



UNIVERSIDADE FEDERAL DA GRANDE DOURADOS - UFGD
FACULDADE DE ENGENHARIA - FAEN
CURSO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

ALAN IOSHIO HIRANO BARBOSA

C&A MODAS S.A. - VALUATION DE EMPRESAS ATRAVÉS DO MÉTODO DE
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

DOURADOS - MS

2025

ALAN IOSHIO HIRANO BARBOSA

**C&A MODAS S.A. - VALUATION DE EMPRESAS ATRAVÉS DO MÉTODO DE
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Universidade Federal da Grande Dourados - UFGD, como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Engenharia de Produção.

Orientador: Prof. Dr. Walter Roberto Hernandez Vergara

DOURADOS - MS

2025

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

B238c Barbosa, Alan Ioshio Hirano
C&A Modas S.A. - Valuation de empresas através do método de Fluxo de Caixa Descontado [recurso eletrônico] / Alan Ioshio Hirano Barbosa. -- 2025.
Arquivo em formato pdf.

Orientador: Walter Roberto Hernandez Vergara.
TCC (Graduação em Engenharia de Produção)-Universidade Federal da Grande Dourados, 2025.
Disponível no Repositório Institucional da UFGD em:
<https://portal.ufgd.edu.br/setor/biblioteca/repositorio>

1. Valuation. 2. Fluxo de Caixa Descontado. 3. Avaliação de empresas. 4. Resultado econômico. I. Vergara, Walter Roberto Hernandez. II. Título.

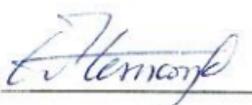
Elaborada automaticamente pelo Sistema de Ficha Catalográfica da UFGD com dados fornecidos pelo autor.

© Direitos reservados. Permitido a reprodução parcial desde que citada a fonte.

Este trabalho foi julgado adequado pela banca examinadora para a aprovação na disciplina de Trabalho de Conclusão de Curso II.

BANCA EXAMINADORA

Nome: WALTER ROBERTO HERNANDEZ VERGARA
(Orientador)

Assinatura: 

Nome: João Pedro Camargo Valera Rosenber
(Membro)

Assinatura: 

Nome: Liomar de O. Cachuti

Assinatura: 

Dourados, 05 de dezembro de 2025.

RESUMO

Maximizar o retorno do capital investido é algo buscado pelos investidores há muito tempo, assim, a aplicação do valuation surge como uma forma de auxiliar nesse objetivo. Nesse contexto, o presente trabalho buscou determinar o valor justo da empresa C&A Modas S.A., utilizando uma abordagem quantitativa de caráter exploratório e descritivo, adotando uma das técnicas de avaliação de empresas mais consolidadas, o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), por um período de 10 anos. O desenvolvimento do trabalho se iniciou com uma análise das demonstrações da empresa, de seu setor e do cenário econômico, em seguida, foram estabelecidas as premissas com base no histórico da empresa e nas expectativas macroeconômicas. A análise fez uso do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE) junto a um WACC de 14,59% e uma taxa de crescimento na perpetuidade de 3,54%, chegando a um valor justo de R\$ 27,79 por ação no cenário base, sendo que, na data da avaliação, a empresa negociava a R\$ 15,98, assim, percebe-se um potencial de valorização de 74% para a ação, indicando que ela está sendo subvalorizada.

Palavras-chave: Valuation; Fluxo de Caixa Descontado; Avaliação de empresas; Resultado econômico.

ABSTRACT

Maximizing the return on invested capital has long been a goal sought by investors, and valuation emerges as a way to assist in this objective. In this context, this study aimed to determine the fair value of C&A Modas S.A., using a quantitative, exploratory, and descriptive approach, adopting one of the most established business valuation techniques, Discounted Cash Flow (DCF), over a period of 10 years. The study began with an analysis of the company's financial statements, its sector, and the economic scenario; subsequently, assumptions were established based on the company's history and macroeconomic expectations. The analysis used Free Cash Flow to the Firm (FCFF) along with a WACC of 14.59% and a perpetual growth rate of 3.54%, arriving at a fair value of R\$ 27.79 per share in the base scenario. At the valuation date, the company was trading at R\$ 15.98, thus indicating a potential appreciation of 74% for the stock, suggesting that it is being undervalued.

Keywords: Valuation; Discounted Cash Flow; Business valuation; Economic result.

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|----|
| Tabela 1 - Cálculo do FCLE..... | 14 |
| Tabela 2 - Cálculo do FCLA..... | 16 |
| Tabela 3 - As empresas do setor..... | 21 |
| Tabela 4 - Dados históricos da DRE..... | 22 |
| Tabela 5 - Dados históricos do BP..... | 23 |
| Tabela 6 - Dados históricos do DFC..... | 24 |
| Tabela 7 - Projeções macroeconômicas..... | 25 |
| Tabela 8 - Premissas do crescimento da receita líquida (var. %)...... | 26 |
| Tabela 9 - Premissas do CPV (% da receita líquida)..... | 26 |
| Tabela 10 - Premissas das SG&A (% da receita líquida)..... | 27 |
| Tabela 11- Premissas da D&A (% do imobilizado e intangível)..... | 27 |
| Tabela 12 - Premissas do CapEx (multiplicador)..... | 28 |
| Tabela 13 - Resultado financeiro líquido (% da dívida bruta final)..... | 29 |
| Tabela 14 - Premissas da alíquota de impostos (% lucro antes dos impostos)..... | 29 |
| Tabela 15 - Premissas do prazo médio de recebimento (dias)..... | 30 |
| Tabela 16 - Premissas do prazo médio de estoque (dias)..... | 30 |
| Tabela 17 - Premissas do prazo médio de pagamento (dias)..... | 30 |
| Tabela 18 - DRE projetada..... | 31 |
| Tabela 19 - BP projetado..... | 32 |
| Tabela 20 - DFC projetado..... | 33 |
| Tabela 21 - Cálculo da taxa de desconto..... | 34 |
| Tabela 22 - Projeção do FCD..... | 35 |
| Tabela 23 - Projeção do valor terminal..... | 35 |
| Tabela 24 - Cálculo do valor intrínseco da empresa..... | 36 |
| Tabela 25 - Análise de sensibilidade..... | 37 |
| Tabela 26 - Indicadores..... | 38 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BP - Balanço Patrimonial
CapEx - Capital Expenditures
CAPM - Capital Asset Pricing Model
CMPC - Custo Médio Ponderado do Capital
Copom - Comitê de Política Monetária
CPV - Custo dos Produtos Vendidos
CSLL - Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
D&A - Depreciation and Amortization
DCF - Discounted Cash Flow
DF - Demonstração Financeira
DFC - Demonstrativo de Fluxo de Caixa
DIF - Depósito Interbancário Futuro
DRE - Demonstração de Resultado do Exercício
EBITDA - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
FCD - Fluxo de Caixa Descontado
FCLA - Fluxo de Caixa Livre para o Acionista
FCLE - Fluxo de Caixa Livre para a Empresa
IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA - Índice de Preços ao Consumidor
IR - Imposto de Renda
Kd - Custo de Capital de Terceiros
Ke - Custo do Capital Próprio
NCG - Necessidade de Capital de Giro
NTN-B - Notas do Tesouro Nacional-B
PIB - Produto Interno Bruto
Rf - Taxa Livre de Risco
RI - Relações com Investidores
Rm - Retorno Esperado do Mercado
ROIC - Return on Invested Capital
SG&A - Selling, General & Administrative expenses
WACC - Weighted Average Cost of Capital

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| 1. INTRODUÇÃO | 7 |
| 1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA..... | 7 |
| 1.2. DISCUSSÃO DO PROBLEMA..... | 8 |
| 1.3. OBJETIVO GERAL..... | 9 |
| 1.3.1. OBJETIVOS ESPECÍFICOS..... | 9 |
| 1.4. JUSTIFICATIVA..... | 10 |
| 1.5. ESTRUTURA DO TRABALHO..... | 10 |
| 2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA | 10 |
| 2.1. VALUATION..... | 10 |
| 2.2. FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (FCD)..... | 11 |
| 2.2.1. Taxa de desconto | 13 |
| 2.2.2. Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE) | 15 |
| 2.2.3. Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCLA) | 16 |
| 3. METODOLOGIA | 17 |
| 4. DESENVOLVIMENTO DO VALUATION | 19 |
| 4.1. CENÁRIO MACROECONÔMICO..... | 19 |
| 4.1.1. Taxa de juros | 19 |
| 4.1.2. Inflação | 19 |
| 4.1.3. Perspectivas de crescimento do país | 20 |
| 4.2. A EMPRESA..... | 21 |
| 4.2.1. Panorama do setor | 22 |
| 4.3. ANÁLISE FINANCEIRA..... | 22 |
| 4.3.1. Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) | 23 |
| 4.3.2. Balanço Patrimonial (BP) | 24 |
| 4.3.3. Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC) | 25 |
| 4.4. PREMISSAS E PROJEÇÕES..... | 26 |
| 4.4.1. Receita líquida | 27 |
| 4.4.2. Custo dos produtos vendidos (CPV) | 27 |
| 4.4.3. Despesas operacionais (SG&A) | 28 |
| 4.4.4. Depreciação e amortização (D&A) | 28 |
| 4.4.5. Capital expenditures (CapEx) | 29 |
| 4.4.6. Resultado financeiro líquido | 29 |
| 4.4.7. Impostos | 30 |
| 4.4.8. Prazos médios | 30 |
| 4.4.9. Projeção da DRE | 32 |
| 4.4.10. Projeção do BP | 33 |
| 4.4.11. Projeção do DFC | 34 |
| 4.4.12. Projeção do FCLE | 35 |

| | |
|--|-----------|
| 5. RESULTADOS E DISCUSSÕES..... | 37 |
| 5.1. VALOR JUSTO DA EMPRESA..... | 37 |
| 5.2. ANÁLISE DE SENSIBILIDADE..... | 38 |
| 5.3. ANÁLISE DE INDICADORES..... | 38 |
| 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 39 |
| REFERÊNCIAS..... | 41 |

1. INTRODUÇÃO

1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

No mundo dos investimentos, há uma incessante busca por otimizar o retorno do capital aplicado. Contudo, para acessar as melhores oportunidades disponíveis no mercado financeiro, é fundamental entender o panorama econômico e criar estratégias que estejam em sintonia com o tipo de produto oferecido e seu nível de complexidade. Além disso, é essencial focar na escolha dos mercados-alvo mais relevantes, assim como na avaliação das variáveis que impactam a produção, a venda e o setor. É igualmente importante estabelecer políticas estratégicas para reduzir riscos e incertezas, garantindo um retorno sustentável em um ambiente dinâmico e desafiador.

Além disso, é notável observar que o número de investidores individuais tem aumentado. De acordo com informações da B3 (2025), em dezembro de 2024, havia aproximadamente 5,3 milhões de investidores em ações, representando um crescimento superior a 90% em relação ao ano de 2020. Portanto, no contexto atual, em que o mercado financeiro está em contínua transformação, realizar uma análise aprofundada do valor econômico de uma empresa é equivalente a investir em um ativo com a intenção de obter um retorno robusto e uma alta rentabilidade a longo prazo. Ademais, é crucial observar as características pertinentes da empresa, as variáveis que mais influenciam um retorno satisfatório para os acionistas e os fundamentos em comparação com outras empresas do mesmo setor.

