



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

Pedro Attili Franzin

Integração de CLV e CAC ao Fluxo de Caixa Descontado em um Estudo de Caso do
Ecossistema de Negócios da Track&Field

Florianópolis
2025
Pedro Attili Franzin

Integração de CLV e CAC ao Fluxo de Caixa Descontado em um Estudo de Caso do Ecossistema de Negócios da Track&Field

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de Engenharia de Produção Elétrica do Centro Tecnológico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Engenharia de Produção.

Orientador(a): Prof. Dr. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart.

Florianópolis

2025

Franzin, Pedro Attili

Integração de CLV e CAC ao Fluxo de Caixa Descontado em um Estudo de Caso do Ecossistema de Negócios da Track&Field / Pedro Attili Franzin ; orientador, Marco Antonio de Oliveira Vieira Goulart, 2025.

133 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico, Graduação em Engenharia de Produção Elétrica, Florianópolis, 2025.

Inclui referências.

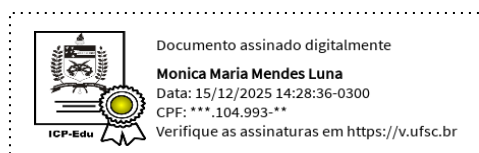
1. Engenharia de Produção Elétrica. 2. Valuation. 3. Ecossistema de Negócios. I. Goulart, Marco Antonio de Oliveira Vieira. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Engenharia de Produção Elétrica. III. Título.

Pedro Attili Franzin

Integração de CLV e CAC ao Fluxo de Caixa Descontado em um Estudo de Caso do
Ecossistema de Negócios da Track&Field

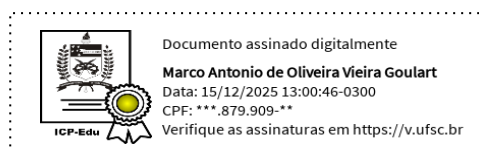
Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do título de Bacharel em Engenharia de Produção Elétrica e aprovado em sua forma final pelo Curso de Engenharia de Produção Elétrica

Florianópolis, 15 de Dezembro de 2026



Coordenação do Curso

Banca examinadora



Prof. Dr. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart

Orientador(a)

Insira neste espaço
a assinatura

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

Insira neste espaço
a assinatura

Leonardo Torkar
Administrador por Fundação Getúlio Vargas

Florianópolis, 2025.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, aos meus pais, por todo o suporte, dedicação e educação que me proporcionaram ao longo da vida. Este sempre foi o grande objetivo deles, e é uma imensa felicidade concretizar esse sonho. Toda a preocupação e o esforço que tiveram com a minha formação têm, neste trabalho, um de seus grandes frutos. Sou profundamente grato por terem me mostrado o caminho e me influenciado a estar onde estou hoje.

Agradeço também meus avós e minha família pelo apoio constante, incentivo e por sempre acreditarem em mim.

À minha namorada, agradeço por estar comigo em todos os momentos, especialmente nos mais difíceis desta caminhada e por todas as alegrias que vivemos juntos ao longo desses anos.

Aos meus irmãos, Diogo e Cauã, companheiros de jornada, por todo o apoio, as alegrias e a convivência durante esse período.

A todos do Fala300 e Mateus, Hazi, Buso, Araca e Zaghini, por terem feito parte de uma das fases mais marcantes e divertidas da minha vida. Certamente levarei todos comigo para a vida.

Ao Leonardo Torkar, pela valiosa contribuição durante o processo de construção deste trabalho

Um agradecimento especial ao professor Dr. Marco, pela orientação, paciência e apoio intelectual. Uma pessoa excelente e, sem dúvida, o melhor orientador que eu poderia ter para concluir esta jornada.

Por fim, a todos que, de alguma forma, fizeram parte dessa caminhada, deixo aqui o meu sincero muito obrigado.

RESUMO

O trabalho tem como objetivo propor uma estrutura metodológica de avaliação empresarial que adapte o modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) à realidade de empresas em transição para ecossistemas de negócios, incorporando variáveis intangíveis relacionadas ao relacionamento com o cliente. Parte-se da constatação de que modelos tradicionais de FCD apresentam limitações na captura de valor em empresas intensivas em ativos intangíveis, como engajamento, recorrência e comunidade. A fundamentação teórica abrange os conceitos de ecossistemas de negócios, métricas de relacionamento e as restrições do FCD, com ênfase no papel do Customer Lifetime Value (CLV) e do Customer Acquisition Cost (CAC) como direcionadores de valor econômico. Metodologicamente, a pesquisa adota um estudo de caso aprofundado da Track&Field, aliado a uma análise comparativa com empresas brasileiras que operam ou evoluem sob a lógica de ecossistema, visando à identificação de padrões operacionais e fontes de geração de valor. A partir desse diagnóstico, foram desenvolvidos dois modelos de avaliação: um FCD tradicional, baseado em premissas operacionais convencionais, e um modelo ajustado, que incorpora CLV e CAC às projeções financeiras. A comparação entre os modelos evidenciou diferenças relevantes na dinâmica de geração de valor, indicando que a adaptação do FCD a métricas relacionais altera de forma consistente as estimativas de valor econômico da companhia. Os resultados reforçam a viabilidade metodológica de integrar métricas de relacionamento ao FCD e contribuem para a discussão acadêmica sobre a avaliação de empresas orientadas por ecossistemas de negócios.

Palavras-chave: *Valuation*; Fluxo de Caixa Descontado; Ecossistemas de Negócios; *Customer Lifetime Value*; *Customer Acquisition Cost*.

ABSTRACT

This study aims to propose a methodological framework for adapting the Discounted Cash Flow (DCF) valuation model to the context of companies transitioning toward business ecosystems, incorporating intangible variables related to customer relationships. The research is grounded in the observation that traditional DCF models present limitations in capturing value in firms that rely heavily on intangible assets such as engagement, recurrence, and community. The theoretical framework encompasses the concepts of business ecosystems, relationship-based metrics, and the constraints of the DCF method, with particular emphasis on Customer Lifetime Value (CLV) and Customer Acquisition Cost (CAC) as key value drivers in relational environments. Methodologically, the study adopts an in-depth case study of Track&Field, complemented by a comparative analysis with Brazilian companies operating under or transitioning to an ecosystem-based logic, with the objective of identifying operational patterns and sources of value creation. Based on this analysis, two valuation models were developed: a traditional DCF model, grounded in conventional operating assumptions, and an adjusted model that incorporates CLV and CAC into the financial projections. The comparison between the two models revealed relevant differences in value-generation dynamics, indicating that the incorporation of relational metrics consistently alters estimates of the company's economic value. The findings support the methodological feasibility of integrating relationship-based metrics into the DCF framework and contribute to the academic discussion on the valuation of ecosystem-oriented firms.

Keywords: Valuation; Discounted Cash Flow; Business Ecosystems; Customer Lifetime Value; Customer Acquisition Cost.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Esquemas de Ecossistemas	24
Figura 2 – Amazon Flywheel.....	25
Figura 3 – DRE Simplificado	39
Figura 4 – Esquema Metodologia.....	47
Figura 5 – Índice de Confiança do Consumidor	56
Figura 6 – <i>Playbook</i> de Ecossistemas	61
Figura 7 – Esquema Ecossistema Renner SA.	63
Figura 8 – Ecossistema Magalu	64
Figura 9 – Esquema Ecossistema Magalu.	65
Figura 10 – Ecossistemas Grupo SBF	66
Figura 11 – Esquema Ecossistema Azzas 2154	68
Figura 12 – Ecossistema Wellness Track&Field	72
Figura 13 – Evolução Receita Líquida.....	74
Figura 14 – Evolução Sell-out e Ticket Médio.	76
Figura 15 – Representatividade na Receita Varejo	76
Figura 16 – Dados TF Sports.	78
Figura 17 – Receita TF Sports.	78
Figura 18 – Representatividade na Receita Varejo	79
Figura 19 – CMV e %RL	80
Figura 20 – Benchmark Eficiência Comercial.....	82
Figura 21 – Evolução Lucro Líquido T&F	83
Figura 22 – Margens T&F	84
Figura 23 – Indicadores de Retorno T&F	85
Figura 24 – Investimentos e %RL na T&F.....	87
Figura 25 – Caixa Equivalente.(R\$ mil).....	87
Figura 26 – Comparação N° de Compras Modelos A vs. B.....	96
Figura 27 – Comparação N° de Compras Modelos A vs. B.....	98
Figura 28 – Comparação Despesas Modelo A vs. Modelo B	102
Figura 29 – Classificação BP Track&Field	103
Figura 30 – Linhas de WK e Referências de Prazo Médio.....	104

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Classificação Ecossistemas de Negócios	23
Quadro 2 – Relação entre Fatores de Eficiência e Fluxo de Caixa	27
Quadro 3 – Balanço Patrimonial Simplificado	38
Quadro 4 – Indicadores de Lucratividade	42
Quadro 5 – Indicadores de Rentabilidade	42
Quadro 6 – Resumo da Análise Comparativa	69

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Indicadores Macroeconômicos Brasil (2019-2025).....	55
Tabela 2 – Histórico SG&A.....	80
Tabela 3 – Histórico de Crescimento do Ticket Médio	91
Tabela 4 – Projeção de Crescimento do Ticket Médio	92
Tabela 5 – Histórico Número de Compras T&F.....	93
Tabela 6 – Projeção Número de Compras e Receita Líquida Varejo T&F (A)	93
Tabela 7 – Histórico Frequência de Compra e Número de Clientes (EoP)	94
Tabela 8 – Projeção Frequência de Compra, Taxa de Retenção e Número de Clientes (EoP)	95
Tabela 9 – Projeção CLV Modelo B	96
Tabela 10 – Histórico e Projeção de Receitas de Eventos e Outros	97
Tabela 11 – Histórico de Despesas.....	99
Tabela 12 – Projeção de Despesas do Modelo A	99
Tabela 13 – Projeção de Despesas do Modelo B (exceto com Vendas).....	100
Tabela 14 – Histórico CLV e CAC	101
Tabela 15 – Projeção Despesas com Vendas Modelo B	102
Tabela 16 – Histórico WK T&F	105
Tabela 17 – Projeção WK T&F Modelo A.....	106
Tabela 18 – Projeção WK T&F Modelo B.....	107
Tabela 19 – Histórico CAPEX e D&A	108
Tabela 20 – Histórico CAPEX e D&A Imobilizado	108
Tabela 21 – Projeção CAPEX e D&A Imobilizado.....	109
Tabela 22 – Amortização Imobilizado	109
Tabela 23 – Histórico CAPEX e D&A Intangível.....	110
Tabela 24 – Projeção CAPEX e D&A Intangível Modelo A	110
Tabela 25 – Projeção CAPEX e D&A Intangível Modelo B	111
Tabela 26 – CAPM	112
Tabela 27 – WACC	112
Tabela 28 – Projeção FCFF Modelo A	114
Tabela 29 – Valor da Firma e Equity Value Modelo A.....	114
Tabela 30 – Comparação EV Modelo A e Modelo B	115
Tabela 31 – Comparação Margem EBITDA Modelos A e B.....	117
Tabela 32 – Comparação CAGR Receita por Loja.....	117

Tabela 33 – Análise de Múltiplos do Setor	118
Tabela 34 – Análise de Sensibilidade: WACC × Perpetuidade (Modelo A).....	119
Tabela 35 – Análise de Sensibilidade: WACC × Perpetuidade (Modelo B).....	119
Tabela 36 – Análise de Sensibilidade: Frequência de Compra × Retenção.....	120
Tabela 37 – Análise de Sensibilidade: Frequência de Compra × CLV/CAC	120

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ARPU	<i>Average Revenue per User</i>
BoP	<i>Beginning of Period</i>
CAC	<i>customer acquisition cost</i>
CAPEX	<i>Capital Expenditures</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CLV	<i>Customer Lifetime Value</i>
CMV	Custo de Mercadorias Vendidas
D&A	Depreciação e Amortização
DFC	Demonstração dos Fluxos de Caixa
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
EBIT	Margem Operacional
EoP	<i>End of Period</i>
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
FCFE	Fluxo de Caixa para o Acionista
FCFF	Fluxo de Caixa para a Firma
G&A	Gerais e Administrativas
GMV	<i>Gross Merchandise Volume</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IPO	Abertura de capital
Kd	Custo de capital de terceiros
Ke	Custo de capital próprio
LTV	<i>Lifetime Value</i>
P&D	Pesquisa e desenvolvimento
PMR	Prazo Médio de Recebimento
ROA	<i>Return on Assets</i>
ROC	Retorno sobre o capital
ROE	Retorno sobre o patrimônio líquido
ROE	<i>Return on Equity</i>
ROIC	<i>Return on Invested Capital</i>
SG&A	Despesas com Vendas
T&F	Track&Field Co S.A.
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

WC *Working Capital*

YTM *Yield to Maturity*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	17
1.1	OBJETIVO	18
1.1.1	Objetivo geral	18
1.1.2	Objetivos específicos	18
1.2	JUSTIFICATIVA	19
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	21
2.1	ECOSSISTEMAS DE NEGÓCIO	21
2.1.1	Definição de ecossistemas de negócio	21
2.1.2	Ecossistema de negócio no varejo	24
2.1.3	Impacto financeiro de um ecossistema	26
2.2	AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	28
2.3	MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	29
2.3.1	Avaliação por modelo relativo	29
2.3.2	Avaliação por valor patrimonial	30
2.3.3	Avaliação por fluxo de caixa descontado	31
2.3.3.1	<i>Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF)</i>	32
2.3.3.2	<i>Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE)</i>	33
2.4	ATIVOS INTANGÍVEIS	34
2.5	CUSTO DE CAPITAL	35
2.5.1	Custo médio ponderado de capital (WACC)	35
2.5.2	Custo de capital de terceiros	36
2.5.3	Custo de capital próprio	36
2.6	DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	37
2.6.1	Balanço patrimonial	37
2.6.2	Demonstração do resultado do exercício	39
2.6.3	Demonstração de fluxo de caixa	39
2.7	INDICADORES FINANCEIROS	40
2.7.1	Indicador de atividade	40
2.7.2	Indicador de lucratividade	41
2.7.3	Indicador de rentabilidade	42
2.8	CUSTOMER LIFETIME VALUE (CLV)	43
2.9	CUSTOMER ACQUISITION COST (CAC)	44

