taxa de perpetuidade, a premissa é de que a empresa já está num estágio de maturidade, o que não é o caso da Smart Fit.

Figura 25 — Divisão em % de unidades novas, em maturação e maduras

Etapa	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Nova	16%	17%	17%	14%	13%	8%	7%	7%	6%	3%
Em maturação	26%	20%	25%	26%	25%	23%	18%	14%	13%	12%
Madura	58%	63%	58%	59%	62%	69%	75%	80%	81%	85%

Fonte: Elaboração do Autor

A Companhia se encontra no meio de uma estratégia de expansão acelerada, o que faz com que somente uma taxa de perpetuidade mais baixa não reflita de maneira coerente a situação da empresa para o futuro. Além disso, como mostrado pela tabela acima, a companhia continuará passando por um processo de maturação após 2026, o que faz com que ainda tenha um espaço para melhora das margens e um aumento do fluxo de caixa para a firma mais elevado do que uma firma na perpetuidade. Ainda nessa linha de pensamento, outro fator a se considerar é que depois de 2026 a abertura de novas unidades também diminui, o que reduz a necessidade de CAPEX para novas aberturas e melhora o FCFF.

Dessa forma, entre 2026 e 2030 é considerada uma taxa de crescimento de 22% do FCFF e depois é considerada uma taxa de 4% para a perpetuidade.

6.10 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA DA SMART FIT

Com o WACC e a taxa de perpetuidade calculados, pode ser feita a projeção do fluxo de caixa livre para a firma. Os resultados se encontram na tabela abaixo.

Figura 26 — Fluxo de Caixa Livre para a Firma da Smart Fit

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Perpetuidade
EBIT	111	700	885	1.056	1.321					
Impostos	-51	-163	-212	-254	-316					
Depreciação	466	644	831	990	1.126					
Δ Capital de Giro	12	7	24	24	25					
CAPEX	-1.225	-1.516	-1.813	-2.010	-1.414					
Outros	137	-55	-6	31	-74					
FCFF	-549	-383	-291	-162	667	814	993	1.211	1.478	27.941
Valor Presente	-501	-319	-222	-113	424	472	526	586	653	11.274

Fonte: Elaboração do Autor

6.11 PREÇO DA AÇÃO

A partir da soma dos valores presentes do fluxo de caixa da tabela anterior é encontrado o valor da empresa. No entanto, para se chegar no *equity value*¹⁸ é necessário subtrair a dívida líquida da companhia. Feito isso, o valor das ações será o resultado da divisão do equity value pelo número total de ações.

Figura 27 — Valor do Grupo Smart Fit e preço por ação

Valor da Empresa	12.780
Dívida Líquida	59
Equity Value	12.721
# Ações	586,2
Valor justo da Ação	21,70
Preço Atual	18,24
Upside	19%

Fonte: Elaboração do Autor

¹⁸ Valor patrimonial

7 CONCLUSÃO

Esse trabalho buscou realizar uma análise do valor do Grupo Smart Fit, passando desde os aspectos qualitativos até os aspectos quantitativos.

A análise do setor foi importante para entender o panorama na qual a empresa está inserida e para tentar enxergar as tendências desse modelo de negócios nos próximos anos. Dessa forma, ficaram mais claros alguns aspectos tanto da história do grupo Smart Fit quanto do possível futuro.

Como um dos maiores *players* do mercado *fitness* mundial, a adaptabilidade e resiliência do grupo foram postas à prova frente a pandemia do coronavírus, que causou danos gravíssimos a todo o setor.

Em relação ao futuro da Smart Fit, é possível esperar que a empresa continue crescendo de maneira a consolidar o mercado e a tendência *fitness* no Brasil, que, como foi visto, ainda está aquém dos números apresentados por países desenvolvidos.

Com os resultados encontrados, entende-se que existe um potencial de valorização de 19% da ação baseado na sua cotação do dia 03/12/2021 e o valor encontrado no capítulo anterior.

REFERÊNCIAS

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation**: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons, v. 1, f. 496, 2012. 992 p.

IHRSA Global Reports (2017 e 2020). Acesso em: 3 dez. 2021.

IUDICIBUS, Sergio de; MARION, Jose Carlos. **Curso de contabilidade para não contadores**: para as áreas de administração, economia, direito, engenharia, f. 137. 2010. 274 p.

MARION, Jose Carlos. **Contabilidade empresarial**, f. 268. 1992. 536 p.

RELATÓRIOS Globais da IHRSA (2011, 2015, 2020). Acesso em: 3 dez. 2021.

SMART Fit anuncia acordo para incorporar rede mexicana Sports World. Disponível em: <https://exame.com/negocios/smart-fit-anuncia-acordo-para-incorporar-rede-mexicana-sportsworld/>. Acesso em: 3 nov. 2021.

Ambiente de Relacionamento com Investidores da Smart Fit:

Apresentação Institucional (Setembro de 2021)

Prospecto Definitivo da Oferta pública de ações

<https://investor.smartfit.com.br/>

Lincoln International - Trends in Digital Fitness (Abril de 2020)