Dentro desse contexto, um dos elementos mais significativos é a análise minuciosa das opções que estão à disposição, junto com a precisa avaliação do valor real dos bens. De acordo com Damodaran (2010), aplicamos modelos e métodos contábeis e financeiros para definir os elementos e o preço justo a ser recebido ou pago em compras, nos negócios de investimento, além da escolha por dividendos e financiamentos. Assim, deduz-se que, para determinar o verdadeiro valor estimado de um bem, é uma maneira de mensurar se estão sendo oferecidos a um valor superior ao justo ou se estão sendo comercializados por um valor inferior ao justo. Esses métodos ajudam a calcular a quantia a ser requisitada ao

movimentar recursos, aumentando a eficácia nas transações e, por consequência, gerando maior lucro.

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2000), a aplicação de uma metodologia na avaliação de uma empresa representa o início da avaliação. O fundamento do processo radica no conhecimento apurado do ambiente econômico e do negócio em que a empresa se desenvolve, com o objetivo de realizar projeções consistentes. Em um mercado ineficiente, nem sempre o valor de venda de um determinado ativo, por um método de avaliação, coincide com seu valor de compra, algo que não acontece no mercado eficiente, em que o valor de uma empresa é igual a seu preço.

A avaliação de uma empresa consiste em atribuir um valor econômico aos bens, tangíveis e intangíveis, de uma empresa e requer a aplicação de modelos e métodos, como, por exemplo, o modelo de valuation via fluxo de caixa descontado, a avaliação relativa ou por múltiplos, modelos relacionados à geração de valor agregado, como EVA/MVA, e outros, como o modelo de opções reais, fundamentados em teorias específicas ou na sua combinação. O modelo de valuation via fluxo de caixa descontado é a técnica mais utilizada dentre as citadas, cuja função é adequar os fluxos de caixa futuros descontados para um valor presente em função de uma taxa de desconto que represente o custo médio ponderado de capital da corporação avaliada (Carvalho, 2022). Esse modelo proporciona ao investidor uma visão real do valor de mercado do negócio, bem como os níveis de risco que eles estão dispostos a assumir.

1.2. DISCUSSÃO DO PROBLEMA

Apesar da importância de se avaliar corretamente um ativo, encontrar o valor intrínseco é uma tarefa complexa; isso se deve ao fato de envolver etapas como a definição do método de avaliação a ser utilizado, tendo que considerar as particularidades de cada uma das várias metodologias, a busca por dados financeiros de cada ativo, entre outras, que devem ser identificadas e integradas na análise. Assim sendo, o modelo de valuation, ou avaliação de empresas em português, surge como uma forma de calcular o valor intrínseco de um ativo por meio da aplicação de uma série de processos e técnicas, sobressaindo-se como um

indicador para embasar transações, a exemplo de financiamentos, aberturas de capital, compras de ações e aquisições de ativos (Falcini, 1995). Na visão de Damodaran (2019), apesar da existência de variações a depender da empresa e do fator do tempo, o valor está associado a variáveis duradouras, a exemplo do crescimento, da geração de caixa e do risco.

Todavia, uma modelagem financeira, onde o resultado atingido serve como guia para a tomada de decisões, não pode nortear-se pela intuição do analista com relação ao futuro do ativo. O modelo deve refletir premissas construídas com base em dados e conhecimento do mercado assim como da empresa. Buscando obter uma faixa de valores do preço justo da operação, devido à dificuldade de estabelecer premissas 100% condizentes com o futuro (Alvim; Costa; Costa, 2010).

Levando em consideração a metodologia de avaliação do valor justo de empresas, o trabalho em questão tem como objeto de estudo a C&A MODAS S.A., empresa brasileira de capital aberto do setor de vestuário com foco no desenvolvimento das roupas, complementos e acessórios que o acompanham, buscando responder a seguinte questão: qual o valor justo da C&A MODAS S.A. no momento da análise?

1.3. OBJETIVO GERAL

O objetivo deste trabalho é encontrar o valor justo da empresa C&A MODAS S.A. com a aplicação da metodologia de valuation por Fluxo de Caixa Descontado.

1.3.1. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Revisão bibliográfica das etapas do processo de *Valuation*;
- Realizar a modelagem financeira da empresa em questão, aplicando a metodologia do fluxo de caixa descontado;
- Identificar o preço considerado justo da ação da C&A MODAS S.A.;
- Sensibilizar as variáveis para analisar diversos cenários;
- Avaliar os principais indicadores da empresa.

1.4. JUSTIFICATIVA

A avaliação precisa de uma empresa é imprescindível para o mercado financeiro e as vantagens decorrentes de uma avaliação correta são abordadas na literatura especializada. Segundo Stowe *et al.* (2010), alguns dos benefícios de saber avaliar empresas incluem saber extrair as expectativas do mercado, visto que os preços do mercado refletem as expectativas dos investidores em relação ao futuro da empresa. Quem faz a avaliação consegue verificar quais expectativas estão implícitas nos fundamentos da empresa, que justificam o preço de mercado, além de desenvolver a habilidade de selecionar ativos, permitindo chegar à conclusão, de acordo com a análise, se o ativo está subvalorizado, precificado corretamente ou supervalorizado.

1.5. ESTRUTURA DO TRABALHO

O estudo está estruturado em cinco partes distintas: a seção inicial traz a introdução, que contextualiza os desafios na avaliação de empresas e os objetivos a serem alcançados; a segunda parte oferece uma revisão da literatura, abordando os principais aspectos e características de diversos conceitos abordados ao longo do trabalho; logo após, apresenta-se a metodologia, que detalha de forma minuciosa os processos utilizados; em sequência, é discutida a seção de resultados e discussões, onde se descrevem várias informações e cálculos realizados para determinar o valor justo do ativo; por último, traz-se as considerações finais, que incluem a conclusão do estudo e algumas reflexões adicionais.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1. VALUATION

A análise de uma empresa está intimamente ligada às projeções sobre suas operações futuras e seu desempenho no mercado. Há diversos métodos e abordagens fundamentadas que utilizam evidências empíricas para esse fim. Tais modelos avaliam o valor de uma empresa com base na estimativa de seus ativos. O modelo predominante nesse contexto é o valuation por meio do fluxo de caixa

descontado. Basicamente, essa metodologia reflete o potencial de geração de caixa futuro da empresa e a qualidade do negócio, assim, para aumentar esse indicador, devemos focar em fatores que tornam a empresa mais atraente, lucrativa e menos arriscada para potenciais compradores ou investidores.

O valuation é definido como uma maneira de determinar o valor intrínseco de um ativo para que seja possível basear decisões de investimento por meio da comparação do resultado encontrado e o preço pelo qual o ativo é negociado. De acordo com Póvoa (2021), o valuation também pode ser definido como uma técnica que auxilia na avaliação de aspectos subjetivos, a exemplo do valor justo de um ativo, que é calculado pela transformação do retorno futuro gerado em valores atuais.

Segundo Palepu, Healy e Bernard (2004), o processo de valuation consiste em transformar uma previsão do fluxo de caixa de uma empresa em uma estimativa do seu valor no momento atual. Em empresas de capital aberto, o valor de mercado atual é determinado pelo preço de suas ações na cotação do dia, multiplicado pelo total de ações em circulação, desse modo, para que se possa avaliar sua saúde financeira, essas empresas devem divulgar suas informações financeiras juntamente com suas decisões estratégicas. Complementarmente, de acordo com Quadros (2016), a realização de um valuation possibilita compreender como o mercado está avaliando a empresa, permitindo, dessa forma, obter uma recomendação de investimento.

Conforme Alves *et al.* (2020), o desenvolvimento do valuation pode ser seccionado nas seguintes etapas: análise dos dados contábeis, operacionais, gerenciais, financeiros, macroeconômicos e de mercado; realização de cálculos a partir das informações coletadas; geração de um laudo apresentando o valor justo definido, ponderações sobre a empresa e dados de avaliação.

Além disso, ao longo dos anos, diversos modelos de avaliação foram desenvolvidos. No entanto, conforme aponta Damodaran (2019), existem essencialmente duas abordagens de avaliação. A primeira é a avaliação intrínseca, que estabelece o valor de um ativo com base em variáveis internas, como o fluxo de caixa e as incertezas relacionadas a ele. A segunda abordagem, denominada avaliação relativa, calcula o valor a partir dos preços de mercado de ativos comparáveis.

Complementando essa perspectiva, Póvoa (2021) destaca que, entre as metodologias intrínsecas disponíveis, a análise fundamentalista merece atenção, sendo considerada a base do valuation. Essa abordagem visa a definição do valor justo de um ativo, utilizando projeções futuras, a análise das demonstrações financeiras da empresa e a avaliação de fatores macro e microeconômicos.

2.2. FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (FCD)

A avaliação por meio do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), que é uma técnica de análise fundamentalista também referida como Discounted Cash Flow (DCF), é caracterizada por Carvalho (2022) como um método que ajuda a determinar o valor justo de um ativo. Isso é realizado ao estimar a capacidade financeira a longo prazo de uma empresa utilizando seus dados financeiros tanto presentes quanto futuros, ajudando a verificar se seu valor de mercado está alinhado com seu valor intrínseco.

Além disso, Póvoa (2021) menciona que o FCD, considerado o método de avaliação mais completo, envolve a precificação do valor de um ativo através do cálculo da soma do fluxo de caixa gerado, que é trazido para o valor presente e descontado por uma taxa que reflete o retorno mínimo exigido pelo investidor, comumente chamada de taxa mínima de atratividade.

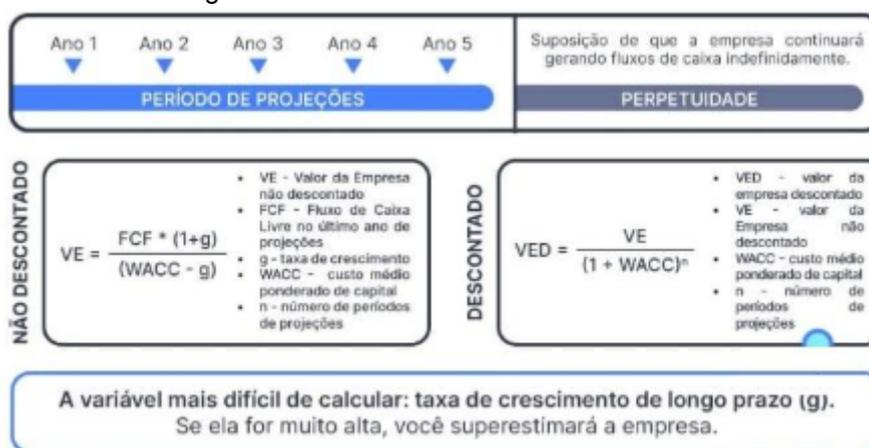
Este método é aplicado em situações onde se reconhece um cenário de continuidade para o negócio, sugerindo uma capacidade de gerar lucros no futuro. Além disso, o fluxo de caixa descontado é percebido como um instrumento mais equitativo, por buscar um valor que reflita de maneira realista o desenvolvimento que a empresa terá ao longo do tempo, sendo, por conseguinte, considerado um método de avaliação completo (Alves et al., 2020).