3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	46
3.1	CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	46
3.2	METODOLOGIA	47
4	ESTUDO DE CASO	50
4.1	A TRACK&FIELD	50
4.1.1	Estrutura de governança e capital.....	53
4.2	ANÁLISE SETORIAL	54
4.2.1	Cenário macroeconômico direcionadores de crescimento no Brasil ..	54
4.2.2	Tendências no varejo	57
4.2.2.1	<i>Digitalização e e-commerce</i>	<i>58</i>
4.2.2.2	<i>Omnichannel.....</i>	<i>59</i>
4.2.2.3	<i>Retail media</i>	<i>60</i>
4.2.3	Ecossistemas de negócio no varejo brasileiro	61
4.2.3.1	<i>Lojas Renner S.A.....</i>	<i>62</i>
4.2.3.2	<i>Magazine Luiza</i>	<i>63</i>
4.2.3.3	<i>Grupo SBF</i>	<i>65</i>
4.2.3.4	<i>Azzas 2154</i>	<i>67</i>
4.2.3.5	<i>Quadro resumo.....</i>	<i>68</i>
4.3	ECOSSISTEMA WELLNESS TRACK&FIELD	69
4.3.1	Classificação e objetivo do ecossistema.....	71
4.4	ANÁLISE FINANCEIRA	73
4.4.1	Análise de receitas.....	73
4.4.1.1	<i>TFSports.....</i>	<i>77</i>
4.4.2	Análise de despesas	79
4.4.3	Análise de eficiência comercial	81
4.4.4	Análise de rentabilidade e lucratividade	82
4.4.5	Análise de investimento e endividamento	86
5	MODELO FCD AJUSTADO AO ECOSISTEMA DA TRACK&FIELD	89
5.1	PROJEÇÃO DE RECEITAS.....	90
5.1.1	Receita varejo.....	91
5.1.1.1	<i>Cálculo do número de compras e receita líquida do Cenário A.....</i>	<i>93</i>
5.1.1.2	<i>Cálculo do número de compras e receita líquida do Cenário B.....</i>	<i>94</i>
5.1.2	Receita eventos e outros.....	97
5.2	PROJEÇÃO DE DESPESAS	98

5.2.1	Projeção de despesas com vendas modelo B.....	100
5.3	PROJEÇÃO DO BALANÇO	103
5.3.1	Projeção do capital de giro	104
5.3.2	Projeção do CAPEX e Depreciação & Amortização (D&A).....	107
5.3.2.1	<i>Projeção do CAPEX e D&A imobilizado</i>	108
5.3.2.2	<i>Projeção do CAPEX e D&A intangível</i>	110
5.4	CUSTO DE CAPITAL.....	111
5.5	PROJEÇÃO DE PERPETUIDADE.....	113
5.6	VALOR DA FIRMA E DO EQUITY	114
5.7	COMPARAÇÃO DE RESULTADOS	115
5.7.1	Validação dos resultados	116
5.7.2	Análise de sensibilidade	118
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	122
7	REFERÊNCIAS	126

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas duas décadas, a economia global passou por uma transformação estrutural, o protagonismo das empresas manufatureiras foi gradualmente substituído pelo crescimento acelerado de companhias de tecnologia e serviços (Damodaran, 2009). Segundo Damodaran (2023), esse fenômeno se manifesta de forma ainda mais clara no avanço de organizações centradas em ativos intangíveis, como capital intelectual, marcas e dados, em detrimento das empresas intensivas em ativos tangíveis. Essa mudança é corroborada por estudos de mercado, de acordo com a consultoria Ocean Tomo (2020), os ativos intangíveis já representam aproximadamente 90% do valor de mercado das empresas listadas no índice S&P 500, em contraste com os 17% registrados em 1975. Dessa forma, a economia global continua a mudar de uma baseada em ativos tangíveis para uma baseada em ativos intangíveis (Mauboussin; Callahan, 2022).

Enquanto investimentos em máquinas e equipamentos são capitalizados, ativos como *know-how*, pesquisa e desenvolvimento (P&D), estratégias de negócio e marcas frequentemente permanecem invisíveis nos balanços, sendo tratados como custos operacionais, mesmo quando representam os principais motores do crescimento futuro (Damodaran, 2021). O modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), uma das metodologias mais consagradas na literatura e na prática financeira, baseia-se na projeção dos fluxos de caixa futuros da empresa, ajustados ao valor presente por meio de uma taxa que reflete o risco do negócio (Copeland; Koller; Murrin, 2006). Contudo, esse modelo foi concebido em um contexto no qual predominavam ativos tangíveis e projeções financeiras relativamente estáveis, o que limita sua aplicabilidade a negócios intensivos em inovação em ativos imateriais (Uzma; Singh; Kumar, 2010).

Paralelamente a isso, empresas contemporâneas têm buscado se posicionar em ecossistemas de negócios, nos quais a geração de valor depende menos da posse de ativos físicos e mais da integração estratégica com parceiros, usuários e plataformas (Goldstein, 2023). Esse modelo possibilita a captura de sinergias e propostas de valor que dificilmente seriam replicadas por empresas atuando de forma isolada. Não por acaso, as seis das sete companhias com maior capitalização de mercado atualmente são aquelas inseridas em ecossistemas, ampliando sua escala e alcance por meio da interdependência com outros agentes (McKinsey, 2020).

Diante desse contexto, as empresas têm incorporado cada vez mais os ativos intangíveis ao seu valor. Como argumenta Póvoa (2012), a aplicação do modelo de FCD exige atenção rigorosa à qualidade das premissas adotadas, como taxas de crescimento, valor residual e risco, sendo mais eficaz em empresas maduras, com histórico financeiro consolidado. Surge, então, um desafio: de que forma o modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) pode ser adaptado para incorporar o valor intangível proveniente de estratégias de ecossistemas de negócios na avaliação de empresas?

1.1 OBJETIVO

1.1.1 Objetivo geral

Propor uma estrutura metodológica de adaptação do modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), de forma a contemplar o valor intangível gerado pela adoção de estratégias de ecossistemas de negócios na avaliação de empresas

1.1.2 Objetivos específicos

- a) Analisar as limitações do FCD em empresas com ativos intangíveis associados a um ecossistema de negócios;
- b) Identificar os principais indicadores financeiros e operacionais relacionados às estratégias de ecossistemas de negócios, por meio de um estudo de caso aprofundado;
- c) Analisar, de forma comparativa, empresas brasileiras em transição para modelos de ecossistema de negócios, com o intuito de identificar padrões de relacionamento com o cliente e fontes de geração de valor;
- d) Desenvolver um modelo tradicional de avaliação por FCD e um modelo ajustado à realidade de empresas orientadas por ecossistemas de negócios, com foco em métricas de CLV e CAC;
- e) Comparar os resultados obtidos entre o modelo tradicional e o modelo ajustado, avaliando os impactos da incorporação do ecossistema de negócios na mensuração do valor econômico da empresa.

1.2 JUSTIFICATIVA

A relevância deste trabalho reside no fato do método do Fluxo de Caixa Descontado ser a metodologia predominante em avaliações financeiras de empresas, mas mostra-se insuficiente quando aplicado, sem adaptações, ao contexto dos ecossistemas de negócios (Damodaran, 2020). A proposta de ajustes ao modelo não tem como objetivo abandoná-lo, mas sim preservar sua lógica conceitual, atualizando suas premissas para refletir melhor as novas formas de geração de valor.

Empresas como a Amazon exemplificam esse desafio, apresentou margens líquidas de apenas 3% mesmo em seus períodos mais lucrativos, mas ainda assim foi altamente valorizada, pois os investidores acreditavam que ela estava construindo vantagens competitivas duradouras, que só se consolidariam no longo prazo (Kennedy, 2016).

No Brasil tem-se o caso da Magazine Luiza, que a partir de 2020 intensificou sua transformação digital, adquirindo mais de 20 empresas, incluindo portais de conteúdo, plataformas logísticas, *fintechs* e *marketplaces* (Exame, 2021). Essas aquisições deram origem a um ecossistema digital com características semelhantes ao da Amazon. Como resultado, seu valor de mercado ultrapassou R\$ 150 bilhões, e seus múltiplos de mercado atingiram patamares superiores aos do varejo tradicional (Exame, 2021). Essa valorização esteve atrelada não aos resultados financeiros presentes, mas à confiança momentânea do mercado no futuro da companhia enquanto ecossistema.

Esses exemplos ilustram um descompasso entre a forma tradicional de avaliar empresas e a realidade dos mercados digitais. O método FCD continua sendo uma ferramenta principal e não deve ser descartado, mas exige ajustes e complementações quando aplicado a empresas em transição, que ainda não capturam toda a geração de valor de estratégias em suas demonstrações financeiras.

Em função disso, ganha relevância o estudo da Track&Field Co. S.A.. Tradicionalmente associada ao varejo físico de moda esportiva premium, a companhia tem ampliado sua atuação para além da venda de produtos, conectando consumidores, treinadores, marcas parceiras e experiências por meio da plataforma TFSports, do marketplace tfmall e do TFC Food & Market (Track&Field, 2025). Essa estrutura interligada forma o núcleo de um ecossistema *wellness* que combina esporte, alimentação e saúde, sustentado por tecnologia e eventos de engajamento

comunitário. De acordo com o CEO Fernando Tracanella, em entrevista à Bloomberg Línea (2025), o objetivo da empresa é fortalecer a recorrência e o relacionamento com os clientes por meio da integração de todas as frentes do ecossistema, transformando a Track&Field em uma plataforma completa de estilo de vida ativo e saudável. Esses movimentos evidenciam a transição da marca de uma varejista tradicional para um modelo de negócios orientado por experiências e valor intangível, em linha com as tendências globais de convergência entre consumo e bem-estar.

Todavia, quando submetido a um modelo tradicional de FCD, empresas em mesmo momento que a Track&Field podem ser subavaliadas, já que parte do valor gerado por sua transformação em ecossistema ainda não está refletida nos fluxos de caixa atuais. Assim, evidencia-se a existência de um hiato entre o FCD clássico e a realidade de empresas em transição, que não se enquadram nem nos moldes do varejo tradicional, nem no perfil de startups puramente tecnológicas.

Este trabalho, portanto, propõe uma investigação sobre como adaptar o modelo de Fluxo de Caixa Descontado para incorporar métricas e narrativas associadas à criação de um ecossistema, utilizando como estudo de caso a Track&Field. A proposta é preservar a lógica do FCD, ajustando suas premissas para refletir com maior precisão o valor intangível gerado pela adoção de estratégias de ecossistemas em empresas do varejo contemporâneo.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 ECOSISTEMAS DE NEGÓCIO

Este tópico tem como objetivo esclarecer o conceito de ecossistemas de negócios, que possui diferentes definições na literatura. A partir da análise de artigos e estudos recentes, busca-se apresentar essas variações conceituais e, ao final, propor um entendimento comum que servirá de base para o estudo de caso. Na sequência, será feita uma aproximação com o setor de varejo, que é o foco do caso analisado, mostrando como os ecossistemas se manifestam nesse segmento e por fim, o tópico abordará o impacto financeiro desses arranjos.

A relevância desse tema pode ser observada em projeções como as da Bughin e Woetzel (2019), que estimam que os ecossistemas de negócios representarão 25% do PIB mundial até 2030, movimentando cerca de US\$ 70 trilhões. Além disso, segundo pesquisa da *EY Tech Horizon* (2022), 87% das empresas líderes já reconhecem os ecossistemas como uma tendência consolidada em seus setores, impulsionada, em parte, pela transformação acelerada durante a pandemia de Covid-19.

2.1.1 Definição de ecossistemas de negócio

O conceito de ecossistema de negócios tem sido progressivamente desenvolvido ao longo das últimas décadas, refletindo transformações na forma como as organizações operam em ambientes interconectados e dinâmicos (Adner, 2017). A primeira formulação relevante do termo surge com Moore (1996), que concebe os ecossistemas de negócios como uma “comunidade econômica” composta por organizações e indivíduos interdependentes, que interagem de forma contínua e evolutiva para produzir valor. Nessa abordagem, os membros, que incluem fornecedores, produtores líderes, concorrentes e outras partes interessadas, coevoluem suas capacidades e papéis dentro de uma lógica orgânica, coordenada em torno de empresas centrais. O foco aqui está nos laços e na coevolução entre os atores, o que torna esta definição relacional e processual (Moore, 1996).

A essas visões, Adner (2017), contrapõe uma perspectiva mais estruturada e orientada à proposição de valor. Em vez de partir dos atores e de seus vínculos (como

na abordagem que o autor denomina *ecosystem-as-affiliation*), o conceito de *ecosystem-as-structure*, no qual o ecossistema é definido como a estrutura de alinhamento de um conjunto multilateral de parceiros que precisam interagir para que uma proposta de valor se concretize. Essa abordagem traz importantes distinções estratégicas, ao deslocar o foco da rede de relações para as atividades necessárias à entrega de valor, incluindo, inclusive, atores e processos que estão fora do alcance direto da organização focal. Em síntese, enquanto as abordagens anteriores são centradas nos vínculos e nos papéis dos atores, a perspectiva permite mapear interdependências mesmo quando elas não estão formalmente organizadas.