Todavia, Damodaran (2019) ressalta que antes de iniciar o método, é necessário conhecer os fluxos de caixa futuros para que seja possível trazê-los à valor presente, nesse sentido, deve-se analisar os dados operacionais do Balanço Patrimonial (BP) que mostra a posição financeira da empresa, da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) que determina o desempenho da empresa e, por fim, do Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC) que mostra a capacidade da empresa de gerar caixa. A importância e a conexão entre os três demonstrativos se deve ao fato

de que eles formam um retrato completo da empresa, essencial para decisões estratégicas, investimentos e controle financeiro.

Fundamentalmente, o método é formado por uma variedade de variáveis, entre os quais se encontra a determinação do período para a qual se avalia o fluxo de caixa. Segundo Assaf Neto (2025), o intervalo mais comumente adotado gira em torno de 5 a 10 anos, pois esse intervalo permite realizar projeções mais precisas em relação às premissas para a empresa. Adicionalmente, introduz-se o conceito de valor terminal, que representa a avaliação dos ativos da empresa num cenário onde se estipula um prazo fixo para o encerramento das operações. Por outro lado, o cálculo da perpetuidade se aplica quando se presume que a empresa continuará a gerar caixa após o término do período de avaliação. Este cálculo começa imediatamente após o último ano estimado e abrange o valor projetado dos fluxos de caixa futuros, acrescido de uma taxa de crescimento definida por um período indeterminado.

Figura 1 - Resumo de um valuation via FCD



Fonte: Elaborada pelo autor.

Enfim, Damodaran (2019) afirma que, ao finalizar essas etapas do método, e assumir a perpetuidade, torna-se possível estimar o valor da empresa por meio da representação matemática exposta na form. (1), que é dividida em 2 partes: a primeira, valor dos fluxos projetados, com “n” sendo a vida útil da entidade, “t” o período, “CFt” o fluxo de caixa para o período e “r” a taxa de desconto; a segunda parte, valor terminal, que tem novamente “r” como a taxa de desconto e “g” representando a taxa de crescimento na perpetuidade.

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{FC \text{ estimado para a perpetuidade } (1+g)}{(r-g)(1+r)^t} \quad (1)$$

Vale ressaltar que, conforme Damodaran (2019), a taxa de crescimento na perpetuidade (g) é restringida à taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) da economia do país em que a empresa está inserida, pelo fato de ser improvável que o empreendimento cresça mais do que a economia no longo prazo.

Em suma, o FCD visa projetar gerações futuras com base na análise do fluxo de caixa, sendo que, de acordo com Damodaran (2019), existem 2 abordagens principais para essa avaliação: o Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE) ou o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCLA).

2.2.1. Taxa de desconto

Na visão de Póvoa (2021), ao utilizar o FCD, além de analisar o fluxo de caixa, é necessário determinar corretamente o custo de capital da entidade. Nesse contexto, entre os métodos disponíveis, destaca-se o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), também conhecido em inglês como *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), que é definido por Costa Júnior (2011) como a média ponderada do custo de capital próprio associado ao de terceiros. Sendo que ela deve retratar o custo de oportunidade para cada fonte de recurso

Outrossim, Assaf Neto (2025) destaca que o CMPC é visto como uma forma de mensurar o custo de oportunidade dos capitais investidos no empreendimento, estabelecendo um valor de retorno mínimo que deve ser atingido para que seja um investimento viável para os credores e acionistas da empresa. Ademais, segundo Copeland, Koller e Murrin (2000), o CMPC pode ser calculado por meio da form. (2), em que “ Ke ” é o custo de capital próprio, “ Kd ” é o custo de capital de terceiros, “ E ” é o valor do capital próprio, “ D ” é o valor do capital de terceiros e “ T ” é a alíquota de imposto de renda.

$$CMPC = WACC = Ke \times \frac{E}{E+D} + Kd \times (1 - T) \times \frac{D}{E+D} \quad (2)$$

O custo do capital próprio (Ke) pode ser definido como a taxa de retorno exigida pelos investidores para alocar seu capital em uma empresa. De acordo com Póvoa (2021), o Capital Asset Pricing Model (CAPM), modelo que correlaciona o retorno de um ativo com seu risco, é o principal método para determinar o retorno exigido dos ativos, para encontrá-lo, utiliza-se a fórmula a seguir, sendo “ Ke ” o custo de capital próprio, “ Rf ” a taxa de retorno livre de risco, “ β ” o beta e “ Rm ” o retorno esperado da carteira de mercado

$$Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf) \quad (3)$$

Ademais, Damodaran (2019) define que para a taxa livre de risco (Rf), recomendam-se os valores das taxas de títulos públicos federais de 10 ou 30 anos, que. No caso do Brasil, é possível utilizar as Notas do Tesouro Nacional-B (NTN-B) ou o Depósito Interbancário Futuro (DIF), por serem os ativos mais conservadores em termos de risco. Já para o retorno esperado para a carteira (Rm), utiliza-se um índice condizente com o ativo em análise a fim de comparar os retornos, nesse sentido, para empresas negociadas na bolsa brasileira, adota-se o retorno do IBOVESPA para a comparação. Com relação ao beta (β), ele é um coeficiente angular de uma regressão linear cujo objetivo, no contexto apresentado, é verificar a dependência entre as variações de crescimento de certos ativos e as variações de mercado (Póvoa, 2021). Para calculá-lo, utiliza-se a form. (4), em que “ βp ” representa o beta da empresa, “ rp ” o retorno do ativo e “ rb ” o retorno do mercado.

$$\beta p = \frac{Cov(rp, rb)}{Var(rb)} \quad (4)$$

Outrossim, o custo de capital de terceiros (Kd), pode ser entendido como os custos com pagamentos de dívidas da empresa, ou seja, o montante destinado para custear financiamentos e empréstimos mantidos pela entidade. Na visão de Damodaran (2019), esse custo pode ser calculado por meio do *rating* de crédito da firma, pois ele está integrado a um *spread* de risco que representa o retorno adicional exigido pelo investidor para alocar recursos no empreendimento.

2.2.2. Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE)

Na definição de Damodaran (2019), o FCLE é o fluxo de caixa livre da empresa antes do pagamento dos credores, podendo ser considerado como a capacidade do empreendimento de gerar valor por meio de suas operações. Em complemento, segundo Póvoa (2021), essa abordagem possui o intuito de determinar o valor disponível para o pagamento dos credores e acionistas da empresa, desconsiderando as amortizações, os juros e o pagamento de dividendos. Como exibido na Tabela 1.

Tabela 1 - Cálculo do FCLE

| Fluxo de Caixa Livre para a Empresa |
|--|
| Receita Operacional Líquida |
| (-) Custos de Vendas |
| (-) Despesas Operacionais |
| (=) EBIT |
| (+) Depreciação e Outros Ajustes |
| (=) EBITDA |
| (-) Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) |
| (-) Investimentos (CAPEX) |
| (-) Variação do Capital de Giro |
| (=) FCLE |

Fonte: Póvoa (2021). Elaborada pelo autor.

Outrossim, segundo Assaf Neto (2025), o FCLE é o método mais adotado ao calcular o valor de um empreendimento, basicamente ele considera os fluxos de caixa gerados operacionalmente e, na taxa de desconto, incorpora o custo de capital próprio e o de terceiros, assim, para encontrar o valor da empresa basta trazer o seu FCLE a valor presente e descontá-lo pelo CMPC. Como apresentado a seguir.

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCLE_t}{(1+CMPC)^t} \quad (5)$$

Adicionalmente, Damodaran (2019) complementa que o FCLE é utilizado para situações em que a entidade possui um nível alto ou baixo de alavancagem e que há uma expectativa de que esse valor se altere com o tempo, além de quando o intuito é determinar o valor da empresa.

2.2.3. Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCLA)

Já o FCLA é definido por Póvoa (2021) como o retorno destinado apenas aos acionistas do empreendimento, ou seja, desconsidera os valores ligados a terceiros, sendo assim, é calculado antes da recompra de ações e da distribuição de juros e dividendos aos acionistas (Póvoa, 2021). Como exibido na Tabela 2.

Tabela 2 - Cálculo do FCLA

| Fluxo de Caixa Livre para o Acionista |
|--|
| Lucro Líquido |
| (+) Depreciação e Outros Ajustes |
| (-) Investimentos (CAPEX) |
| (-) Necessidade de Capital de Giro |
| (+/-) Empréstimos Líquidos |
| (=) FCLA |

Fonte: Póvoa (2021). Elaborada pelo autor.

Deve se destacar que o FCLA é usado para determinar o valor de capital do empreendimento, enquanto o FCLE visa o valor total da empresa, portanto o método de cálculo se diferencia (Póvoa, 2021). A fórmula abaixo exhibe a expressão utilizada para encontrar o FCLA, sendo “ Ke ” o custo do capital próprio e “ t ” o período.

$$\text{Valor do patrimônio líquido} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCLA_t}{(1+Ke)^t} \quad (6)$$

Vale ressaltar que quando a entidade não possuir dívidas, tanto o FCLE quanto o FCLA apresentarão resultados equivalentes.

3. METODOLOGIA

No presente trabalho, a pesquisa pode ser definida como sendo do tipo aplicada, devido ao seu propósito de solucionar uma questão prática por meio da utilização de conceitos teóricos e instrumentos financeiros. Ademais, adota-se uma abordagem quantitativa visando à análise e ao tratamento dos dados monetários envolvidos no processo, a fim de obter resultados coerentes.

Mais especificamente, pode-se dizer que o trabalho possui um caráter exploratório e descritivo, visto que, de acordo com Rocha e Gomes (2024), uma pesquisa exploratória tem a finalidade de esclarecer conceitos e ideias, envolvendo levantamentos bibliográficos, enquanto a pesquisa descritiva adota a coleta de dados visando descrever aspectos e determinar relações entre variáveis.

Para determinar o valor justo da empresa, inicialmente foi realizada uma revisão bibliográfica de modo a desenvolver um embasamento teórico, por meio de autores renomados e artigos acadêmicos sobre o assunto, para auxiliar na aplicação do valuation pelo FCD, abordando os diversos procedimentos e detalhes envolvidos.

A metodologia do FCD fundamenta-se em três princípios essenciais que ajudam a criar um critério claro para a tomada de decisões sobre investimentos:

a) a análise do investimento se concentra nos Fluxos de Caixa gerados pelas atividades operacionais;

b) a avaliação econômica do investimento inclui a consideração do risco, independentemente das preferências do investidor em relação ao dilema entre risco e retorno;

c) também é realizada uma avaliação que determina o valor presente do ativo, utilizando uma taxa de desconto adequada para compensar os fornecedores de capital.

Entretanto, uma limitação dessa abordagem reside no fato de que ela se apoia em projeções, fazendo com que a qualidade dos resultados esteja condicionada a essas previsões.

A abordagem tradicional da teoria financeira para determinar o valor econômico de uma empresa, fundamentada no FCD, é constituída pelos seguintes elementos essenciais

- a) Estimativa do Fluxo de Caixa projetado;
- b) Taxa de desconto ou taxa mínima de retorno esperada;
- c) Duração das projeções;
- d) Nível de Risco.

Com essa etapa concluída, iniciou-se uma análise detalhada da empresa escolhida, a qual exigiu a realização de várias fases. Primeiramente, foram coletadas informações sobre a situação atual da macroeconomia brasileira, considerando que este fator impacta diretamente os resultados do negócio. Em seguida, o foco foi direcionado para a investigação da trajetória e de certos aspectos da companhia, além de um levantamento de dados sobre o setor em que atua. Posteriormente, foram reunidas as informações financeiras da CEAB3 relativas aos últimos cinco anos, o que foi fundamental para obter os dados necessários para construir a projeção do fluxo de caixa; dessa forma, tornou-se viável realizar uma análise de risco do ativo. Finalmente, com todas as informações relevantes organizadas e inseridas nas ferramentas financeiras, foi possível calcular o valor justo da empresa.

4. DESENVOLVIMENTO DO VALUATION

4.1. CENÁRIO MACROECONÔMICO

4.1.1. Taxa de juros

A taxa básica de juros do país é medida pela taxa Selic, que é definida a cada 45 dias pelo Comitê de Política Monetária (Copom), e determina a taxa de juros média adotada em operações compromissadas de títulos públicos federais com um dia útil, além de influenciar nas taxas de financiamento, empréstimos e aplicações financeiras que são realizadas no país. Adicionalmente, a taxa básica de juros possui uma forte relação com o desenvolvimento econômico tanto do país quanto das empresas, visto que, em momentos de alta da Selic, há um aumento do custo de captação dos bancos, que repassam isso para as taxas de empréstimos e

financiamentos, um cenário que gera uma retração na economia, pois desestimula o investimento em ativos mais arriscados e o consumo em geral (BCB, 2025). Assim, as empresas tendem a vender menos, o que diminui a geração de caixa e o lucro, além de elevar o custo para contrair dívidas. Já para momento de queda da Selic, o cenário se inverte, logo, as empresas se beneficiam e tendem a vender mais.

Uma das formas de analisar as perspectivas para a Selic é acompanhar as expectativas do mercado apresentadas através do Focus, um relatório que possui as projeções de alguns indicadores econômicos, entre os quais está a Selic. No relatório de 21 de novembro, consta a previsão de uma Selic de 15% para o fim de 2025, 12% para o fim de 2026, 10,5% para o encerramento de 2027 e 9,75% para o fim de 2028 (BCB, 2025). Desse modo, percebe-se uma expectativa de melhora do cenário econômico do país, o que pode estimular o consumo e consequentemente beneficiar a empresa no futuro.

4.1.2. Inflação

A inflação, definida como o aumento dos preços de bens e serviços no país, é medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Uma das metas da política monetária de um país é manter esse indicador em baixos patamares visando uma estabilização dos preços de bens e serviços (BCB, 2025). Outra forma de enxergar a inflação é defini-la como uma redução do poder de compra, assim, para manter o mesmo nível aquisitivo é necessário corrigir o patrimônio em níveis iguais ou acima da inflação medida, assim, caso uma empresa deseje se manter ou crescer, é necessário que ela se atente à inflação e se esforce para obter retornos acima dela.

Para se adaptar e definir os patamares de crescimento necessários, as entidades podem, novamente, acompanhar as expectativas do mercado apresentadas através do Focus, sendo que, no relatório de 21 de novembro, consta a previsão de um IPCA de 4,45% para o fim de 2025, 4,18% para o fim de 2026, 3,8% para o encerramento de 2027 e 3,5% para o fim de 2028 (BCB, 2025). Assim, para verificar se o crescimento da empresa é adequado, pode-se analisar se houve um crescimento real na receita, ou seja, caso haja um crescimento acima da inflação, adotando o IPCA do ano como base, pode-se considerar que empresa está

pelo menos mantendo seu poder aquisitivo, algo necessário para que seja valorizada.

4.1.3. Perspectivas de crescimento do país

Há a possibilidade de medir o crescimento do país através da análise da variação do Produto Interno Bruto (PIB), também calculado pelo IBGE. Esse indicador pode ser definido como o somatório de todos os bens e serviços finais produzidos por um país (IBGE, 2025). Caso ele apresente um crescimento, indica que o país está evoluindo sua atividade econômica, já uma regressão pode indicar uma recessão econômica no país. Assim, observar a expectativa de variação do PIB também auxilia na previsão do crescimento da economia e das empresas.

Diante disso, utiliza-se novamente as expectativas do mercado apresentadas através do Focus, no relatório de 21 de novembro, consta a previsão de uma variação no PIB de 2,16% para o fim de 2025, 1,78% para o fim de 2026, 1,88% para o encerramento de 2027 e 2% para o fim de 2028 (BCB, 2025).

4.2. A EMPRESA

A C&A Modas foi fundada em 1841 porém sua chegada ao Brasil ocorreu apenas em 1976, controlada pelo grupo suíço Cofra, com o propósito de impactar as pessoas para que sejam o que desejam por meio da moda. Desde então, realizou seu IPO em 2019, passando a ser negociada no Novo Mercado da B3, e investiu na expansão e modernização da companhia, desde a cadeia de suprimentos até a experiência digital, encerrando 2024 com 330 lojas espalhadas por 164 cidades. A empresa definiu um plano de negócios até 2026 visando o uma aceleração de seu crescimento focando principalmente no cliente, a ambição é integrar a inteligência artificial para aumentar a frequência de compra e o *Lifetime Value* (LTV) dos clientes. Ademais, o C&A Pay, cartão private label exclusivo para compras de produtos da empresa, é uma das estratégias que têm contribuído para a fidelização dos clientes e o crescimento da empresa, assim, uma das metas traçadas é a ampliação da participação nas vendas para 35%. Adicionalmente, a C&A possui sólidas metas de práticas ESG, envolvendo uso de matérias-primas sustentáveis, circularidade,

redução do uso de plásticos e diversidade, vale ressaltar que no ano de 2024 foi reconhecida como a empresa mais diversa do país, sendo que está cada ano mais próxima de atingir as metas estabelecidas para o ano de 2030 (C&A, 2025).

Como diferenciais, é possível destacar a força da marca, gerando colaborações com artistas e estilistas, suas estratégias de gestão comercial com tecnologia integrada que aumentam a eficiência, sua proposta de valor que consegue conciliar produtos a preços competitivos e um comprometimento intenso com a sustentabilidade. Em suma, a empresa apresenta estratégias coerentes, alinhando os valores com as tendências atuais, esse conjunto de fatores indica uma boa governança e corrobora para um forte potencial de crescimento. Desse modo, a melhora dos indicadores financeiros e o constante crescimento da empresa, mesmo considerando toda a transformação que a empresa sofreu após o IPO e a ocorrência de eventos como a pandemia, evidencia que há um capital humano capacitado atuando no gerenciamento das estratégias, o que cria uma base sólida que sustenta as perspectivas de evolução da companhia.

4.2.1. Panorama do setor

Segundo a ABVTEX (2025), em fevereiro de 2025 mais de 90% das varejistas de moda apresentaram um crescimento de vendas com relação ao mesmo período de 2024, devido ao avanço da digitalização e a diversificação dos canais de venda, o que demonstra a resiliência do setor e uma perspectiva de evolução.

O segmento de varejo de vestuário brasileiro é composto basicamente pelas empresas expostas na Tabela 3, sendo a C&A a quinta maior em valor de mercado, a quarta colocada em termos de receita e a segunda menos endividada.

Tabela 3 - As empresas do setor

| Empresa | Ticker | Valor de Mercado (R\$ mm) | Receita (R\$ mm) | Dívida Líquida (R\$ mm) |
|--------------|--------|---------------------------|------------------|-------------------------|
| Lojas Renner | LREN3 | 16.690 | 14.440 | -1.260 |
| Azzas 2154 | AZZA3 | 5.980 | 8.380 | 2.330 |
| Guararapes | GUAR3 | 5.650 | 9.630 | 839 |
| Vulcabras | VULC3 | 5.630 | 3.050 | 439 |
| C&A | CEAB3 | 5.470 | 7.640 | 69 |
| Grupo Sbf | SBFG3 | 3.540 | 7.150 | 2.260 |
| Lojas Marisa | AMAR3 | 518 | 1.390 | 803 |

Durante os últimos anos, esse segmento tem sofrido com a pressão de concorrentes internacionais e o crescimento das empresas de e-commerce, além da principal incógnita atualmente que é de como as empresas desempenharão em um cenário de taxas de juros elevadas e aceleração da inflação, visto que isso gera uma certa aversão ao risco, uma redução do consumo e dificulta a precificação dos produtos. Assim, o que se observa é uma desaceleração nos investimentos em expansões, uma maior preservação de caixa e uma baixa alavancagem financeira como forma de enfrentar as incertezas e estresse econômico. Todavia, as alterações na tributação de importações reduziram as compras internacionais, o que beneficiou as varejistas nacionais e incentivou a competitividade (Guanais *et al.*, 2025).

4.3. ANÁLISE FINANCEIRA

4.3.1. Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)

A fim de analisar a geração de lucro da empresa e calcular certos indicadores, extraiu-se das Demonstrações Financeiras (DFs) da empresa, encontradas no site de Relações com Investidores (RI), os dados dos últimos 5 anos e do último trimestre da DRE que então foram compilados na Tabela 4.