Complementando essas abordagens conceituais, outras definições mais recentes, como a do *Boston Consulting Group* (2022), conceituam ecossistemas de negócios como um grupo dinâmico de atores econômicos, em grande parte independentes, que criam produtos ou serviços que, em conjunto, constituem uma solução coerente. Essa definição avança ao destacar a proposta como elemento central do ecossistema, alinhando-se à visão estruturalista de Adner. A ênfase está na cocriação de valor por meio da complementaridade entre os participantes.

Segundo uma análise publicada por Chung *et al.*, (2020), a McKinsey também contribui com informações práticas sobre o funcionamento dos ecossistemas contemporâneos, ao afirmar que as empresas líderes oferecem incentivos e estabelecem parcerias amplas, frequentemente ultrapassando as fronteiras setoriais tradicionais. Essa configuração promove inovações distribuídas e gera novos ganhos de eficiência ao longo das cadeias de valor, melhorando a experiência do cliente e ampliando as possibilidades de criação de valor para os diferentes participantes. Além disso, a McKinsey (2020) observa que os ecossistemas dominantes da atualidade foram liderados por empresas de tecnologia que, com plataformas de alcance massivo, passaram a controlar interfaces com o cliente e pontos de acesso estratégicos como busca, publicidade e mensagens, substituindo empresas tradicionais.

No esforço de sistematizar essas diferentes interpretações, o estudo de Lukin (2024), se destaca ao propor um Quadro 1 comparativo das classificações de ecossistemas de negócios, com base em critérios utilizados por três importantes centros analíticos: Cambridge, BCG e McKinsey. O enquadramento de Lukin (2024), permite visualizar as principais dimensões dos ecossistemas como grau de proximidade entre os atores, dependência legal, relação com o cliente e controle de

ativos oferecendo um panorama mais completo na delimitação dos tipos de ecossistemas por esses centros.

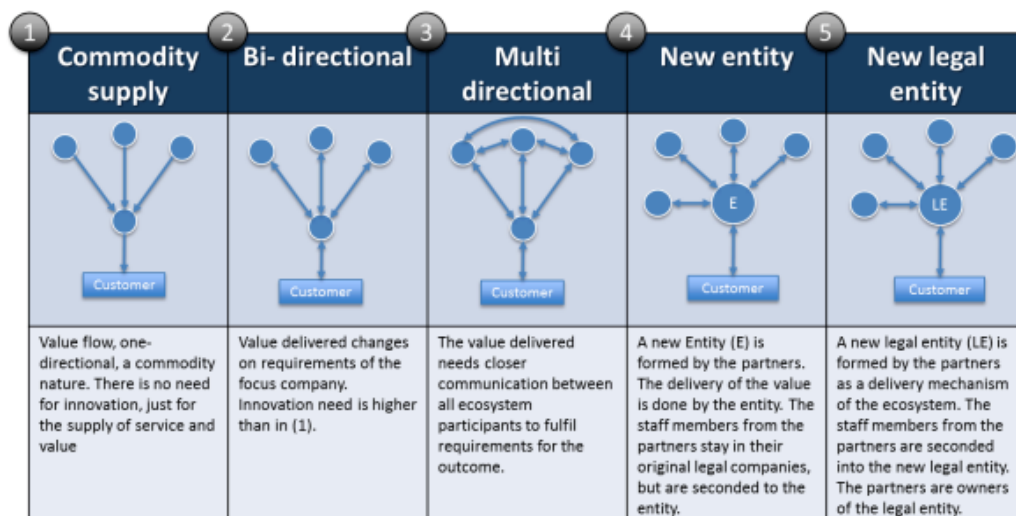
Quadro 1 – Classificação Ecossistemas de Negócios

Autor da Classificação	Cambridge	BCG	McKinsey & Company
Critério de classificação	Dependência legal	Relação econômica	Interação com o cliente e/ou alocação de ativos
Parâmetro da relação entre os elementos	Nível de proximidade das interações dos participantes	Relação direta e indireta, eficácia da rede/controle de qualidade ou tecnologia	Sistema de coordenação e controle de ativos/produto/qualidade/interações do cliente
Tipo de acordo com a classificação	Cadeias de suprimento de commodities	Ecossistema transacional	Modelo de motor de aquisição
	Relacionamentos bilaterais		Modelo de plataforma de negócios
	Relacionamentos multilaterais	Ecossistema de solução	Modelo de propriedade multiempresa
	Nova empresa		Modelo de monetização de dados
	Nova empresa integrada	Modelo híbrido	Modelo de sinergia de ativos e recursos
			Modelo de infraestrutura e facilitador de capacidades

Fonte: Adaptado de Lukin (2024)

A tipologia de *Multilateral Relationships* proposta na Universidade de Cambridge por Urmetzer, Neely e Martinez (2017) conforme Figura 1 é um exemplo relevante para ilustrar como diferentes centros de pesquisa enquadram os ecossistemas de negócios. Essa categoria descreve arranjos compostos por múltiplos atores legalmente vinculados que colaboram para entregar uma proposta de valor integrada e orientada ao cliente. Tal classificação reforça a diversidade de enfoques entre Cambridge, BCG e McKinsey, evidenciada no Quadro 1 comparativo de Lukin (2024), e contribui para compreender os distintos modos pelos quais as organizações estruturam interações, coordenação e criação de valor em ecossistemas empresariais.

Figura 1 – Esquemas de Ecossistemas



Fonte: (Urmetzer; Neely; Martinez, 2017)

2.1.2 Ecossistema de negócio no varejo

O setor varejista está passando por uma transformação estrutural, impulsionada pela digitalização, pela mudança no comportamento dos consumidores e pelo avanço de novas tecnologias (McKinsey, 2023). Nesse cenário, a lógica tradicional de vender produtos em canais isolados dá lugar à construção de ecossistemas de negócios, nos quais múltiplos serviços, experiências e parcerias se articulam para oferecer valor de forma integrada. O desenvolvimento dessas estruturas ecossistêmicas tem se tornado não apenas uma estratégia de inovação, mas uma condição para a competitividade futura das empresas varejistas (McKinsey, 2023).

Segundo a McKinsey (2023), essa transição representa uma oportunidade concreta de crescimento, com potencial de 20% a 30% de aumento de receita adicional e aceleração da lucratividade. Isso ocorre porque, ao se tornarem organizadores de ecossistemas, os varejistas passam a explorar novos fluxos de receita, aumentar o engajamento com os clientes e criar barreiras competitivas difíceis de replicar. Um exemplo claro dessa transição é o movimento crescente dos varejistas rumo à atuação como empresas de mídia. Aproveitando ativos já existentes como, ampla audiência, dados comportamentais, presença multicanal, os varejistas estão monetizando esses canais por meio de publicidade segmentada e experiências interativas, transformando o ponto de venda em plataforma (McKinsey, 2023).

Além disso, a formação de comunidades tornou-se um pilar essencial na lógica dos ecossistemas varejistas. Com o aumento da população online, varejistas passaram a investir na criação de vínculos afetivos e simbólicos com seus públicos, fortalecendo o senso de pertencimento e, por consequência, a lealdade à marca. Esse tipo de relacionamento se revela especialmente eficaz junto à geração *millennial*, que valoriza autenticidade e propósito. Quando bem-sucedida, a construção de comunidade não apenas impulsiona vendas, como facilita o lançamento de novas extensões de marca e iniciativas complementares (McKinsey, 2023).

No varejo, a lógica dos ecossistemas de negócios compartilha características centrais com o conceito de *flywheel* conforme Figura 2, descrito por Jeff Bezos como um ciclo de crescimento auto-reforçador (Evans; Gawer, 2016). Assim como no *flywheel*, os ecossistemas funcionam a partir da integração de múltiplos elementos que se reforçam mutuamente: cada novo parceiro, canal ou serviço adiciona valor ao sistema como um todo, aumentando sua atratividade e gerando efeitos de rede (Van Alstyne; Parker; Choudary, 2016).

O ecossistema se torna mais eficiente à medida que atrai usuários e gera mais dados que alimentam a personalização das ofertas e melhoram a experiência do cliente. Esse processo, conhecido como *data-driven network effects*, amplia o valor do ecossistema sem que os custos cresçam na mesma proporção, gerando vantagens cumulativas difíceis de replicar (Daugherty, Carrel-Billiard; Biltz, 2016).

Figura 2 – Amazon Flywheel



Fonte: Colin (2016)

A literatura recente reforça que essa transformação não se restringe às *big techs*. De acordo com Sorescu *et al.*, (2011), o varejo passa por uma renovação digital contínua, motivada por expectativas crescentes dos consumidores, desafios logísticos e necessidade de integração das cadeias de suprimento. A crise sanitária global acelerou ainda mais esse processo: entre fevereiro de 2020 e abril de 2021, o volume de compras online cresceu significativamente e o setor varejista registrou um aumento de 35% em sua capitalização de mercado (Bradley *et al.*, 2021).

Empresas que já haviam adotado ecossistemas digitais avançados antes da pandemia conseguiram ampliar sua liderança, consolidando vantagens competitivas significativas frente aos concorrentes menos preparados (Bradley *et al.*, 2021). Em contrapartida, varejistas tradicionais, acostumados a operar exclusivamente com seus próprios estoques, agora precisam orquestrar redes complexas de fornecedores e clientes, assumindo o papel de curadores e coordenadores de valor (Mostaghel *et al.*, 2022).

Esse movimento evidencia também uma assimetria importante, o varejo físico possui menor capacidade de acessar dados granulares sobre os consumidores, diferentemente dos modelos online, que dispõem de informações detalhadas sobre interesses, histórico de compras e comportamentos, o que representa uma desvantagem competitiva significativa para as lojas físicas, caso não consigam se tornar um ecossistema digital (Böttcher *et al.*, 2021). De forma geral, o que se observa é que os ecossistemas de varejo não se limitam à digitalização dos canais de venda, mas à criação de arquiteturas colaborativas e multissetoriais, capazes de integrar produtos, serviços, mídia, dados e experiência do consumidor.

2.1.3 Impacto financeiro de um ecossistema

No estudo da *EY Tech Horizon* (2022), com empresas líderes de diversos setores, 86% dos executivos afirmaram que o conceito de ecossistema será um fator crítico de sucesso em seus mercados de atuação, enquanto 57% acreditam que as empresas que não aderirem a essa abordagem enfrentarão consequências negativas nos negócios e estarão em desvantagem competitiva. O mesmo estudo apresenta outro dado significativo, as companhias que operam com mais de cinco ecossistemas relataram um crescimento de 1,8 vez na receita e uma redução de custos 2,1 vezes maior. Esse resultado corrobora a afirmação de Adner (2017), que diz que, quando

funcionam, os ecossistemas permitem que as empresas criem valor que nenhuma empresa isolada conseguiria gerar sozinha.

Lukin (2024), a partir da análise da literatura e de fontes secundárias, identifica que a capacidade da empresa de coletar, processar e utilizar informações sobre as preferências dos clientes é um elemento central no desenvolvimento de um ecossistema de negócios. Três fatores estruturantes são destacados: a autossuficiência do ecossistema, a integração entre os produtos e a satisfação dos clientes. Esses fatores, segundo o autor, apresentam diferentes relações com componentes da estrutura financeira das empresas, como receitas, despesas operacionais, custos administrativos e custos de desenvolvimento, conforme sintetizado no Quadro 2 que reflita o risco do negócio e o custo de oportunidade dos investidores.

Quadro 2 – Relação entre Fatores de Eficiência e Fluxo de Caixa

		Autossuficiência do ecossistema	Integração de produtos do ecossistema	Satisfação do cliente
Renda	Taxa de crescimento da receita	Dependência positiva	Dependência positiva	Dependência positiva
Despesas	Taxa líquida de crescimento dos custos	Sem impacto evidente	Sem impacto evidente	Sem impacto evidente
	Taxa de crescimento das despesas operacionais	Dependência positiva	Dependência negativa	Dependência negativa
	Taxa de crescimento dos custos gerais e administrativos	Dependência positiva	Sem impacto evidente	Sem impacto evidente
	Taxa de crescimento das despesas de capital / desenvolvimento	Dependência positiva	Sem impacto evidente	Dependência positiva
Impacto nos fluxos de caixa		Impacto misto	Impacto positivo	Impacto positivo

Fonte: Adaptado de Lukin (2024)

De acordo com o estudo de Lukin (2024), os três fatores analisados apresentam dependência positiva com a taxa de crescimento da receita, sinalizando que seu fortalecimento está associado ao aumento da geração de receita. No que diz respeito aos custos, observa-se que a autossuficiência do ecossistema está relacionada ao aumento tanto das despesas operacionais quanto dos custos administrativos e dos custos de desenvolvimento. Esses resultados indicam que

ecossistemas mais amplos e autossuficientes exigem maior aporte de recursos para sua manutenção e expansão.

2.2 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

A avaliação de empresas, também conhecida como *valuation*, consiste no processo de estimar o valor econômico de uma organização ou de parte dela, com o objetivo de determinar seu valor justo de mercado, com base em fundamentos financeiros (Damodaran, 2012). Trata-se de projetar os resultados futuros esperados e trazê-los a valor presente por meio de uma taxa de desconto que reflita o risco do negócio e o custo de oportunidade dos investidores.

Em um cenário ideal de mercado, com partes informadas, racionais e sem pressões externas, esse valor corresponderia ao preço justo de negociação entre comprador e vendedor. Nesse sentido, o *valuation* funciona como uma ferramenta que apoia decisões estratégicas, tais como fusões, aquisições, reestruturações societárias, captação de recursos, abertura de capital e gestão de portfólios de investimentos (Assaf Neto, 2008).