Tabela 4 - Dados históricos da DRE

| DRE (em milhares de reais) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3T25 (9M) |
|------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Receita Líquida | 4.085.486 | 5.153.205 | 6.183.550 | 6.719.317 | 7.636.539 | 5.511.406 |
| CPV | (2.188.859) | (2.755.897) | (3.077.441) | (3.197.049) | (3.459.970) | (2.466.601) |
| Lucro Bruto | 1.896.627 | 2.397.308 | 3.106.109 | 3.522.268 | 4.176.569 | 3.044.805 |
| Margem Bruta | 46,42% | 46,52% | 50,23% | 52,42% | 54,69% | 55,25% |
| SG&A | (2.140.141) | (2.514.005) | (3.007.183) | (3.189.689) | (3.444.756) | (2.601.163) |
| Não Recorrentes | 79.276 | 209.495 | 169.254 | 66.106 | 77.432 | 159.016 |
| EBIT | (164.238) | 92.798 | 268.180 | 398.685 | 809.245 | 602.658 |
| Margem EBIT | -4,02% | 1,80% | 4,34% | 5,93% | 10,60% | 10,93% |
| EBIT Recorrente | (243.514) | (116.697) | 98.926 | 332.579 | 731.813 | 443.642 |
| Margem EBIT Recorrente | -5,96% | -2,26% | 1,60% | 4,95% | 9,58% | 8,05% |
| Resultado Financeiro Líquido | (91.435) | (91.807) | (311.456) | (446.772) | (296.326) | (236.676) |

| | | | | | | |
|----------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| EBT | (255.673) | 991 | (43.276) | (48.087) | 512.919 | 365.982 |
| EBT Recorrente | (334.949) | (208.504) | (212.530) | (114.193) | 435.487 | 206.966 |
| IR e CSLL | 89.341 | 328.018 | 44.105 | 41.267 | (60.441) | (92.127) |
| Lucro Líquido | (166.332) | 329.009 | 829 | (6.820) | 452.478 | 273.855 |
| Margem Líquida | (4,07%) | 6,38% | 0,01% | (0,10%) | 5,93% | 4,97% |
| Variação do Lucro Líquido (YoY%) | - | 297,80% | -99,75% | -922,68% | 6734,57% | - |
| D&A | (246.332) | (246.655) | (367.653) | (366.307) | (349.043) | (255.955) |
| EBITDA | 82.094 | 339.453 | 635.833 | 764.992 | 1.158.288 | 858.613 |
| Margem EBITDA | 2,01% | 6,59% | 10,28% | 11,38% | 15,17% | 15,58% |
| EBITDA Ajustado | 2.818 | 129.958 | 466.579 | 698.886 | 1.080.856 | 699.597 |
| Margem EBITDA Ajustada | 0,07% | 2,52% | 7,55% | 10,40% | 14,15% | 12,69% |

Fonte: C&A (2025). Elaborada pelo autor.

No caso da C&A, os anos de 2020 e 2021 são praticamente descartáveis para a análise, pois envolvem tanto o momento de transição da empresa após o IPO em 2019 quanto a ocorrência da pandemia do COVID-19, logo, tanto as margens quanto os valores destoam dos demais. Nos anos seguintes, a companhia e o país apresentaram maior estabilidade, desse modo, observa-se uma evolução nas margens até um patamar mais nivelado para o setor e uma geração de lucro crescente. Ademais, para checar se as projeções desenvolvidas são coerentes com a situação da empresa, utilizou-se como base as margens históricas, visto que, a não ser que a empresa se reformule, esses indicadores não devem sofrer variações expressivas.

4.3.2. Balanço Patrimonial (BP)

Os dados do BP da empresa, que foram extraídos simultaneamente com a DRE e expostos na Tabela 5, auxiliam na avaliação da situação financeira da empresa, assim, a partir dela pode-se identificar o endividamento, o saldo de caixa e outras variáveis.

Tabela 5 - Dados históricos do BP

| BALANÇO PATRIMONIAL (em milhares de reais) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3T25 (9M) |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| ATIVOS | | | | | | |
| Ativos Não Operacionais | 1.509.159 | 1.050.251 | 1.682.826 | 1.347.175 | 1.572.535 | 1.180.459 |

| | | | | | | |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|
| Contas a Receber | 1.063.844 | 1.145.336 | 1.278.206 | 1.778.421 | 1.862.821 | 1.271.370 |
| Estoques | 641.020 | 849.269 | 852.033 | 875.155 | 1.032.231 | 1.172.464 |
| Ativo Circulante | 3.519.978 | 3.929.398 | 4.753.223 | 4.441.842 | 4.993.393 | 4.251.549 |
| Imobilizado Total + Intangível | 2.476.623 | 3.452.254 | 3.452.057 | 3.384.141 | 3.246.430 | 3.221.161 |
| Ativo Não Circulante | 3.789.669 | 4.743.268 | 4.876.371 | 5.283.723 | 5.060.506 | 4.666.285 |
| Ativo Total | 7.309.647 | 8.672.666 | 9.629.594 | 9.725.565 | 10.053.899 | 8.917.834 |
| PASSIVOS | | | | | | |
| Passivos Operacionais | 1.428.953 | 1.761.227 | 1.988.864 | 1.820.269 | 2.588.701 | 1.587.193 |
| Passivo Circulante | 2.251.711 | 2.415.055 | 3.679.731 | 3.035.263 | 3.850.272 | 2.836.136 |
| Passivo Não Circulante | 2.403.136 | 3.262.602 | 2.949.667 | 3.699.227 | 2.895.139 | 2.544.865 |
| Passivo Total | 4.654.847 | 5.677.657 | 6.629.398 | 6.734.490 | 6.745.411 | 5.381.001 |
| Dívida Bruta Final (Circulante + Não Circulante) | (2.866.048) | (3.188.974) | (4.326.310) | (3.997.075) | (3.674.932) | (3.324.701) |
| PATRIMÔNIO LÍQUIDO | 2.654.800 | 2.995.009 | 3.000.196 | 2.991.075 | 3.308.488 | 3.536.833 |

Fonte: C&A (2025). Elaborada pelo autor.

Vale ressaltar que, nos ativos não operacionais estão inclusos o saldo de caixa e as aplicações financeiras, já o imobilizado e o intangível estão somados para facilitar a projeção dos anos seguintes, além disso, os passivos operacionais são uma combinação das obrigações sociais e trabalhistas, dos fornecedores, tributos a recolher e outros passivos circulantes, ainda, a dívida bruta final é composta pelos passivos com arrendamento somados aos empréstimos e debêntures da empresa.

4.3.3. Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC)

Para analisar a saúde financeira e geração de caixa da entidade, foi realizado um procedimento similar, resultando na Tabela 6, que expõe o saldo final de caixa de cada período, um fator importante para determinar a capacidade da empresa de honrar seus compromissos.

Tabela 6 - Dados históricos do DFC

| DEMONSTRATIVO DE FLUXO DE CAIXA (em milhares de reais) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3T25 (9M) |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Lucro Líquido do Exercício | (166.332) | 329.009 | 829 | (6.820) | 452.478 | 273.855 |
| D&A | (246.332) | (246.655) | (367.653) | (366.307) | (349.043) | (255.955) |
| Ativos Operacionais | 1.727.921 | 2.028.457 | 2.169.593 | 2.705.495 | 2.932.249 | 2.517.746 |

| | | | | | | |
|---|------------------|------------------|------------------|--------------------|------------------|------------------|
| Passivos Operacionais | 1.428.953 | 1.761.227 | 1.988.864 | 1.820.269 | 2.588.701 | 1.587.193 |
| Necessidade de Capital de Giro | 298.968 | 267.230 | 180.729 | 885.226 | 343.548 | 930.553 |
| Varição da Necessidade de Capital de Giro | - | (31.738) | (86.501) | 704.497 | (541.678) | 587.005 |
| Fluxo de Caixa Operacional | 80.000 | 607.402 | 454.983 | (345.010) | 1.343.199 | (57.195) |
| CapEx | (260.090) | (571.406) | (471.968) | (235.966) | (291.836) | (351.820) |
| Fluxo de Caixa de Investimentos | (259.999) | (571.324) | (471.588) | (234.423) | (291.762) | (351.752) |
| Aumento/Redução de Capital | - | - | - | - | - | - |
| Novos Empréstimos e Emissão de Debêntures | 1.200.000 | 515.347 | 1.291.249 | 381.372 | 745.963 | - |
| Pagamento de Principal (Empréstimos) | (11.000) | (381.500) | (590.042) | (745.429) | (955.424) | (228.382) |
| Pagamentos de Juros (Empréstimos) | (10.592) | (51.011) | (194.323) | (354.547) | (175.781) | (156.331) |
| Pagamentos do Principal e Juros (Arrendamentos) | (387.167) | (438.262) | (488.840) | (525.519) | (519.321) | (403.657) |
| Custos de Transação de Empréstimos | (4.994) | (3.812) | (7.574) | (4.983) | (8.721) | (408) |
| Recuperação de Ações | - | (1.362) | (5.416) | (1.720) | (32.364) | (36.039) |
| Dividendos Pagos | (68.846) | (1) | - | - | - | - |
| Fluxo de Caixa de Financiamento | 717.401 | (360.601) | 5.054 | (1.250.826) | (945.648) | (824.817) |
| Outras Atividades Operacionais | 524.648 | (134.385) | 644.126 | 1.494.608 | 119.571 | 841.688 |
| Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes | 447.109 | 1.509.159 | 1.050.251 | 1.682.826 | 1.347.175 | 1.572.535 |
| Aumento/Redução no Caixa e Equivalentes | 537.402 | (324.523) | (11.551) | (1.830.259) | 105.789 | (1.233.764) |
| Saldo Final de Caixa e Equivalentes | 1.509.159 | 1.050.251 | 1.682.826 | 1.347.175 | 1.572.535 | 1.180.459 |

Fonte: C&A (2025). Elaborada pelo autor.

No cálculo da Necessidade de Capital de Giro (NCG) efetua-se a subtração dos ativos operacionais, que são as contas a receber somadas aos estoques, pelos passivos operacionais. Já para a variação da NCG, determina-se a diferença entre o ano e seu antecedente, caso o resultado dessa conta seja positivo, há uma pressão de caixa, ou seja, um impacto negativo na geração de caixa da empresa, e caso negativo, o cenário se inverte.

4.4. PREMISSAS E PROJEÇÕES

Para a C&A adotou-se o FCLE com um período de projeção de 10 anos, devido ao fato da empresa ter realizado seu IPO a apenas 5 anos e ter enfrentado uma pandemia nesse período, assim, acredita-se que ainda há uma grande margem para o desenvolvimento da empresa até que atinja o estado de maturidade.

Como auxílio para as projeções, foram compiladas as projeções do IPCA e do PIB na Tabela 7, porém, como só há expectativas até 2028, para os anos seguintes assumiu-se os mesmos valores.

Tabela 7 - Projeções macroeconômicas

| | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| IPCA (Variação anual) | 4,56% | 4,20% | 3,82% | 3,54% | 3,54% | 3,54% | 3,54% | 3,54% | 3,54% | 3,54% |
| PIB (Variação anual) | 2,16% | 1,78% | 1,83% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% |

Fonte: Elaborada pelo autor.

Outrossim, em cada premissa definida, assumiu-se 3 cenários distintos: o conservador, em que projeta-se um crescimento mínimo e uma piora de diversos indicadores; o base, no qual utiliza-se valores mais condizentes com a situação atual da empresa; por fim, o otimista, que resulta em uma projeção com melhorias nos indicadores e um crescimento expressivo da companhia.

4.4.1. Receita líquida

A forma utilizada para projetar a receita foi a multiplicação da receita líquida do ano anterior por um percentual de crescimento definido, exposto na Tabela 8.

Tabela 8 - Premissas do crescimento da receita líquida (var. %)

| | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| Conservador | 6,72% | 5,98% | 5,65% | 5,54% | 5,54% | 5,54% | 5,54% | 5,54% | 5,54% | 5,54% |
| Base | 12,29% | 11,29% | 10,29% | 9,29% | 8,54% | 7,79% | 7,04% | 6,54% | 6,04% | 5,54% |
| Otimista | 16,85% | 15,49% | 14,11% | 12,83% | 12,08% | 11,33% | 10,58% | 10,08% | 9,58% | 9,08% |

Fonte: Elaborada pelo autor.

No cenário base, espera-se um crescimento para 2025 levemente abaixo de 2024, sustentado pela análise dos resultados do terceiro trimestre desse ano e o fato de que a receita da empresa no quarto trimestre é sempre mais elevada, com base nos resultados anteriores, a partir daí, espera-se que ela se reduza até se estabilizar no patamar de IPCA mais PIB, ou seja, um patamar de maturidade. Com relação ao cenário conservador, projeta-se um crescimento em linha com IPCA mais PIB, e no otimista, adicionou-se a expectativa do IPCA mais o valor definido no cenário base.

4.4.2. Custo dos produtos vendidos (CPV)

Na projeção do CPV, o racional utilizado foi a análise da porcentagem da receita que essa despesa consumiu no ano de 2024, apresentada na Tabela 9, visto que foi um dos anos mais estáveis da empresa e demonstra a margem consolidada mais recente da empresa.

Tabela 9 - Premissas do CPV (% da receita líquida)

| | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Conservador | 47,31% | 47,31% | 47,31% | 47,31% | 47,31% | 47,31% | 47,31% | 47,31% | 47,31% | 47,31% |
| Base | 45,31% | 45,31% | 45,31% | 45,31% | 45,31% | 45,31% | 45,31% | 45,31% | 45,31% | 45,31% |
| Otimista | 43,31% | 43,31% | 43,31% | 43,31% | 43,31% | 43,31% | 43,31% | 43,31% | 43,31% | 43,31% |

Fonte: Elaborada pelo autor.

Para o cenário base essa margem foi linearizada para todos os anos seguintes, no cenário conservador, foi projetada uma piora de margem em 2 pontos percentuais e para o otimista uma melhora de 2.

4.4.3. Despesas operacionais (SG&A)

Também conhecidas, em inglês, como *Selling, General and Administrative expenses* (SG&A), na projeção dessa despesa utilizou-se basicamente o mesmo racional do CPV, como mostrado na Tabela 10.

Tabela 10 - Premissas das SG&A (% da receita líquida)

| | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Conservador | 47,11% | 47,11% | 47,11% | 47,11% | 47,11% | 47,11% | 47,11% | 47,11% | 47,11% | 47,11% |
| Base | 45,11% | 45,11% | 45,11% | 45,11% | 45,11% | 45,11% | 45,11% | 45,11% | 45,11% | 45,11% |
| Otimista | 43,11% | 43,11% | 43,11% | 43,11% | 43,11% | 43,11% | 43,11% | 43,11% | 43,11% | 43,11% |

Fonte: Elaborada pelo autor.

As distinções entre os cenários também se manteve, ou seja, margem em linha com 2025 para o cenário base, 2 pontos percentuais de aumento na margem para o conservador e o contrário para o otimista.

4.4.4. Depreciação e amortização (D&A)

A sigla vem do inglês *Depreciation and Amortization* (D&A) e com relação à projeção desse componente, novamente utiliza-se um racional semelhante às outras despesas anteriores, porém agora a base de comparação é o imobilizado e intangível da empresa, que resulta na Tabela 11.

Tabela 11- Premissas da D&A (% do imobilizado e intangível)

| | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Conservador | 13,75% | 13,75% | 13,75% | 13,75% | 13,75% | 13,75% | 13,75% | 13,75% | 13,75% | 13,75% |
| Base | 10,75% | 10,75% | 10,75% | 10,75% | 10,75% | 10,75% | 10,75% | 10,75% | 10,75% | 10,75% |
| Otimista | 7,75% | 7,75% | 7,75% | 7,75% | 7,75% | 7,75% | 7,75% | 7,75% | 7,75% | 7,75% |

Fonte: Elaborada pelo autor.

No ano de 2024, a relação entre a D&A e a base de comparação atingiu um valor de 10,75%, que foi linearizado no cenário base, já para o cenário conservador, a margem foi pressionada, adicionando 3 pontos percentuais, e para o cenário otimista, retirou-se 3.

4.4.5. Capital expenditures (CapEx)

Essa sigla inglesa está relacionada aos investimentos que a empresa realiza em imobilizado e intangível, a fim de aumentar seus resultados operacionais. Para projetá-la, foi adotado um multiplicador baseado no valor da D&A, como exposto na Tabela 12.

Tabela 12 - Premissas do CapEx (multiplicador)

| | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Conservador | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Base | 110% | 110% | 110% | 110% | 110% | 110% | 110% | 110% | 110% | 100% |
| Otimista | 130% | 130% | 130% | 130% | 130% | 130% | 130% | 130% | 130% | 120% |

Fonte: Elaborada pelo autor.

Assim, como espera-se um crescimento da receita líquida, conseqüentemente deve-se projetar algum crescimento nesses investimentos operacionais, portanto, no cenário base, assume-se um valor 10% acima da D&A investido por ano, para o

cenário conservador adota-se apenas a manutenção, ou seja, CapEx igual a D&A, enquanto no otimista, por ser o de maior crescimento, utiliza um valor 30% acima. Cabe destacar que no último ano do cenário base emprega-se um valor de manutenção devido à premissa de crescimento da receita líquida estabilizado.

4.4.6. Resultado financeiro líquido

Esse componente foi calculado de forma semelhante às outras despesas, assim, foi utilizado um percentual, relacionado à dívida bruta final, desse resultado nos anos anteriores, premissas exibidas na Tabela 13, sendo que em 2024 esse método chegou a um valor de 8,06%.

Tabela 13 - Resultado financeiro líquido (% da dívida bruta final)

| | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Conservador | 11,06% | 11,06% | 11,06% | 11,06% | 11,06% | 11,06% | 11,06% | 11,06% | 11,06% | 11,06% |
| Base | 8,06% | 8,06% | 8,06% | 8,06% | 8,06% | 8,06% | 8,06% | 8,06% | 8,06% | 8,06% |
| Otimista | 5,06% | 5,06% | 5,06% | 5,06% | 5,06% | 5,06% | 5,06% | 5,06% | 5,06% | 5,06% |

Fonte: Elaborada pelo autor.

O cenário base foi elaborado linearizando o valor de 2024, enquanto o conservador adicionou 3 pontos percentuais nesse valor e o otimista subtraiu 3.

4.4.7. Impostos

O componente de impostos envolve o Imposto de Renda (IR) e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), que são cobrados da grande maioria das empresas. As alíquotas esperadas estão expostas na Tabela 14, sendo que para o ano de 2024 a alíquota foi de 11,82%.

Tabela 14 - Premissas da alíquota de impostos (% lucro antes dos impostos)

| | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Conservador | 34,00% | 34,00% | 34,00% | 34,00% | 34,00% | 34,00% | 34,00% | 34,00% | 34,00% | 34,00% |
| Base | 25,00% | 25,00% | 25,00% | 25,00% | 25,00% | 25,00% | 25,00% | 25,00% | 25,00% | 25,00% |
| Otimista | 20,00% | 20,00% | 20,00% | 20,00% | 20,00% | 20,00% | 20,00% | 20,00% | 20,00% | 20,00% |

Fonte: Elaborada pelo autor.

A projeção da alíquota é uma das mais complexas, já que, apesar do valor integral de 34%, cada empresa possui uma maneira de amenizar seus impactos e até mesmo quando analisa-se uma mesma companhia a alíquota efetiva varia para cada ano. Diante disso, no cenário base adotou-se uma alíquota efetiva de 25%, já para o conservador manteve-se o valor integral de 34%, enquanto para o otimista assumiu-se uma subtração de 5 pontos percentuais no valor do cenário base.

4.4.8. Prazos médios

Para entender o ciclo financeiro da entidade, determina-se o prazo médio de recebimento, calculado a partir da média consolidada do primeiro e último trimestre das contas a receber multiplicada por 365 e dividida pela receita líquida, tendo as premissas expostas na Tabela 15. As premissas usaram como base os valores de 2024, 75 dias.

Tabela 15 - Premissas do prazo médio de recebimento (dias)

| | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Conservador | 82 Dias |
| Base | 75 Dias |
| Otimista | 67 Dias |

Fonte: Elaborada pelo autor.

Depois o prazo médio de estoque, calculado a partir da média consolidada do primeiro e último trimestre dos estoques multiplicada por 365 e dividida pelo CPV, com a apresentação das premissas na Tabela 16. As premissas usaram como base os valores de 2024, 110 dias.

Tabela 16 - Premissas do prazo médio de estoque (dias)

| | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Conservador | 121 Dias |
| Base | 110 Dias |
| Otimista | 99 Dias |

Fonte: Elaborada pelo autor.

Por fim, o prazo médio de pagamento, calculado a partir da média consolidada do primeiro e último trimestre dos fornecedores multiplicada por 365 e

| | | | | | | | | | | |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBT | 525 | 618 | 712 | 806 | 900 | 993 | 1.084 | 1.174 | 1.263 | 1.350 |
| EBT Recorrente | 525 | 618 | 712 | 806 | 900 | 993 | 1.084 | 1.174 | 1.263 | 1.350 |
| IR e CSLL | (131) | (155) | (178) | (202) | (225) | (248) | (271) | (294) | (316) | (337) |
| Lucro Líquido | 394 | 464 | 534 | 605 | 675 | 745 | 813 | 881 | 947 | 1.012 |
| Margem Líquida | 4,60% | 4,86% | 5,08% | 5,26% | 5,41% | 5,54% | 5,64% | 5,74% | 5,82% | 5,89% |
| Varição do Lucro Líquido (YoY%) | -12,91% | 17,66% | 15,22% | 13,15% | 11,68% | 10,35% | 9,14% | 8,33% | 7,56% | 6,84% |
| D&A | (349) | (352) | (355) | (359) | (363) | (367) | (371) | (375) | (379) | (383) |
| EBITDA | 1.171 | 1.266 | 1.364 | 1.462 | 1.560 | 1.657 | 1.751 | 1.846 | 1.938 | 2.029 |
| Margem EBITDA | 13,65% | 13,27% | 12,96% | 12,71% | 12,49% | 12,31% | 12,16% | 12,03% | 11,91% | 11,81% |
| EBITDA Ajustado | 1.171 | 1.266 | 1.364 | 1.462 | 1.560 | 1.657 | 1.751 | 1.846 | 1.938 | 2.029 |
| Margem EBITDA Ajustada | 13,65% | 13,27% | 12,96% | 12,71% | 12,49% | 12,31% | 12,16% | 12,03% | 11,91% | 11,81% |

Fonte: Elaborada pelo autor.

Como é possível observar, algumas margens permanecem estáveis enquanto outras decaem com o passar do tempo, acompanhando o menor crescimento da receita líquida projetada, indicando que as premissas são coerentes e que interagem corretamente.

4.4.10. Projeção do BP

Em seguida foi projetado o balanço da companhia, exposto na Tabela 19, também partindo do cenário base, outrossim, vale ressaltar que não foram consideradas novas captações de dívidas e que alguns itens foram unidos para realizar a projeção, além disso, a demonstração foi simplificada para focar apenas em linhas projetadas.