A importância da avaliação de empresas está diretamente relacionada à lógica da maximização de valor, princípio fundamental da gestão financeira. Conforme destaca Assaf Neto (2008), todas as decisões no campo das finanças corporativas devem ser pautadas na criação de valor e no aumento da riqueza dos acionistas. Assim, conhecer o valor intrínseco de uma empresa permite aos gestores avaliarem diferentes alternativas estratégicas e aos investidores decidir pela compra, manutenção ou venda de ativos com maior embasamento técnico.

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2006), o avanço das práticas de *valuation* aproximou o meio acadêmico e o mercado financeiro na busca por modelos que concilhassem rigor conceitual com aplicabilidade prática. Ainda assim, os autores destacam que a avaliação de empresas não é uma ciência exata. Embora os métodos utilizados sejam quantitativos, há sempre premissas e hipóteses subjetivas que influenciam o resultado. O valor estimado, portanto, deve ser interpretado como uma aproximação muitas vezes expressa como um intervalo de valores prováveis e não como um número absoluto e definitivo (Assaf Neto, 2008).

Em suma, a avaliação de empresas fornece uma base técnica estruturada para determinar se o preço praticado pelo mercado reflete ou não os fundamentos

econômicos do negócio, sendo essencial para reduzir riscos e evitar distorções em processos de negociação (Damodaran, 2012).

2.3 MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

A avaliação de empresas pode ser realizada por diferentes métodos, cada um com premissas e objetivos distintos. Segundo Assaf Neto (2008), os modelos de *valuation* são as principais ferramentas na mensuração do valor de uma organização, sendo escolhidos de acordo com as características do negócio, a disponibilidade de informações e os objetivos da análise. Dentre os principais modelos, o modelo relativo, o modelo patrimonial e o modelo baseado em fluxo de caixa descontado.

2.3.1 Avaliação por modelo relativo

A Avaliação Relativa, ou avaliação por múltiplos, consiste em estimar o valor de uma empresa com base em como o mercado precifica outras companhias com características semelhantes. Segundo Damodaran (2012), esse modelo parte da lógica de que empresas comparáveis devem apresentar valores de mercado proporcionais, desde que analisadas por meio de variáveis comuns. Essas variáveis são expressas por múltiplos financeiros, que relacionam o valor da empresa com indicadores como lucro, receita, EBITDA ou patrimônio. Entre os múltiplos mais utilizados destacam-se:

- a) P/L (Preço/Lucro), que mostra quanto os investidores estão dispostos a pagar por cada unidade de lucro;
- b) P/VP (Preço sobre Valor Patrimonial), que compara o preço de mercado de uma ação com seu valor contábil;
- c) EV/EBITDA, que relaciona o valor total da firma à sua geração de caixa operacional;
- d) EV/Receita Líquida, útil para avaliar empresas em fase inicial ou sem lucros consistentes;
- e) Múltiplos setoriais: adaptados a características específicas de cada segmento, como vendas por metro quadrado no varejo ou reservas provadas na mineração.

A força desse modelo reside em sua simplicidade e agilidade, o que o torna muito útil em mercados dinâmicos, como o mercado de ações (Damodaran, 2012). Lundholm e Sloan (2004), reforçam que essa abordagem viabiliza comparações rápidas entre companhias e pode gerar bons resultados para investidores que buscam oportunidades de retorno em curto e médio prazo.

No entanto, a avaliação relativa possui limitações. A identificação de empresas verdadeiramente comparáveis é subjetiva, e a escolha inadequada dos múltiplos pode levar a conclusões distorcidas. Além disso, o modelo assume que o mercado está precificando corretamente os ativos de referência, o que nem sempre ocorre, especialmente em momentos de bolhas especulativas ou crises. Damodaran (2012) observa que esse método é também mais vulnerável à manipulação analítica, já que muitas das premissas adotadas não são explicitamente declaradas, diferentemente do que ocorre em modelos baseados em fluxo de caixa.

2.3.2 Avaliação por valor patrimonial

A avaliação por valor patrimonial baseia-se no valor contábil da empresa, apurado pela diferença entre ativos e passivos registrados no balanço. Segundo Assaf Neto (2008), esse método considera o patrimônio líquido contábil como referência para mensurar o valor da empresa, sendo útil principalmente em situações de liquidação ou reestruturação.

Damodaran (2012), afirma que o valor patrimonial pode servir como piso de avaliação, ou seja, um limite inferior para o valor de uma empresa, já que não reflete sua capacidade de geração de caixa futura. Além disso, o método não incorpora ativos intangíveis, como marca ou tecnologia, o que o torna limitado para empresas com grande potencial de crescimento. Esse modelo é mais aplicável a empresas com ativos tangíveis predominantes e baixa volatilidade operacional, como companhias industriais ou do setor financeiro (Póvoa, 2012). Em contrapartida, para empresas intensivas em intangíveis ou com modelos inovadores, o método não captura seu verdadeiro valor de mercado e deve ser considerado como referência complementar.

2.3.3 Avaliação por fluxo de caixa descontado

O modelo de avaliação por FCD é o que atende com maior rigor aos preceitos da teoria de finanças, sendo tecnicamente e conceitualmente superior para a avaliação de empresas em continuidade (Assaf Neto, 2010). Para o autor, o valor de uma empresa é determinado por sua capacidade de gerar riqueza econômica futura, expressa como a soma de seus fluxos de caixa esperados e sua perpetuidade, trazidos a valor presente por uma taxa de desconto que reflete o risco do negócio e o custo de oportunidade dos provedores de capital. O papel do FCD vai além de uma ferramenta de avaliação, posicionando-o como um instrumento de gestão baseada em valor. O objetivo não é apenas apurar um preço para uma transação, mas sinalizar a capacidade de um negócio de maximizar a riqueza de seus acionistas, orientando decisões estratégicas (Assaf Neto; Lima, 2014).

Assaf Neto (2010) e Damodaran (2012) distinguem dois enfoques principais do FCD: o Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF) e o Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE). O FCFF representa os fluxos de caixa disponíveis para todos os provedores de capital (credores e acionistas), sendo descontado pela média ponderada do custo de capital (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*). Já o FCFE considera apenas os fluxos de caixa residuais atribuíveis aos acionistas, e é descontado à taxa de custo do capital próprio (*cost of equity*).

A equação básica do modelo de Fluxo de Caixa Descontado pode ser expressa de forma geral como:

$$Valor da Empresa = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n} \quad (1)$$

Onde:

FCF_t : fluxo de caixa livre no período t ;

n : prazo de duração do ativo;

r : taxa de desconto dos fluxos de caixa;

TV : valor terminal, representando os fluxos de caixa após o período projetado.

2.3.3.1 Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF)

O Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF – *Free Cash Flow to the Firm*) representa o montante de recursos gerados pelas atividades operacionais da empresa que está disponível para todos os seus financiadores, incluindo tanto os detentores de capital próprio quanto os de capital de terceiros (Damodaran, 2012). A aplicação do FCFF é vantajosa em avaliações de empresas alavancadas ou em cenários em que se busca estimar o valor econômico global do negócio, não apenas a parcela pertencente aos acionistas (Martelanc *et al.*, 2010).

De maneira geral, o FCFF corresponde ao fluxo de caixa operacional após o desconto de impostos, reinvestimentos em ativos fixos (CAPEX) e variações no capital de giro, sendo apurado independentemente da estrutura de capital da companhia (Martelanc *et al.*, 2010). Por essa razão, é empregado para mensurar o valor total da firma antes da remuneração de qualquer stakeholder. Segundo Damodaran (2012), o FCFF pode ser obtido a partir da equação:

$$FCFF = EBIT * (1 - IR) + D\&A - CAPEX + \Delta Capital\ de\ Giro \quad (2)$$

Onde:

FCFF: Fluxo de Caixa Livre para a Firma;

EBIT: Lucro antes de juros e tributos ;

IR: Alíquota do imposto de renda em %;

D&A: Depreciação e amortização;

CAPEX: Investimentos em ativos permanentes;

ΔCapital de Giro: Variação do capital de giro.

Segundo Costa Júnior (2011), esse fluxo é relevante porque contempla os recursos que poderão ser distribuídos aos credores (via pagamento de juros) e aos acionistas (via dividendos ou reinvestimentos). Após apurado, o FCFF é descontado pelo Custo Médio Ponderado de Capital (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*), o qual pondera o custo do capital próprio e de terceiros com base na estrutura de capital da empresa (Póvoa, 2012).

2.3.3.2 Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE)

O Fluxo de Caixa para o Acionista, ou *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), corresponde ao montante de caixa disponível para distribuição aos acionistas da empresa após o cumprimento de todas as obrigações financeiras, como o pagamento de juros sobre dívidas e amortizações, bem como os investimentos em ativos fixos e capital de giro. Trata-se, portanto, do fluxo efetivamente apropriável pelos detentores do capital próprio, podendo ser destinado à distribuição de dividendos ou à retenção para reinvestimentos (Damodaran, 2012).

Conforme pontua Costa Júnior (2011), o FCFE representa o fluxo de caixa residual após o pagamento dos credores e tributos, sendo originado a partir do lucro líquido contábil e ajustado pelas variações de investimentos e financiamentos. Essa forma é no *valuation* de empresas quando se deseja analisar a perspectiva dos sócios e investidores em capital próprio. Segundo Damodaran (2012), o FCFE pode ser obtido a partir da equação:

$$FCFE = LL - (CAPEX - D\&A) - \Delta Capital\ de\ Giro + \Delta Endividamento \quad (3)$$

Onde:

FCFE: Fluxo de Caixa Livre para o Acionista;

LL: Lucro Líquido;

D&A: Depreciação e amortização;

CAPEX: Investimentos em ativos permanentes;

ΔCapital de Giro: Variação do capital de giro;

ΔEndividamento: Variação da dívida.

Ainda que o FCFE forneça uma estimativa do potencial de dividendos de uma empresa, a decisão sobre sua distribuição efetiva depende de fatores como política de dividendos, situação tributária e estratégia de crescimento. De acordo com Póvoa (2012), a distribuição constante de elevados dividendos pode sinalizar que a empresa atingiu um estágio de maturidade, no qual há menor necessidade de reinvestimentos expressivos, e, portanto, maior propensão à distribuição de lucros.

2.4 ATIVOS INTANGÍVEIS

De acordo com a Norma Internacional de Contabilidade IAS 38 (2025) e o Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1), os ativos intangíveis são definidos como ativos não monetários identificáveis, sem substância física, controlados pela entidade e dos quais se espera que fluam benefícios econômicos futuros (IFRS, 2025; CPC, 2019). Embora não possuam forma tangível, esses ativos representam fontes estratégicas de criação de valor nas empresas contemporâneas. Tradicionalmente, incluem-se nesse grupo marcas, patentes, softwares, capital intelectual e direitos de propriedade industrial (Li, 2009).

Entretanto, nas últimas décadas, o conceito de ativo intangível passou por uma expansão, acompanhando a transformação das estruturas de mercado baseadas em interconectividade, plataformas digitais e colaboração entre agentes econômicos. Sob essa nova ótica, surgem ativos cuja natureza é relacional e sistêmica, característicos dos ecossistemas de negócios (Urmetzer; Neely; Martinez, 2017). Nesses ambientes, o valor corporativo deixa de estar restrito aos recursos que a empresa controla isoladamente e passa a ser construído na rede de interações entre consumidores, parceiros, franqueados, fornecedores e demais stakeholders.

O CPC 04 (2019) reconhece que relacionamentos com clientes, fidelização e participação de mercado geram benefícios econômicos futuros, mas não são reconhecidos contabilmente como ativos intangíveis devido à ausência de controle legal ou contratual direto. Ainda assim, tais relações constituem fontes relevantes de valor econômico, especialmente em empresas baseadas em comunidades e plataformas, cuja vantagem competitiva depende da recorrência de compra e do engajamento relacional.

Nesse contexto, indicadores como o *Customer Lifetime Value* (CLV) e o Custo de Aquisição de Clientes (CAC) são instrumentos para mensurar a capacidade de geração de valor dos ativos relacionais. Segundo Gupta et al. (2004), a ausência de uma mensuração adequada desses elementos leva à subavaliação econômica de companhias cuja performance futura depende mais da força de seus relacionamentos do que de ativos físicos. Damodaran (2009) complementa que a dificuldade em valorar empresas intensivas em intangíveis decorre justamente do fato de grande parte desses ativos não possuir reconhecimento contábil formal, o que gera uma lacuna entre o valor contábil e o valor econômico das organizações.

2.5 CUSTO DE CAPITAL

A premissa fundamental do método FCD é que o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros que se espera que ele gere ao longo de sua vida útil. A aplicação do FCD requer a estimação de três componentes essenciais: a vida útil do ativo, os fluxos de caixa esperados durante esse período e uma taxa de desconto apropriada para trazer esses fluxos de caixa futuros a valor presente (Damodaran, 2012).

É nesse último componente que reside o conceito de custo de capital. Ele representa a taxa de retorno mínima que um projeto de investimento deve gerar para ser considerado economicamente viável, ou seja, para que crie valor para os provedores de capital da empresa (acionistas e credores) (Assaf Neto; Lima; Araújo, 2008). Funciona como uma “taxa de obstáculo” (*hurdle rate*) que reflete o custo de oportunidade dos fundos investidos; um projeto cujo retorno esperado exceda o custo de capital criará valor, enquanto um projeto com retorno inferior o destruirá (Damodaran, 2009).