Tabela 19 - BP projetado

| BP (em milhões de reais) | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|---------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| ATIVOS | | | | | | | | | | |
| Ativos Não Operacionais | 929 | 1.205 | 1.550 | 1.965 | 2.449 | 3.005 | 3.632 | 4.327 | 5.091 | 5.962 |
| Contas a Receber | 1.756 | 1.954 | 2.155 | 2.355 | 2.556 | 2.756 | 2.950 | 3.142 | 3.332 | 3.517 |
| Estoques | 1.169 | 1.301 | 1.435 | 1.568 | 1.702 | 1.835 | 1.964 | 2.092 | 2.219 | 2.342 |
| Ativo Circulante | 4.379 | 4.986 | 5.665 | 6.414 | 7.234 | 8.121 | 9.071 | 10.088 | 11.168 | 12.346 |
| Imobilizado Total + Intangível | 3.270 | 3.305 | 3.341 | 3.377 | 3.413 | 3.450 | 3.487 | 3.524 | 3.562 | 3.562 |
| Ativo Não Circulante | 5.084 | 5.119 | 5.155 | 5.191 | 5.227 | 5.264 | 5.301 | 5.338 | 5.376 | 5.376 |
| Ativo Total | 9.463 | 10.105 | 10.820 | 11.605 | 12.461 | 13.385 | 14.372 | 15.426 | 16.544 | 17.723 |

PASSIVOS

| | | | | | | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Passivos Operacionais | 1.578 | 1.756 | 1.937 | 2.117 | 2.298 | 2.477 | 2.651 | 2.825 | 2.995 | 3.161 |
| Passivo Circulante | 2.866 | 3.044 | 3.225 | 3.405 | 3.585 | 3.764 | 3.939 | 4.112 | 4.283 | 4.449 |
| Passivo Não Circulante | 2.895 |
| Passivo Total | 5.761 | 5.939 | 6.120 | 6.300 | 6.481 | 6.660 | 6.834 | 7.007 | 7.178 | 7.344 |
| Dívida Bruta Final (Circulante + Não Circulante) | (3.675) | (3.675) | (3.675) | (3.675) | (3.675) | (3.675) | (3.675) | (3.675) | (3.675) | (3.675) |
| PATRIMÔNIO LÍQUIDO | 3.703 | 4.166 | 4.700 | 5.305 | 5.980 | 6.725 | 7.538 | 8.419 | 9.366 | 10.379 |

Fonte: Elaborada pelo autor.

As contas a receber foram calculadas multiplicando as premissas de prazo médio de recebimento de cada ano com a receita líquida projetada, no caso dos estoques, multiplicou-se os prazos médios de estoque pelo CPV, já para a soma de imobilizado e intangível, subtraiu-se a D&A pelo CapEx em cada ano, para encontrar o valor dos passivos operacionais, utilizou-se os prazos médios de pagamento projetados multiplicados pelo CPV e, por fim, para chegar ao valor do Patrimônio Líquido (PL), foi somado o PL do ano anterior ao lucro líquido, o aumento de capital e os dividendos pagos.

4.4.11. Projeção do DFC

Nessa projeção, Tabela 20, as demonstrações se relacionam, o lucro líquido e a D&A vêm da DRE projetada, enquanto os passivos operacionais e o saldo inicial de caixa e equivalentes vem do BP projetado. Além disso, o saldo de caixa final alimenta o BP do próximo ano, gerando uma integração entre eles, assim, cada movimentação financeira acaba afetando toda a projeção.

Tabela 20 - DFC projetado

| DFC (em milhões de reais) | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Lucro Líquido do Exercício | 394 | 464 | 534 | 605 | 675 | 745 | 813 | 881 | 947 | 1.012 |
| D&A | (349) | (352) | (355) | (359) | (363) | (367) | (371) | (375) | (379) | (383) |
| Ativos Operacionais | 2.925 | 3.255 | 3.590 | 3.923 | 4.259 | 4.590 | 4.913 | 5.235 | 5.551 | 5.859 |
| Passivos Operacionais | 1.578 | 1.756 | 1.937 | 2.117 | 2.298 | 2.477 | 2.651 | 2.825 | 2.995 | 3.161 |
| Necessidade de Capital de Giro | 1.347 | 1.499 | 1.653 | 1.806 | 1.961 | 2.113 | 2.262 | 2.410 | 2.556 | 2.697 |
| Varição da Necessidade | 1.003 | 152 | 154 | 154 | 154 | 153 | 149 | 148 | 146 | 142 |

de Capital de Giro

| | | | | | | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Fluxo de Caixa Operacional | (260) | 663 | 735 | 810 | 884 | 959 | 1.035 | 1.108 | 1.181 | 1.254 |
| CapEx | (384) | (387) | (391) | (395) | (399) | (404) | (408) | (412) | (417) | (383) |
| Fluxo de Caixa de Investimentos | (384) | (387) | (391) | (395) | (399) | (404) | (408) | (412) | (417) | (383) |
| Fluxo de Caixa de Financiamento | - |
| Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes | 1.573 | 929 | 1.205 | 1.550 | 1.965 | 2.449 | 3.005 | 3.632 | 4.327 | 5.091 |
| Aumento/Redução no Caixa e Equivalentes | (644) | 276 | 344 | 415 | 485 | 556 | 627 | 695 | 764 | 871 |
| Saldo Final de Caixa e Equivalentes | 929 | 1.205 | 1.550 | 1.965 | 2.449 | 3.005 | 3.632 | 4.327 | 5.091 | 5.962 |

Fonte: Elaborada pelo autor.

Já os outros componentes são calculados, a NGC e sua variação mantém o mesmo racional exposto no DFC histórico, o CapEx é encontrado multiplicando a D&A pelo multiplicador das premissas e o aumento/redução no caixa e equivalentes é a soma dos 3 fluxos da demonstração.

4.4.12. Projeção do FCLE

Antes de trazer os fluxos de caixa para valor presente, é necessário determinar alguns valores, primeiramente, a taxa de desconto a ser utilizada, para encontrá-la empregou-se a form. (2) descrita anteriormente, resultando no valor de 14,59%, como consta na Tabela 21.

Tabela 21 - Cálculo da taxa de desconto

| Calculadora de WACC | |
|--|------------------|
| Dívida Bruta Total (milhares de R\$) | (3.674.932) |
| Equity Total (milhares de R\$) | 4.840.572 |
| Capital Total (milhares de R\$) | 8.515.504 |
| Dívida/Capital Total | 43,16% |
| Equity/Capital Total | 56,84% |
| Dívida/Equity | 75,92% |
| Taxa Livre de Risco (10 Anos) | 13,57% |
| Beta | 1,24 |

| | |
|-----------------------------------|---------------|
| Prêmio de Risco | 4,00% |
| Custo de Capital Próprio | 18,53% |
| Taxa Livre de Risco (5 Anos) | 13,23% |
| Spread | 1% |
| Custo da Dívida | 14,23% |
| IR | 34,00% |
| Custo de Terceiros Após IR | 9,39% |
| WACC | 14,59% |

Fonte: Elaborada pelo autor.

Basicamente, o montante da dívida bruta total foi extraída do BP de 2024 e o equity foi determinado com a multiplicação das 302,914 milhões de ações negociadas (C&A, 2025) pelo preço de 15,98 reais pelo qual a empresa era negociada no dia 03/11/2025 (Investing.com, 2025). Para calcular o “ K_d ”, adotou-se o fechamento do DIF35 do mesmo dia (ADVFN, 2025) como taxa livre de risco, o beta de 5 anos da C&A (Investing.com, 2025) e um prêmio de risco base para ações de 4%. Já para encontrar o “ K_e ”, foi utilizado o fechamento do DIF30 do mesmo dia (ADVFN, 2025) como taxa livre de risco mais um spread definido com base no prêmio da última debênture emitida pela empresa e subtraiu-se a alíquota base de 34%.

Para chegar ao FCLE utilizou-se um método semelhante ao exposto na Tabela 1, assim, a partir das demonstrações projetadas, eles foram calculados e compilados na Tabela 22.

Tabela 22 - Projeção do FCD

| FCD (em milhões de reais) | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | Perpetuidade |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| EBIT | 822 | 915 | 1.009 | 1.102 | 1.196 | 1.290 | 1.380 | 1.471 | 1.560 | 1.646 | |
| Impostos | (205) | (229) | (252) | (276) | (299) | (322) | (345) | (368) | (390) | (411) | |
| D&A de Arrendamento | (367) | (408) | (450) | (492) | (534) | (575) | (616) | (656) | (696) | (734) | |
| NOPAT | 983 | 1.094 | 1.206 | 1.318 | 1.431 | 1.542 | 1.651 | 1.759 | 1.865 | 1.969 | |
| D&A | (349) | (352) | (355) | (359) | (363) | (367) | (371) | (375) | (379) | (383) | |
| CapEx | (384) | (387) | (391) | (395) | (399) | (404) | (408) | (412) | (417) | (383) | |
| Variação da Necessidade de Capital de Giro | 1.003 | 152 | 154 | 154 | 154 | 153 | 149 | 148 | 146 | (90) | |
| FCFF | (55) | 907 | 1.017 | 1.129 | 1.240 | 1.353 | 1.465 | 1.574 | 1.682 | 2.059 | 15.737 |
| FCFF | (9) | 907 | 1.017 | 1.129 | 1.240 | 1.353 | 1.465 | 1.574 | 1.682 | 2.059 | 15.737 |

Para considerar corretamente os valores encontrados, os fluxos gerados foram sensibilizados pelo período, isso fez com que 2025 tivesse pouca relevância, o que é coerente, visto que, na data da análise, faltava menos de 2 meses para o fim do ano. Além disso, a variação da NCG do último ano foi calculada com base na taxa de crescimento na perpetuidade adotada. O valor que aparece após o último fluxo de caixa, na coluna da perpetuidade, é o valor terminal calculado a partir dos fluxos projetados, exibido na Tabela 23.

Tabela 23 - Projeção do valor terminal

| Valor Terminal | |
|------------------|--------|
| EV/EBITDA | 12.173 |
| Damodaran | 19.300 |
| Média | 15.737 |

Fonte: Elaborada pelo autor.

O valor encontrado para a perpetuidade é uma média entre o primeiro cálculo, que utiliza como base o *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization* (EBITDA) ajustado no último ano projetado e o multiplica por um múltiplo de saída de 6x EV/EBITDA, enquanto o segundo é baseado na form. (2), desenvolvida por Damodaran (2019), assim, utiliza o último FCLE projetado e uma taxa de crescimento na perpetuidade, que nesse caso foi igual à 3,54% que é a expectativa mais longa disponível do IPCA (BCB, 2025), e a taxa de desconto definida.

5. RESULTADOS E DISCUSSÕES

5.1. VALOR JUSTO DA EMPRESA

Para encontrar o valor justo da empresa aplicou-se a fórmula XVPL, do Microsoft Excel, no FCLE sensibilizado pelo período, então os valores de caixa e equivalentes foram somados ao resultado e extraiu-se a dívida final junto da participação de não controladores, em seguida, o valor resultante foi dividido pelo

número de ações, chegando a um valor justo final de R\$ 27,79 por ação, assim como a Tabela 24 apresenta.