2.5.1 Custo médio ponderado de capital (WACC)

Quando o fluxo de caixa a ser descontado é o Fluxo de Caixa Livre da Firma, a taxa de desconto apropriada é o Custo Médio Ponderado de Capital, ou *Weighted Average Cost of Capital* (Damodaran, 2012). O WACC representa o custo médio de todas as fontes de capital da empresa (próprio e de terceiros), ponderado por suas respectivas participações na estrutura de capital total (Assaf Neto; Lima; Araújo, 2008).

Segundo Damodaran (2007), a fórmula que representa o cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital é apresentada como:

$$WACC = \frac{V}{V+D} K_e + \frac{D}{V+D} K_d \quad (4)$$

Onde:

WACC: Custo Médio Ponderado de Capital;

K_e : Custo de Capital Próprio;

Kd: Custo de Capital de Terceiros;

V: Valor de Mercado da Empresa;

D: Valor da Dívida da Empresa.

2.5.2 Custo de capital de terceiros

O custo de capital de terceiros (*Kd*) representa a taxa de retorno que os credores exigem para emprestar fundos à empresa, refletindo o risco de crédito (risco de *default*) associado a ela (Assaf Neto; Lima; Araújo, 2008). Teoricamente, a melhor estimativa para o *Kd* de uma empresa com títulos de dívida negociados publicamente é o seu *Yield to Maturity* (YTM), que é a taxa interna de retorno implícita no preço de mercado atual de seus títulos.

Uma característica central da dívida é o seu tratamento fiscal. Em muitas jurisdições, incluindo o Brasil, os pagamentos de juros são considerados despesas dedutíveis para fins de apuração do imposto de renda. Esse “escudo fiscal” (*tax shield*) reduz o custo efetivo da dívida para a empresa (Assaf Neto; Lima, 2009). Por essa razão, no cálculo do WACC, o custo da dívida é ajustado pela alíquota de imposto (IR), resultando no custo da dívida após impostos, conforme a fórmula (Assaf Neto; Lima, 2009).

$$Kd = \text{Custo da dívida} \times (1 - IR) \quad (5)$$

2.5.3 Custo de capital próprio

O custo de capital próprio (*Ke*) é, o componente mais desafiador de se estimar no cálculo do WACC (Assaf Neto; Lima; Araújo, 2008). Ele representa a taxa de retorno que os investidores (acionistas) exigem para investir no capital acionário da empresa. Diferente do custo da dívida, o *Ke* é um custo de oportunidade implícito, não havendo um contrato que estipule essa remuneração (Damodaran, 2009). O Custo de Capital Próprio é utilizado como referência frente a alternativas de investimentos para o investidor, comparando os riscos e os retornos (Damodaran, 2007). Assim, quanto maior o risco, espera-se também um maior retorno (Bodie; Kane; Marcus, 2014).

A ferramenta mais difundida e academicamente aceita para a estimação do K_e é o Modelo de Precificação de Ativos de Capital, ou *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) (Assaf Neto; Lima; Araújo, 2008). Desenvolvido por William Sharpe e John Lintner na década de 1960, o modelo coloca que o retorno esperado de um ativo é determinado por três fatores. A sua fórmula clássica é (Damodaran, 2012):

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (6)$$

Onde:

R_f representa a taxa livre de risco, definida como o retorno de um investimento sem risco de inadimplência ou reinvestimento, sendo considerada a base para comparação com ativos de risco (Póvoa, 2012);

β é o coeficiente que expressa o risco sistemático do ativo, ou seja, sua sensibilidade em relação às variações do mercado. Um valor de $\beta=1$ indica comportamento semelhante ao mercado; valores superiores a 1 indicam maior volatilidade; e valores inferiores, menor volatilidade (Damodaran, 2012);

R_m corresponde ao prêmio de risco de mercado (*equity risk premium*), que reflete a diferença entre o retorno esperado de uma carteira diversificada de mercado e a taxa livre de risco. Esse prêmio representa o retorno adicional exigido pelos investidores para compensar o risco assumido (Póvoa, 2012).

Em aplicações do CAPM em mercados emergentes, como o brasileiro, é comum ajustar o modelo pela inclusão de um prêmio de risco-. Esse ajuste reflete o risco adicional assumido pelos investidores ao aplicar recursos em países com maior instabilidade econômica, política e cambial (Damodaran, 2012).

2.6 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

2.6.1 Balanço patrimonial

O Balanço Patrimonial é um relatório contábil que representa a situação financeira e patrimonial de uma empresa em determinado momento, para a análise da estrutura de capital, solvência e liquidez da organização (Assaf Neto, 2015). Sua estrutura é composta por três elementos principais: ativos, os bens e direitos da empresa; passivos, as obrigações com terceiros; e o patrimônio líquido, os recursos

próprios da entidade (Gitman, 1998). Esse demonstrativo segue a equação fundamental da contabilidade, evidenciando que todos os recursos utilizados pela empresa são financiados por capital próprio ou de terceiros (Assaf Neto, 2015):

$$\text{Ativo} = \text{Passivo} + \text{Patrimônio Líquido} \quad (7)$$

A organização do Balanço é disposta em duas colunas: do lado esquerdo estão os ativos e, à direita, os passivos e o patrimônio líquido (Marion, 1995). Conforme a Lei nº 6.404/76, os ativos e passivos são divididos em circulantes e não circulantes, conforme o prazo de realização ou vencimento: até o encerramento do exercício seguinte (curto prazo) ou além dele (longo prazo) (Brasil, 1976). O ativo circulante inclui caixa, estoques, contas a receber e aplicações financeiras de liquidez imediata, enquanto o ativo não circulante se subdivide em realizável a longo prazo, investimentos, imobilizado e intangível. Já os passivos seguem a mesma lógica: o circulante abrange dívidas com vencimento inferior a um ano e o não circulante, aquelas com vencimento superior a um ano (Póvoa, 2012).

Quadro 3 – Balanço Patrimonial Simplificado

ATIVO	PASSIVO
Bens + direitos	Obrigações com terceiros
	Patrimônio Líquido
	Obrigações com os sócios (lucros, acionistas, reservas etc.)
TOTAL ATIVO	TOTAL PASSIVO

Fonte: Elaborado pelo autor

O patrimônio líquido compreende o capital social, reservas de capital, reservas de lucros, lucros ou prejuízos acumulados e ajustes de avaliação patrimonial conforme as normas do IFRS – *International Financial Reporting Standards* (Assaf Neto, 2015). Cada uma dessas contas representa a parcela dos recursos próprios que financia as operações da empresa. A análise do Balanço Patrimonial permite ao analista compreender a origem dos recursos utilizados pela organização, bem como sua aplicação e a capacidade da empresa em honrar seus compromissos.

2.6.2 Demonstração do resultado do exercício

A Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) apresenta, de forma resumida e ordenada, os resultados obtidos pela empresa em determinado período, geralmente anual, evidenciando se houve lucro ou prejuízo (Assaf Neto, 2015). Trata-se de um relatório elaborado com base no regime de competência, no qual receitas e despesas são reconhecidas quando ocorrem, independentemente do fluxo de caixa (Matarazzo, 2010).

Segundo a Lei nº 6.404/76, conhecida como Lei das Sociedades por Ações (Brasil, 1976), a DRE deve seguir uma estrutura mínima determinada pelo artigo 187, que inclui a apresentação da receita bruta de vendas e serviços, as deduções da receita, o custo das mercadorias vendidas ou serviços prestados, despesas operacionais, resultado operacional, resultado financeiro, entre outros.

Figura 3 – DRE Simplificado

Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) – Simplificado

Receita Operacional Bruta

(-) Deduções e Impostos sobre Vendas

= Receita Operacional Líquida

(-) Custos dos Produtos/Serviços Vendidos (CPV/CSV)

= Lucro Bruto

(-) Despesas Operacionais

= Resultado Operacional

(+/-) Resultado Financeiro

= Resultado Antes dos Tributos

(-) IR/CSLL

= Lucro Líquido do Exercício

Fonte: Elaborado pelo autor

2.6.3 Demonstração de fluxo de caixa

A Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) tem como finalidade evidenciar todas as entradas e saídas de recursos financeiros que afetam o caixa e seus equivalentes em determinado período. Segundo a Lei nº 6.404/76, com alterações da Lei nº 11.638/07, a DFC é obrigatória para sociedades anônimas e empresas de

grande porte, e deve ser estruturada em três grupos: atividades operacionais, atividades de investimento e atividades de financiamento (Brasil, 1976).

Existem dois métodos de elaboração: o método direto, que apresenta de forma detalhada todas as entradas e saídas de caixa, como recebimentos de vendas e pagamentos a fornecedores; e o método indireto, mais comum, que parte do lucro líquido e ajusta esse valor por itens que não afetam o caixa, como depreciações, e pelas variações nas contas patrimoniais (Assaf Neto, 2015).

2.7 INDICADORES FINANCEIROS

O Indicadores financeiros são métricas obtidas a partir das demonstrações contábeis e possibilitam a análise objetiva do desempenho econômico-financeiro de uma empresa ao longo do tempo (Assaf Neto; Lima, 2014). Representam uma das principais técnicas de avaliação contábil e são amplamente utilizados em processos de análise fundamentalista e *valuation*.

A leitura dos indicadores permite identificar padrões operacionais, tendências de crescimento, estrutura de capital e eficiência na gestão dos recursos (Póvoa, 2012). Mesmo que o histórico não determine o futuro, o entendimento da trajetória financeira da empresa é um dos caminhos para a projeção de cenários e avaliação de valor (Póvoa, 2012). Para este trabalho, serão utilizados indicadores agrupados nas seguintes categorias: atividade, lucratividade, rentabilidade, solvência e liquidez.

2.7.1 Indicador de atividade

Os indicadores de atividade medem a eficiência da empresa na utilização de seus ativos para gerar receitas ou fluxo de caixa (Póvoa, 2012). Estão diretamente relacionados à gestão do ciclo operacional, composto pelas etapas de aquisição de insumos, estocagem, venda, recebimento e pagamento. Esses permitem comparações com empresas do mesmo setor, identificando vantagens competitivas e ineficiências operacionais (Assaf Neto, 2008). O Giro do Ativo avalia a capacidade da empresa de transformar seus ativos em receita. Quanto mais elevado esse indicador, maior a eficiência operacional (Póvoa, 2012).

$$\text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Receita Líquida}}{\text{Ativo Médio Total}} \quad (8)$$

O Giro de Contas a Receber representa a eficiência na recuperação das vendas a prazo. Com base nele, calcula-se o Prazo Médio de Recebimento (PMR), que indica o tempo médio necessário para o recebimento dos valores de clientes (Póvoa, 2012)

$$\text{Giro de Contas a Receber} = \frac{\text{Receitas Operacionais}}{\text{Contas a Receber Médias}} \quad (9)$$

$$\text{PMR} = \frac{365}{\text{Giro de Contas a Receber}} \quad (10)$$

O Giro de Contas a Pagar mensura a velocidade com que a empresa quita seus débitos com fornecedores. A partir dele, calcula-se o Prazo Médio de Pagamento (PMP), que reflete o prazo médio de financiamento obtido junto aos fornecedores (Póvoa, 2012):

$$\text{Giro de Contas a Pagar} = \frac{\text{Compras}}{\text{Contas a Pagar Médias}} \quad (11)$$

$$\text{PMP} = \frac{365}{\text{Giro de Contas a Pagar}} \quad (12)$$

2.7.2 Indicador de lucratividade

Os indicadores de lucratividade avaliam a capacidade da empresa de gerar lucro a partir de sua receita líquida, revelando o nível de eficiência operacional e financeira do negócio (Póvoa, 2012). Esses indicadores permitem diagnosticar vantagens e deficiências nos processos de produção, operação e estrutura de custos, sendo utilizados na análise de desempenho econômico. Entre os principais indicadores utilizados estão a Margem Bruta, a Margem Operacional (EBIT), a Margem Líquida e a Margem EBITDA, cada uma refletindo diferentes níveis da geração de resultado da companhia em relação à receita líquida (Póvoa, 2012).

Quadro 4 – Indicadores de Lucratividade

Indicador	Fórmula	Objetivo
Margem Bruta	$\text{Margem Bruta} = \text{Lucro Bruto} / \text{Receita Líquida}$	Eficiência da produção, antes das despesas operacionais
Margem Operacional (EBIT)	$\text{Margem Operacional} = \text{EBIT} / \text{Receita Líquida}$	Lucro operacional antes de juros e impostos
Margem EBITDA	$\text{Margem EBITDA} = \text{EBITDA} / \text{Receita Líquida}$	Potencial de geração de caixa operacional, sem efeitos contábeis e financeiros
Margem Líquida	$\text{Margem Líquida} = \text{Lucro Líquido} / \text{Receita Líquida}$	Porcentagem da receita que se transforma em lucro final para os acionistas

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Póvoa (2012) e Gitman (1998).

2.7.3 Indicador de rentabilidade

Os indicadores de rentabilidade são essenciais para avaliar a capacidade de uma empresa em transformar investimentos em retorno financeiro, sendo amplamente utilizados por gestores e investidores (Assaf Neto, 2008; Póvoa, 2012). Os principais indicadores de rentabilidade utilizados em análises financeiras são apresentados a seguir.

Quadro 5 – Indicadores de Rentabilidade

Indicador	Fórmula	Objetivo
ROE – <i>Return on Equity</i>	$\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$	Rentabilidade do capital próprio, indica o retorno gerado para os acionistas
ROA – <i>Return on Assets</i>	$\text{Lucro Operacional} / \text{Ativo Total}$	Eficiência na utilização dos ativos, avalia a capacidade da empresa de gerar lucros com seus ativos
ROIC – <i>Return on Invested Capital</i>	$\text{NOPAT} / \text{Capital Investido}$	Rentabilidade sobre o capital total aplicado, mede a criação de valor a partir dos recursos próprios e de terceiros
ROI – <i>Return on Investment</i>	$\text{Lucro Líquido} / \text{Investimento}$	Rentabilidade de um investimento específico, avalia a eficácia de projetos e decisões de investimento

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Assaf Neto (2014), Póvoa (2012) e Damodaran (2006).

A leitura conjunta desses indicadores permite uma visão sobre a performance econômica da empresa. O ROE e o ROA tratam da perspectiva interna (acionistas e operação), enquanto o ROIC e o ROI analisam a eficiência dos investimentos em sentido mais amplo (Damodaran, 2012; Gitman, 1998).

2.8 CUSTOMER LIFETIME VALUE (CLV)

Customer Lifetime Value (CLV), também denominado *Lifetime Value* (LTV), é amplamente reconhecido como a métrica que estima o valor econômico total de um cliente ao longo de seu relacionamento com a empresa (Gupta *et al.*, 2004). O conceito considera as interações do cliente, incluindo margens de lucro, frequência de compra e probabilidade de retenção, descontadas pelo tempo. Segundo Gupta *et al.* (2004), o CLV representa o valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros esperados de um cliente individual. Kumar e Reinartz (2016) reforçam que o CLV é essencial para estratégias de *relationship marketing*, pois permite identificar clientes de maior valor e direcionar recursos de forma eficiente.

Berger e Nasr (1998) desenvolveram um modelo matemático geral para o cálculo do CLV, com o objetivo de oferecer uma abordagem sistemática e menos dependente de contextos específicos. A fórmula do CLV para o caso de estudo de bens duráveis em que não existem promoções futuras pode ser expressa como:

$$CLV = [GC * \sum_{i=0}^n \frac{r^i}{(1+d)^i}] \quad (13)$$

Onde:

GC representa a margem de contribuição bruta anual esperada por cliente;

r é a taxa de retenção, probabilidade de o cliente continuar comprando em períodos futuros;

d corresponde a taxa de desconto anual;

n é o horizonte temporal da projeção de fluxos de caixa.

Quando se assume um horizonte infinito e margens constantes, a expressão se simplifica para:

$$CLV_{\infty} = \frac{GC}{1+d-r} \quad (14)$$

Gupta (2009) destaca que o CLV representa uma ponte entre o marketing e as finanças corporativas, pois permite avaliar os efeitos das decisões de aquisição,

fidelização e engajamento de clientes sobre o valor total da firma. O autor argumenta que, em mercados orientados por relacionamento, a base de clientes deve ser tratada como um ativo intangível mensurável. Gupta *et al.* (2004) demonstram empiricamente que pequenas variações em indicadores de retenção e aquisição podem gerar impactos significativos no valor da firma. Os autores estimam que um aumento de 1% na taxa de retenção de clientes pode elevar o valor total da empresa em até 5%, evidenciando a sensibilidade do *valuation* à fidelidade da base de clientes.

Além disso, Gupta (2009) observa que o método de fluxo de caixa descontado tradicional (FCD), baseado em fluxos agregados, tende a subestimar o valor criado por variações positivas no CLV médio, uma vez que ignora a origem desses fluxos no comportamento individual e coletivo dos consumidores. Ainda segundo Kumar e Reinartz (2016), o CLV permanece subutilizado em modelos de avaliação de empresas devido à ausência de métricas que incorporem externalidades de rede, influência social e engajamento digital.

Outro ponto de destaque é que Berger e Nasr (1998) propõem que o CLV pode ser utilizado para definir o limite máximo aceitável de investimento na aquisição de um cliente, garantindo que as ações de marketing sejam sustentáveis e rentáveis.

2.9 CUSTOMER ACQUISITION COST (CAC)

O Custo de Aquisição de Clientes (CAC) representa o montante total de recursos investidos por uma empresa para conquistar novos consumidores, englobando despesas com marketing, publicidade, força de vendas e demais ações destinadas à captação de demanda. Trata-se de um indicador para avaliar a eficiência das estratégias comerciais e a sustentabilidade do crescimento, uma vez que reflete a relação entre o investimento realizado e o volume de novos clientes efetivamente incorporados à base da empresa (Ali; Shabn, 2024).

De acordo com Livne, Simpson e Talmor (2011), o CAC constitui um importante determinante de valor empresarial, pois está associado ao desempenho operacional futuro e ao valor de mercado das companhias. Os autores destacam que a despesa de aquisição tende a se relacionar positivamente com a rentabilidade futura e com a retenção de clientes, o que evidencia seu papel como direcionador de performance. Além disso, investimentos adequados em aquisição podem reduzir

custos operacionais ao longo do tempo, indicando que o impacto econômico do CAC se estende além do curto prazo (Livne; Simpson; Talmor, 2011).

Na perspectiva da gestão de marketing e da economia industrial, o estudo de Min et al. (2016) demonstra que o custo de aquisição por cliente é mais sensível à posição de mercado e ao nível de competição do que o custo de retenção, evidenciando diferenças estruturais entre empresas líderes e seguidoras. Enquanto as organizações com maior participação de mercado tendem a apresentar vantagens de escala e marca que reduzem seus custos de aquisição, firmas menores enfrentam maior pressão competitiva e custos marginais mais elevados para atrair novos consumidores. Assim, o equilíbrio entre gastos de aquisição e retenção torna-se essencial para a alocação eficiente de recursos e para a maximização do retorno sobre investimento (Min *et al.*, 2016).

Sob uma ótica financeira, Ali e Shabn (2024) reforçam que o CAC deve ser analisado de forma integrada ao Customer Lifetime Value (CLV), pois ambos os indicadores determinam a rentabilidade do relacionamento com o cliente. O CAC representa o custo inicial de aquisição, enquanto o CLV mensura a receita líquida esperada ao longo de todo o ciclo de vida do cliente. Dessa forma, a comparação entre esses dois indicadores permite avaliar se o investimento em aquisição gera valor econômico, contribuindo para decisões mais racionais sobre estratégias de marketing, expansão de mercado e precificação (Ali; Shabn, 2024).

Ainda segundo os autores, o CAC é considerado um componente estratégico dentro da mensuração de valor do cliente, servindo de base para análises de lucratividade e para a formulação de políticas de fidelização e retenção. A compreensão da relação entre o custo de aquisição e o valor vitalício do cliente possibilita a definição de limites de investimento sustentáveis, garantindo que os recursos aplicados na captação de novos consumidores sejam compatíveis com o retorno financeiro projetado (Ali; Shabn, 2024).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Esta pesquisa caracteriza-se como aplicada, pois visa gerar conhecimento voltado à solução de um problema concreto, a avaliação econômico-financeira de uma empresa em um ecossistema de negócios (Gil, 2002). Quanto aos objetivos, busca identificar e analisar os efeitos que a estruturação de um ecossistema pode exercer sobre os direcionadores de valor em um modelo de Fluxo de Caixa Descontado, contribuindo para a compreensão de relações causais entre estratégia e *valuation* (Gil, 2002).

A abordagem adotada é predominantemente quantitativa, sustentada na construção e análise de dois modelos financeiros. São utilizados dados numéricos, projeções e cálculos fundamentados em lógica matemática para simular diferentes cenários de avaliação empresarial. Contudo, conforme destacado por Póvoa (2012), análises baseadas em Fluxo de Caixa Descontado, ainda que apoiadas em métricas quantitativas, não deixam de ser estritamente subjetivas, dada a ampla gama de variáveis qualitativas que podem ser incorporadas às premissas do modelo. Nesse contexto, como procedimento técnico, adota-se o estudo de caso comparativo, analisando em profundidade a Track&Field e contrastando dois modelos distintos de FCD: um modelo tradicional e um modelo ajustado à realidade de seu ecossistema de negócios, permitindo avaliar como diferentes escolhas de premissas impactam os resultados obtidos.

O estudo de caso é adequado para investigações que exigem compreensão detalhada de fenômenos complexos em contextos específicos (Severino, 2017). A lógica comparativa é aplicada conforme a abordagem de Vidal (2013), que reconhece a complementaridade entre estudo de caso e método comparativo na análise de diferentes configurações analíticas. Assim, os dois modelos de *valuation* são tratados como tipos ideais, permitindo identificar diferenças metodológicas, impactos nos resultados e implicações estratégicas da incorporação do ecossistema de negócios no processo de avaliação de empresas.

3.2 METODOLOGIA

Com o objetivo de facilitar a compreensão da lógica metodológica adotada nesta pesquisa, a Figura 4 apresenta um fluxograma que sintetiza, em termos gerais, as etapas de condução do estudo de caso. A estrutura apresentada foi elaborada com base nas orientações de Miguel (2007), que sugere uma abordagem organizada e sistemática para a realização de estudos de caso.

Figura 4 – Esquema Metodologia



Fonte: Elaborado pelo autor.

A primeira etapa da pesquisa consistiu na delimitação conceitual do ecossistema de negócios relevante ao objeto de estudo. Para este trabalho, será adotada a definição de ecossistema de negócios baseada na categoria de *Multilateral Relationships*, conforme proposta por Urmetzer, Neely e Martinez (2017) em Cambridge. Essa tipologia descreve ecossistemas formados por múltiplos atores, legalmente vinculados entre si, que colaboram de maneira estruturada para entregar uma proposta de valor integrada e centrada no cliente.

Consolidado esse entendimento, buscou-se, ainda na primeira etapa, compreender os limites do FCD tradicional diante da estratégia de construção de ecossistemas. Ainda nessa etapa, foram discutidos indicadores associados à dinâmica relacional de empresas intensivas em ativos intangíveis, como o *Customer Lifetime Value* (CLV) e o *Customer Acquisition Cost* (CAC), que serviram como base para compreender os objetivos estratégicos dos ecossistemas empresariais. Essa

etapa permitiu consolidar os fundamentos teóricos necessários para a construção das etapas seguintes da pesquisa..

Com essa base teórica consolidada, a pesquisa avançará para a segunda etapa, dedicada à análise da empresa e do setor. Nessa fase, buscar-se-á compreender o posicionamento da Track&Field dentro do mercado de *wellness* e varejo esportivo, bem como as tendências estruturais que caracterizarão esse segmento. Serão analisados relatórios financeiros e operacionais divulgados pela companhia (DFPs, ITRs e releases de resultados entre 2019 e 2024), além do Formulário de Referência (2025), de modo a compreender sua trajetória estratégica e a consolidação do ecossistema.

Dada a ausência de uma proposta de classificação formal de ecossistemas no setor varejista nas pesquisas acadêmicas, será realizada uma análise comparativa com empresas que se autodenominam ecossistemas, com o intuito de identificar padrões de relacionamento, fontes de valor e objetivos estratégicos. A partir dessa comparação, pretende-se enquadrar a Track&Field na tipologia de ecossistema relacional e entender seus principais objetivos e indicadores de sucesso. Essa etapa também incluirá uma análise setorial e macroeconômica, com a intenção de contextualizar o desempenho da companhia em relação às tendências do varejo.

A terceira etapa envolverá a análise financeira da empresa, a partir das demonstrações contábeis e dos indicadores de desempenho operacional. Essa etapa terá como objetivo compreender a estrutura financeira da Track&Field, seus principais direcionadores de resultado e a evolução de margens, rentabilidade e geração de caixa ao longo dos anos. A análise somada às conclusões do tópico anterior permitirão identificar como a expansão do ecossistema de *wellness* poderá refletir-se nas métricas financeiras, seja pelo aumento do volume de vendas, pelo fortalecimento de canais digitais ou pela eficiência operacional.

Na sequência, a quarta etapa compreenderá a definição e elaboração do modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Essa etapa terá como propósito desenvolver uma estrutura capaz de capturar, de forma quantitativa, os efeitos ainda intangíveis do ecossistema no valor da empresa. Para isso, está prevista a consulta a especialistas em *Mergers and Acquisitions* (M&A) e *Valuation*, por meio de entrevistas semiestruturadas, com o intuito de compreender os direcionadores de valor associados à estratégia de ecossistema, identificar os principais investimentos e

práticas relacionados à criação de valor intangível e explorar possíveis formas de incorporar esses elementos em modelos de Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

As entrevistas serão conduzidas com base em um roteiro previamente elaborado, composto por perguntas abertas que permitirão a livre expressão dos entrevistados e a coleta de informações qualitativas e contextuais. O roteiro completo das entrevistas encontra-se disponível no Apêndice A deste trabalho. A partir dessas discussões, serão definidos os parâmetros que orientarão a construção de dois modelos distintos:

- Modelo A (Tradicional): baseado na metodologia convencional de FCD, considerando premissas históricas e projeções de mercado.
- Modelo B (Ajustado): tangibiliza em linhas de receita e despesa o impacto do ecossistema.

Por fim, a quinta etapa consistirá na comparação e validação dos resultados obtidos. Nessa etapa, serão avaliados os impactos do modelo ajustado sobre o *valuation* da companhia e analisar sua razoabilidade frente a benchmarks de mercado. A validação será realizada por meio de comparação com empresas do setor, como a Lululemon Athletica Inc, Grupo SBF e Arezzo. Além disso, será conduzida uma análise de sensibilidade para mensurar a influência das principais variáveis do modelo sobre o valor final estimado, permitindo avaliar a robustez e a consistência das projeções.

4 ESTUDO DE CASO

O capítulo abordará aspectos da empresa alvo do estudo de caso, a Track&Field, traçando sua evolução de um varejista de artigos esportivos tradicional para um complexo e multifacetado ecossistema do esporte. A análise está estruturada para, primeiramente, estabelecer o contexto histórico e os pontos de inflexão estratégicos da companhia e em seguida, detalhar sua governança e estrutura de capital. A elaboração do tópico de histórico baseia-se na análise do Formulário de Referência (2025) da Track&Field e informações institucionais divulgados pela própria companhia em seu site institucional. Em seguida, a análise do setor e suas tendências, baseada nos relatórios de mercado de grandes consultorias e notícias recentes.