Tabela 24 - Cálculo do valor intrínseco da empresa

| Valor Intrínseco | |
|-----------------------------|------------------|
| Valor da Firma | 10.521 |
| Caixa e Equivalentes Total | 1.573 |
| Dívida Final + Minoritários | (3.675) |
| Valor do Equity | 8.419 |
| Equity/Ação | R\$ 27,79 |

Fonte: Elaborada pelo autor.

Diante do valor encontrado, é possível chegar a um potencial de valorização, ou upside, de 74% para a ação, levando em consideração seu preço atual de R\$ 15,98. Todavia, esse é apenas o valor encontrado no cenário base, para o conservador e o otimista, chega-se a um preço justo, respectivamente, de R\$ 12,45 e de R\$ 52,46.

5.2. ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

Complementarmente, a fim de analisar a mudança no valor justo de acordo com alterações em certas variáveis e testar as premissas aplicadas, foi elaborada uma análise de sensibilidade a partir do múltiplo EV/EBITDA e da taxa de desconto, como mostra a Tabela 25. A escolha dessas duas variáveis a serem sensibilizadas se deve ao fato de que seus valores finais variam de acordo com a metodologia do analista.

Tabela 25 - Análise de sensibilidade

| | | | | | | | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 16,19 | 16,89 | 17,59 | 18,30 | 19,00 | 19,70 | 20,40 | 21,10 | 21,81 | 18,59% |
| 17,76 | 18,52 | 19,28 | 20,03 | 20,79 | 21,55 | 22,31 | 23,07 | 23,83 | 17,59% |
| 19,54 | 20,36 | 21,18 | 22,00 | 22,82 | 23,64 | 24,46 | 25,28 | 26,10 | 16,59% |
| 21,58 | 22,47 | 23,35 | 24,24 | 25,13 | 26,02 | 26,91 | 27,79 | 28,68 | 15,59% |
| 23,95 | 24,91 | 25,87 | 26,83 | 27,79 | 28,75 | 29,72 | 30,68 | 31,64 | 14,59% |

| | | | | | | | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 26,73 | 27,77 | 28,82 | 29,86 | 30,90 | 31,94 | 32,98 | 34,03 | 35,07 | 13,59% |
| 30,06 | 31,19 | 32,32 | 33,45 | 34,58 | 35,71 | 36,84 | 37,97 | 39,10 | 12,59% |
| 34,14 | 35,37 | 36,59 | 37,82 | 39,04 | 40,27 | 41,50 | 42,72 | 43,95 | 11,59% |
| 39,26 | 40,59 | 41,92 | 43,25 | 44,58 | 45,92 | 47,25 | 48,58 | 49,91 | 10,59% |

2,00x 3,00x 4,00x 5,00x 6,00x 7,00x 8,00x 9,00x 10,00x

Múltiplo EV/EBITDA

Fonte: Elaborada pelo autor.

Nota-se que apesar de uma variação relativamente parelha, de 1 ponto para cada um, há uma maior influência da taxa de desconto no preço justo final em comparação com o múltiplo EV/EBITDA. Ademais, percebe-se, considerando apenas os resultados obtidos com a sensibilização das variáveis, que há uma valorização em todos os cenários.

5.3. ANÁLISE DE INDICADORES

Adicionalmente, a partir das projeções, foram calculados alguns indicadores, Tabela 26, com o intuito de analisar a rentabilidade, a alavancagem e alguns outros fatores dos resultados projetados.

Tabela 26 - Indicadores

| INDICADORES | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| ROE | 10,64% | 11,13% | 11,37% | 11,40% | 11,29% | 11,08% | 10,79% | 10,46% | 10,12% | 9,75% |
| ROIC | 15,24% | 16,48% | 17,67% | 18,79% | 19,86% | 20,86% | 21,78% | 22,65% | 23,46% | 24,33% |
| ROIC/WACC | 1,04x | 1,13x | 1,21x | 1,29x | 1,36x | 1,43x | 1,49x | 1,55x | 1,61x | 1,67x |
| Receita/Imobilizado | 2,62x | 2,89x | 3,15x | 3,41x | 3,66x | 3,90x | 4,13x | 4,35x | 4,57x | 4,82x |
| CapEx/Depreciação | 110% | 110% | 110% | 110% | 110% | 110% | 110% | 110% | 110% | 100% |
| Dívida Bruta/Ativo | 38,83% | 36,37% | 33,96% | 31,67% | 29,49% | 27,46% | 25,57% | 23,82% | 22,21% | 20,74% |
| Dívida Líquida (milhões de R\$) | 2.746 | 2.470 | 2.125 | 1.710 | 1.226 | 670 | 43 | (652) | (1.416) | (2.287) |
| Dívida Líquida/EBITDA Ajustado | 2,35x | 1,95x | 1,56x | 1,17x | 0,79x | 0,40x | 0,02x | (0,35x) | (0,73x) | (1,13x) |
| Liquidez Corrente | 1,53x | 1,64x | 1,76x | 1,88x | 2,02x | 2,16x | 2,30x | 2,45x | 2,61x | 2,78x |
| Liquidez Seca | 1,12x | 1,21x | 1,31x | 1,42x | 1,54x | 1,67x | 1,80x | 1,94x | 2,09x | 2,25x |
| Liquidez Imediata | 0,32x | 0,40x | 0,48x | 0,58x | 0,68x | 0,80x | 0,92x | 1,05x | 1,19x | 1,34x |

Fonte: Elaborada pelo autor.

Apesar da distorção sofrida pelos indicadores devido ao longo período de projeção e algumas premissas adotadas, percebe-se que o *Return on Invested Capital* (ROIC) mesmo nos primeiros anos já apresenta um retorno superior à taxa de desconto, o que dá indícios de que a empresa gera valor.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho determinou o valor justo da empresa C&A Modas S.A. no dia 03 de novembro de 2025, através do valuation via Fluxo de Caixa Descontado (FCD), sendo que, no fim, o resultado obtido foi um valor intrínseco de R\$ 27,79 para a companhia enquanto ela negociava a R\$ 15,98, indicando que ela estava sendo subvalorizada e com um potencial de valorização de 74%. Diante disso, entende-se que o objetivo geral traçado de encontrar o valor justo para determinar se a empresa negociava a preços condizentes foi cumprido.

Todavia, há de se destacar algumas limitações do trabalho, como o fato de ter sido aplicada apenas uma metodologia de avaliação, também ressalta-se a dependência das premissas adotadas, que podem ou não ser coerentes, e a falta de uma interação direta com o RI da empresa, visto que isso poderia contribuir para o desenvolvimento de projeções mais assertivas.

Em síntese, apesar das limitações, o trabalho cumpre seu objetivo e auxilia no entendimento do valuation por FCD, assim, pode servir como base para avaliações futuras da C&A ou de outras empresas, além disso, é possível melhorar a análise a partir de projeções mais complexas para desenvolver uma avaliação mais refinada da companhia. No entanto, vale ressaltar que a pesquisa possui um caráter acadêmico e não se configura como uma recomendação de investimento.

REFERÊNCIAS

ABVTEX - Associação Brasileira do Varejo Têxtil. **Imprensa**. São Paulo, SP: ABVTEX, c2025. Disponível em:

<https://www.abvtex.org.br/press-releases/varejo-de-moda-registra-crescimento-em-2025-aponta-enquete-da-abvtex/>. Acesso em: 16 out. 2025.

ADVFN - Advanced Financial Network. c2025. Disponível em: <https://br.advfn.com/>. Acesso em: 03 nov. 2025.

ALVES, A. L. C.; BUENO, A. L. C.; MACHADO, D. A.; REINALDI, P. B. Valuation para pequenas empresas: uma revisão bibliográfica. **Diálogos em contabilidade**, Franca, v. 8, n. 1, jan./dez. 2020. ISSN: 2525-720. Disponível em: <http://periodicos.unifacef.com.br/dialogoscont/article/view/2224/1542>. Acesso em: 17 maio 2025.

ASSAF NETO, A. **Valuation - Métricas de valor e avaliação de empresas**. 5. ed. Barueri: Atlas, 2025. 352 p.

B3. **Brasil, Bolsa, Balcão**, 2025. Perfil pessoas físicas. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/. Acesso em: 7 abr. 2025.

BCB - Banco Central do Brasil. Brasília, DF: BCB, c2025. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/>. Acesso em: 10 out. 2025.

C&A. **Relações com Investidores**. Barueri, SP: C&A Modas, c2025. Disponível em: <https://ri.cea.com.br/>. Acesso em: 15 out. 2025.

CARVALHO, L. S. B. **Valuation: avaliação de empresas, YDUQS Participações S.A.** 2022. 36 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) - Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

COPELAND, T.; KOLLER T.; MURRIN J. **Avaliação de empresas, Valuation: calculando e gerenciando o valor de empresas**. Tradução: Maria Cláudia S. R. Ratto. 1. ed. São Paulo: Makron Books, 2000. 521 p.

COSTA JÚNIOR, J. D' F. da. **Valuation - avaliação de empresas**. 2011. 56 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Pós-Graduação em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

COSTA, L. G. T. A; COSTA L. R. T. A; ALVIM, M. A, **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas**. São Paulo: Atlas 2010.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Tradução: Kleber Nunes. 2. ed. Rio de Janeiro: QualityMark, 2010. 1086 p.

DAMODARAN, Aswath. **Como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. Tradução: Afonso C. da Cunha Serra. 7. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2019. 207 p.

FALCINI, P. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995. 208 p.

GUANAIS, L.; DISSELLI, G.; LIMA, P.; MOLLO, L. **Nota Setorial - Varejo & Consumo**. São Paulo: BTG Pactual Equity Research, 2025. Disponível em: https://content.btgpactual.com/research/files/file/pt-BR/2025-01-23T134647.615_Varejo_Consumo_Guia_do_Varejo_2025.pdf. Acesso em: 15 out. 2025.

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Produto Interno Bruto - PIB**. Rio de Janeiro, RJ: IBGE, c2025. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>. Acesso em: 12 out. 2025.

INVESTING.COM. **CEAB3 - C&A Modas S.A.** c2025. Disponível em: <https://br.investing.com/equities/c-a-modas-sa>. Acesso em: 03 nov. 2025.

PALEPU, K.; HEALY, P.; BERNARD, V. **Business Valuation & Analysis - Using Financial Statements**. 2. ed. Aufl., Maison, 2004.

PÓVOA, A. **Valuation: como precificar ações**. 3. ed. Barueri: Atlas, 2021. 528 p.

QUADROS, D. **Avaliação de empresas: uma aplicação do método do fluxo de caixa descontado à Lojas Renner SA**. 2016. Trabalho de conclusão de Curso (Graduação em Economia) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

ROCHA, F. C. A.; GOMES, M. L. **Metodologia científica**. 1. ed. Muriaé: FAMINAS Virtual, 2024. 120p.

STOWE, J. D.; ROBINSON, T. R.; PINTO, J. E.; MCLEAVEY, D. W. **Avaliação de Ativos Patrimoniais**. 2. ed. Hoboken: Wiley, 2010.