4.1 A TRACK&FIELD

A Track&Field Co S.A. (T&F) nasceu em 1º de fevereiro de 1988, fundada pelos primos Fred Wagner e Ricardo Rosset, juntamente com o amigo Alberto Azevedo. O começo do negócio foi uma pequena produção de camisetas vendidas no ambiente escolar, que evoluiu para o fornecimento de peças a marcas de surfwear. Contudo, ao perceberem a limitação desse nicho e a carência do mercado brasileiro por roupas adequadas à prática esportiva, os fundadores decidiram criar uma marca nacional de moda esportiva voltada à performance e ao estilo de vida saudável.

A primeira loja foi inaugurada em 1990, em São Paulo. O empreendimento era modesto em um shopping ainda sem fluxo consolidado e uma marca desconhecida. A virada ocorreu em 1992, com a abertura da loja no Shopping Iguatemi, ponto nobre da capital. Esse movimento marcou a transição da Track&Field para o público premium e conferiu alta visibilidade e posicionamento aspiracional à marca.

Durante os anos 1990 e 2000, a Track&Field consolidou-se como símbolo de qualidade e inovação no vestuário esportivo nacional, introduzindo tecidos tecnológicos e design funcional. A marca deixou de vender simples calças de moletom e passou a desenvolver produtos inteligentes, como camisetas com microcápsulas que liberam fragrâncias conforme o suor, meias que previnem bolhas, roupas com proteção solar UV50+, e tecidos refletivos com esferas de vidro para treinos noturnos.

Nos anos 2000, a empresa diversificou suas operações. Em 2004, lançou o Track&Field Run Series, circuito de corridas de rua que viria a se tornar o maior da

América Latina, unindo esporte, experiência e comunidade. A expansão do varejo físico foi acompanhada pela entrada no comércio eletrônico em 2009, marco fundamental para a transição ao modelo *omnichannel*. Naquele momento, a empresa já contava com 40 lojas próprias no Brasil e inaugurou uma unidade internacional na Madison Avenue, em Nova York, buscando a internacionalização da marca.

A partir de 2011, com a implementação de um modelo inovador de franquias, a Track&Field acelerou sua expansão nacional de forma sustentável, oferecendo suporte completo aos franqueados, desde a escolha do ponto comercial até a gestão e o treinamento operacional. Esse formato, que substituiu o crescimento via capital próprio por uma estrutura descentralizada, tornou-se o principal pilar de crescimento orgânico da companhia.

O segundo ponto de inflexão ocorreu em 2018, com a criação da TFSports, plataforma responsável por organizar eventos, conectar treinadores e oferecer experiências esportivas. Essa iniciativa marcou o início de uma nova fase estratégica: a construção do ecossistema Track&Field de *wellness*, um modelo de negócios que ultrapassa o varejo e busca “conectar pessoas a um estilo de vida ativo e saudável”, integrando produtos, experiências e serviços.

O IPO realizado em 2020 representou o amadurecimento dessa visão junto a capitalização. Com a abertura de capital na B3, a empresa passou a investir fortemente em tecnologia, inovação e digitalização, criando as bases para a expansão do ecossistema. Mesmo em um contexto de pandemia, a Track&Field demonstrou resiliência operacional, expandindo a rede e acelerando a adoção de soluções *omnichannel*, como o *ship from store*, que transformou as lojas físicas em minicentros de distribuição, integrando o online e o offline e otimizando a experiência do cliente.

Nos anos seguintes, a companhia consolidou sua transformação. Em 2021, inaugurou a primeira Experience Store, no Shopping Iguatemi São Paulo, integrando varejo, gastronomia e bem-estar por meio do TFC Food&Market, além de oferecer serviços personalizados via concierge e eventos esportivos presenciais. Esse formato simbolizou uma materialização física das lojas próprias do conceito de ecossistema *wellness*.

A partir de 2022, a Track&Field consolidou seu modelo de negócio em torno de um ecossistema *wellness* e passou a estruturar-se em quatro frentes estratégicas e complementares: (I) o varejo físico e digital *omnichannel*, formado por lojas próprias, franquias e e-commerce totalmente integrados em um mesmo sistema logístico e

comercial; (II) a TFSports, plataforma voltada à realização de eventos esportivos, experiências e programas de engajamento que conectam a comunidade de clientes à marca; (III) o TFmall, *marketplace* que reúne produtos e marcas premium com curadoria voltada ao público de bem-estar e alta performance; e (IV) o TFC Food&Market, dedicado à alimentação saudável, suplementos e *bodycare*, que reforça a presença da marca na rotina diária de consumo.

Em 2024, a Track&Field atingiu 398 lojas, incluindo sua primeira franquia internacional em Portugal, consolidando sua presença nacional e dando início à expansão internacional da marca. O *sell out*, visão faturada de pedidos vendidos a consumidores, totalizou R\$ 1,4 bilhão, representando um crescimento de 18,5% em relação a 2023, reflexo da combinação entre o fortalecimento da rede física, o aumento da penetração digital e a consolidação das diversas frentes do ecossistema. Nesse contexto, a TFSports manteve papel central como vetor de engajamento e experiência, realizando mais de 3,6 mil eventos e reunindo 869 mil usuários e 8 mil treinadores cadastrados, reforçando a proposta da empresa de promover um estilo de vida ativo e saudável.

No eixo de alimentação e bem-estar, o TFC Food&Market avançou em 2024 na diversificação de formatos e portfólio, consolidando 12 unidades integradas às lojas físicas. Essa expansão reforçou a sinergia entre consumo e experiência, ao conectar o universo esportivo à nutrição funcional e ao cotidiano de seus consumidores. Paralelamente, o TFmall, ainda em fase inicial de maturação e com participação modesta no resultado consolidado, o GMV (*Gross Merchandise Volume*) atingiu R\$ 4,3 milhões no ano (Track&Field, 2024).

A análise do desempenho da companhia nos últimos anos revela, portanto, um processo consistente de transformação estratégica, no qual o valor da Track&Field deixa de estar concentrado apenas na venda de produtos e passa a ser construído a partir da integração entre experiências, serviços e consumo recorrente. A classificação, mensuração e análise detalhada desse ecossistema e de como ele influencia a precificação de valor e a modelagem financeira serão discutidas nos tópicos seguintes deste trabalho.

4.1.1 Estrutura de governança e capital

A compreensão da governança corporativa e da estrutura de capital é a forma para de os mecanismos de controle, a distribuição do poder decisório e o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas. Segundo La Porta *et al.*, (2000), práticas sólidas de governança reduzem conflitos de agência e fortalecem a confiança do mercado, promovendo a eficiência na alocação de capital. No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2023) estabelece quatro princípios fundamentais: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, os quais norteiam as boas práticas exigidas de companhias listadas como a Track&Field Co S.A.

A Track&Field adota uma governança estruturada em Conselho de Administração, Diretoria Executiva, Conselho Fiscal e Comitê de Auditoria Estatutário, assegurando a separação entre as funções de deliberação estratégica e execução operacional. Tal configuração segue as recomendações do IBGC (2023), que apontam a necessidade de equilíbrio entre controle e eficiência decisória.

A Companhia possui estrutura capital composto exclusivamente por ações ordinárias e preferenciais, sendo 877.251.375 ações ON e 65.492.864 ações PN, totalizando 942.744.239 ações. Os três fundadores, Frederico Wagner, Ricardo Rosset e Alberto Azevedo detêm, em conjunto, 94,6% do capital votante, com participações iguais de 31,52% cada, assegurando controle compartilhado e estabilidade decisória.

A Companhia possui ainda uma característica singular inspirada no modelo norte-americano de *supervoting stock*, na qual cada ação, ordinária ou preferencial, confere um voto nas deliberações da assembleia, porém as ações preferenciais possuem direito econômico dez vezes superior às ordinárias. Assim, para fins de cálculo de capitalização de mercado (*market cap*), a quantidade de ações ordinárias deve ser dividida por dez (Track&Field, 2025).

A estrutura de governança da Track&Field Co S.A. é composta por um Conselho de Administração e uma Diretoria Executiva, com funções complementares e claramente definidas em seu Estatuto Social. O Conselho de Administração é o órgão máximo de deliberação estratégica. A Diretoria Executiva, por sua vez, é responsável pela gestão operacional da companhia. Essa separação entre deliberação estratégica e gestão cotidiana é considerada um dos pilares fundamentais

da governança corporativa, garantindo equilíbrio entre controle e eficiência (IBGC, 2023)

Além disso, a estrutura de governança da companhia inclui um Conselho Fiscal e um Comitê de Auditoria Estatutário, órgãos permanentes que reforçam a independência e a transparência dos processos internos. O Conselho Fiscal atua na supervisão das demonstrações financeiras e na análise das políticas contábeis e de gestão de riscos, enquanto o Comitê de Auditoria assessora o Conselho de Administração na avaliação de controles internos, conformidade regulatória e integridade corporativa.

4.2 ANÁLISE SETORIAL

A análise setorial servirá para contextualizar o ambiente em que a Track&Field está inserido. Este tópico inicia-se com uma abordagem macroeconômica do Brasil, destacando os principais vetores de crescimento do país e suas possíveis relações com o setor varejista. Em seguida, serão exploradas as principais tendências do varejo, com ênfase nas transformações recentes do setor. Por fim, será apresentada uma análise comparativa com outros grandes varejistas nacionais que vêm estruturando seus próprios ecossistemas de negócio, caracterizando suas estratégias e posicionamentos.

4.2.1 Cenário macroeconômico e direcionadores de crescimento no Brasil

A conjuntura macroeconômica brasileira entre 2019 e 2025 foi marcada por choques sucessivos, tanto internos quanto externos, que impactaram diretamente a atividade econômica, o emprego, a inflação e a confiança dos consumidores. A pandemia de Covid-19, deflagrada em março de 2020, constituiu um ponto de ruptura, impondo uma recessão histórica e mudanças profundas no comportamento de consumo e investimento.

Estudos do Banco Central (2020), apontam que as medidas de isolamento social e a desaceleração global resultaram em forte queda do PIB e aumento expressivo do desemprego, além de perturbações nas cadeias de suprimentos. Esse cenário inicial foi agravado, em anos seguintes, por fatores internacionais adicionais,

como o aumento dos custos logísticos globais e, a partir de 2022, os efeitos da guerra na Ucrânia sobre preços de energia e alimentos (IPEA, 2022).

A Tabela 1 apresenta os principais indicadores macroeconômicos do período, incluindo PIB, desemprego, inflação (IPCA geral e vestuário), taxa Selic e câmbio R\$/US\$.

Tabela 1 – Indicadores Macroeconômicos Brasil (2019-2025)

Ano	Variação PIB (%)	Desemprego (%)	IPCA (%)	IPCA Vestuário (%)	Selic (%) a.a.)	Câmbio R\$/US\$
2019	1,20%	11,80%	4,31%	0,74%	4,50%	3,95
2020	-3,30%	13,80%	4,52%	-1,13%	2%	5,16
2021	4,80%	13,20%	10,06%	10,31%	9,25%	5,39
2022	3,00%	9,30%	5,79%	18,02%	13,75%	5,16
2023	2,90%	7,80%	4,62%	2,92%	11,75%	4,99
2024	3,40%	6,60%	4,83%	2,78%	12,25%	5,39
2025 (proj/atual)	2,30%	5,60%	5,13%	4,47%	15%	5,65

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em IBGE(2025) e Focus (2025).

O impacto da pandemia em 2020 foi particularmente severo: retração do PIB de 3,3%, desemprego em 13,8% e deflação de -1,13% no IPCA de vestuário. A perda de renda e a paralisação do comércio não essencial explicam a redução da demanda. Ao mesmo tempo, o câmbio sofreu desvalorização significativa, atingindo R\$ 5,16/US\$, refletindo incertezas domésticas e fuga de capitais, o que elevou os custos de insumos importados.

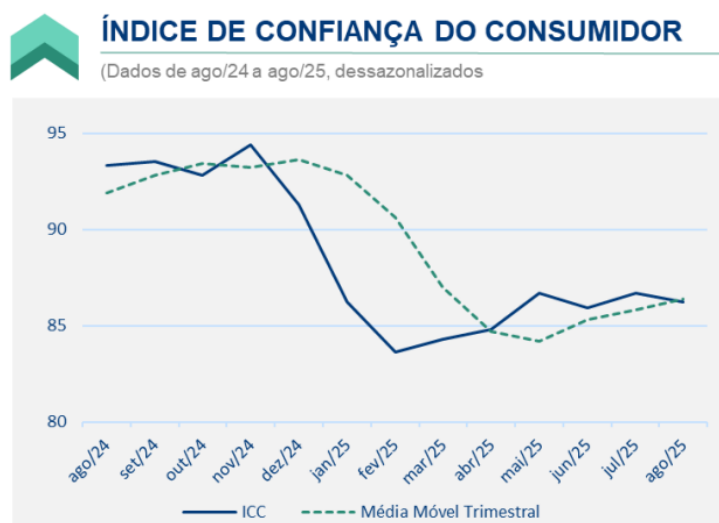
Nos anos seguintes, em 2021 e 2022, observou-se recuperação da atividade econômica, com crescimento do PIB de 4,8% e 3,0%, respectivamente. Entretanto, essa melhora foi acompanhada de pressões inflacionárias relevantes. O IPCA geral atingiu 10,06% em 2021, enquanto a inflação de vestuário alcançou 18,02% em 2022, muito acima do índice agregado (5,79%). O Banco Central respondeu com elevação expressiva da Selic, que passou de 2% em 2020 para 13,75% em 2022, buscando conter a escalada inflacionária (Banco Central do Brasil, 2022).

A trajetória de queda do desemprego, que passou de 13,8% em 2020 para 9,3% em 2022, indica recuperação gradual do mercado de trabalho. Contudo, relatórios do IBGE apontam que o rendimento médio real das famílias permaneceu pressionado, pois os ganhos nominais não acompanharam o avanço dos preços (IBGE, 2023). Essa discrepância ajuda a explicar por que, mesmo com geração de empregos, a confiança do consumidor permaneceu instável.

Em 2023 e 2024, houve moderação inflacionária: o IPCA de vestuário registrou 2,92% e 2,78%, abaixo da inflação geral. Esse alívio ocorreu em um ambiente de juros ainda elevados (11,75% e 12,25% ao ano) e câmbio próximo de R\$ 5,39/US\$. O PIB cresceu 2,9% em 2023 e 3,4% em 2024, enquanto o desemprego recuou para 6,6%. Esses resultados refletem uma economia em recuperação, mas ainda limitada pelas condições monetárias restritivas e por incertezas externas, como a volatilidade dos preços internacionais de energia e alimentos (IPEA, 2023).

A Figura 5, que apresenta a evolução do Índice de Confiança do Consumidor (ICC), mostra uma queda de cerca de 7% desde agosto do ano anterior. Esse indicador reforça a percepção de que, apesar da melhora no emprego e do recuo da inflação em 2023-24, as famílias continuam cautelosas em relação ao consumo. O ICC possui elevado poder preditivo sobre a trajetória do consumo das famílias, sendo fundamental para antecipar tendências.

Figura 5 – Índice de Confiança do Consumidor



Fonte: FGV IBRE (2025)

As projeções para 2025 indicam desaceleração do PIB para 2,21%, inflação geral de 5,05% (Focus, 2025). O desemprego está em 5,6%, mas a Selic, estimada em 15% ao ano, representa um dos principais entraves, ao restringir o crédito e reduzir a propensão a consumir (Focus, 2025; IBGE, 2025). O câmbio em R\$ 5,65/US\$ mantém a pressão sobre custos de importação. Essa combinação de desemprego em queda, juros elevados e confiança em retração cria um cenário paradoxal: melhora em alguns fundamentos, mas desaceleração na atividade econômica.

Comparando os extremos da série, de 2019 a 2025, observa-se que o desemprego projetado para 2025 (5,8%) é significativamente menor do que o de 2019 (11,8%). Por outro lado, a taxa Selic e o câmbio são substancialmente mais altos em 2025, sinalizando um ambiente mais restritivo ao crédito e mais oneroso em termos de custos de importados. A comparação pode significar que, embora haja avanços no mercado de trabalho, as condições monetárias e cambiais permanecem como fatores limitantes para o setor de vestuário.

4.2.2 Tendências no varejo

A análise das tendências setoriais constitui um pilar para a formulação de estratégias corporativas e para a avaliação econômica de uma empresa. Diferentemente dos fatores macroeconômicos, que representam agregados que afetam o sistema econômico como um todo, a exemplo da inflação, das taxas de juros e do crescimento do PIB, as tendências setoriais dizem respeito a mudanças estruturais que alteram as forças competitivas e a dinâmica de criação de valor dentro de uma indústria específica (Porter, 2008).

No varejo brasileiro, o comportamento do consumidor mudou de forma estrutural no pós-pandemia, dando origem ao chamado “consumidor zero”: sem folga no orçamento, sem lealdade a marcas e sem barreiras entre canais de compra (McKinsey, 2024). Diante do endividamento das famílias e da inflação persistente, esse perfil se mostra altamente sensível a preços, alternando entre marcas e varejistas em busca de promoções, mas ainda exigindo boas experiências de compra (McKinsey, 2024).

Contudo, reduzir esse comportamento apenas à busca pelo menor preço seria simplista. Pesquisa da PwC Brasil e do Instituto Locomotiva (2023) sobre o “mercado da maioria”, classes C, D e E, que representam 76% da população e quase metade do consumo nacional, identifica o “policonsumidor”. Nesse perfil, o preço é apenas uma das variáveis da “nova matemática do consumo”, que também considera qualidade percebida, conveniência e reputação da marca. Esses fatores reforçam a necessidade de diferenciação baseada em experiência, praticidade e integração de canais.

4.2.2.1 Digitalização e e-commerce

O comércio eletrônico no Brasil, que já vinha em trajetória ascendente, sofreu uma aceleração entre 2019 e 2024. Dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços (MDIC) revelam que as vendas online de micro e pequenas empresas saltaram quase 1.200%, passando de R\$ 5 bilhões para R\$ 67 bilhões no período. Entre empresas de médio e grande porte, o crescimento foi de 220%, de R\$ 49 bilhões para R\$ 158 bilhões (MDIC, 2024). Essa expansão, inicialmente impulsionada pela pandemia, consolidou-se como um hábito de consumo permanente. Em escala global, o *Boston Consulting Group* (BCG, 2022) projeta que o *e-commerce* representará 41% das vendas do varejo até 2027, com uma taxa de crescimento anual composta (CAGR) de 9%.

Pesquisas da McKinsey (2021) apontam que 75% dos consumidores que passaram a adotar plataformas digitais durante a pandemia pretendem manter esse comportamento de forma habitual. Esse movimento trouxe milhões de novos compradores para o ambiente online e forçou empresas tradicionais a ingressarem no comércio eletrônico. Segundo a Fundação Getúlio Vargas (FGV, 2021), quase 80% dos varejistas brasileiros passaram a utilizar canais digitais em 2021, ante menos de 50% antes da crise sanitária. Grandes redes adaptaram seus modelos de negócio, integrando lojas virtuais, marketplaces e aplicativos, o que ampliou seu alcance nacional (Accenture, 2021). O resultado foi a formação de um varejo mais digital, com ganhos de conveniência e escala, mas também com novos desafios competitivos e infraestruturais (Delloite, 2023).

Em termos de desempenho agregado, a Associação Brasileira de Comércio Eletrônico (ABCOMM, 2024) indica que o setor cresceu, em média, 17% ao ano nos últimos cinco anos. O crescimento mais expressivo ocorreu entre 2019 e 2020, com taxa superior a 40%, refletindo diretamente os efeitos da pandemia. Desde 2021, observa-se uma desaceleração no ritmo, sugerindo um processo de maturação do mercado. Ainda assim, a tendência estrutural permanece robusta: o faturamento projetado para 2025 é de R\$ 234 bilhões, com expectativa de alcançar R\$ 343 bilhões em 2029, mantendo um crescimento médio anual de 10%.

A digitalização e o comércio eletrônico por um lado, abriram mercados, democratizaram o acesso e criaram fontes de receita, por outro, exigiram do setor capacidades tecnológicas, logísticas e analíticas (McKinsey, 2022). Essa

transformação reforça o caminho para o desenvolvimento de modelos mais integrados, como o *omnichannel*, que busca unificar canais digitais e físicos na experiência de consumo.

4.2.2.2 Omnichannel

O conceito de *omnichannel* consiste na integração dos diversos canais de venda e relacionamento, físico, digital, aplicativos e social *commerce*, para oferecer ao consumidor uma experiência contínua e sem fricções. Diferentemente do modelo *multichannel*, que apenas disponibiliza múltiplos pontos de contato, o *omnichannel* promove a convergência total, permitindo ao cliente transitar entre canais com consistência em preço, estoque e atendimento (Verhoff *et al.*, 2015).

Essa abordagem ganhou relevância com a mudança no comportamento do consumidor, intensificada pela pandemia de Covid-19, que acelerou a digitalização do varejo e elevou as expectativas de conveniência e personalização (McKinsey, 2021). Pesquisas recentes mostram que 92% dos consumidores priorizam marcas que oferecem experiências agradáveis e 44% pagariam mais por isso; além disso, 90% valorizam praticidade no recebimento e 38% estão dispostos a pagar pela conveniência (PWC, 2023).

A integração de dados é o núcleo do modelo, viabilizada por plataformas de CRM, sistemas de estoque unificado e ferramentas de análise, que permitem construir uma visão única do cliente (*single customer view*) e garantir consistência na jornada (Deloitte, 2022). Além de aprimorar a personalização, a sinergia entre canais físicos e digitais gera ganhos operacionais, como redução de custos logísticos e maior disponibilidade de estoque, por meio de práticas como *ship-from-store* e *click & collect* (BCG, 2022).

Do ponto de vista competitivo, o *omnichannel* configura-se como ativo estratégico, fortalecendo a fidelização e ampliando barreiras de entrada. A experiência integrada aumenta a resiliência do varejista em cenários de volatilidade, ao manter o consumidor dentro do ecossistema, independentemente do canal utilizado (McKinsey, 2021). Contudo, sua adoção enfrenta desafios relacionados à governança de dados, investimentos tecnológicos e mudança cultural, exigindo integração sistêmica e alinhamento estratégico em toda a organização (Verhoff *et al.*, 2015).

4.2.2.3 Retail media

O avanço da digitalização e a integração de canais no varejo criaram as condições para a expansão do chamado *retail media*, entendido como a transformação dos ambientes de venda, em espaços de veiculação publicitária. Nesse modelo, marcas anunciam diretamente nos canais dos varejistas, alcançando consumidores em momentos de alta propensão à compra (IAB Europe, 2024).

A principal diferença em relação à publicidade digital tradicional está na utilização de dados primários (*first-party data*). Como os varejistas têm acesso direto ao histórico transacional de seus clientes, podem oferecer segmentação mais precisa e formatos de mídia vinculados ao comportamento real de compra, incluindo dados de navegação, frequência de consumo e *ticket* médio (IAB Europe, 2024). Essa característica tem atraído marcas em busca de maior eficiência em campanhas e métricas de impacto ligadas diretamente à conversão.

Para os varejistas, o *retail media* representa também uma nova fonte de receita. Consultorias como a McKinsey (2023), estimam que o mercado global de *retail media* ultrapasse US\$ 100 bilhões nos próximos anos, consolidando-se como um dos segmentos de maior crescimento dentro da publicidade digital. O *Boston Consulting Group* (2022), destaca ainda que essa modalidade amplia o papel estratégico do varejo, ao permitir monetizar não apenas produtos e serviços, mas também a audiência que circula em seus ecossistemas.

Enquanto mídias tradicionais trabalham com métricas mais amplas de alcance e engajamento, as redes de *retail media* permitem vincular investimentos publicitários a indicadores concretos de negócio, como incremento de vendas por categoria ou aumento de *market share* em determinadas praças (BCG, 2022).

O desenvolvimento de ferramentas de inteligência artificial e machine learning tem potencializado a personalização das campanhas em *retail media*. Algoritmos são capazes de identificar padrões de comportamento e oferecer anúncios contextuais altamente aderentes ao perfil de consumo, aumentando a eficiência das ações e o valor percebido pelo consumidor (Deloitte, 2023). Esse movimento também começa a ganhar força no Brasil, acompanhando a maturação do *e-commerce* e do *omnichannel* como vetores de coleta e utilização de dados de clientes (Grand View Research, 2024).

4.2.3 Ecossistemas de negócio no varejo brasileiro

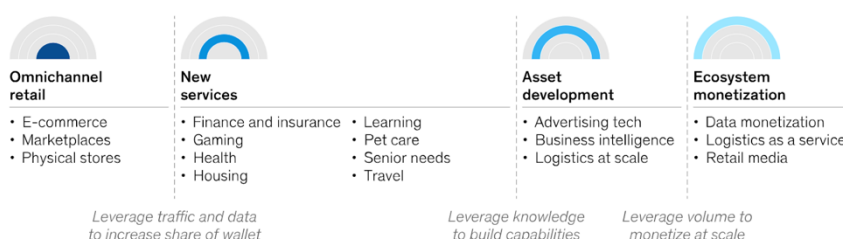
A literatura sobre ecossistemas de negócio, tanto em sua dimensão conceitual quanto aplicada ao varejo, já foi abordada na revisão teórica deste trabalho. Nesse levantamento, verificou-se que, embora os modelos existentes descrevam de forma consistente a lógica dos ecossistemas, há limitações no que se refere à classificação de casos específicos. Em particular, não foram encontradas referências que permitissem enquadrar com método a classificação de desenvolvimento da Track&Field dentro dessa perspectiva.

Diante dessa lacuna, este tópico tem como objetivo utilizar a tipologia de Urmetzer, Neely e Martinez (2017) para apoiar uma análise comparativa. A proposta consiste em observar outros players relevantes do varejo brasileiro, como Renner, Arezzo, Magazine Luiza e Grupo SBF, e avaliar de que forma suas iniciativas se aproximam das categorias propostas nesse modelo. Esse exercício analítico busca não apenas identificar os principais elementos que caracterizam cada ecossistema, mas também destacar os fatores que diferenciam suas trajetórias de desenvolvimento.

Para ajudar essa discussão, recorre-se a um estudo da McKinsey (2022), que ilustra uma possibilidade de progressão de um ecossistema de varejo até atingir a monetização em escala destacada na Figura 6. O modelo sugere que esse processo se inicia pela digitalização e integração *omnichannel*, avança pela oferta de serviços complementares e pelo desenvolvimento de ativos estratégicos e culmina em estratégias de monetização, como a mídia de varejo. No tópico anterior, foram discutidas essas tendências setoriais, e aqui seguirá essa lógica para explicar a evolução das empresas em análise.

Figura 6 – *Playbook* de Ecossistemas
Moving successfully beyond retail's core business requires a new playbook.

Progression toward a retail ecosystem, illustrative



Fonte: McKinsey (2022).

Assim, a partir da observação das estratégias de Renner, Arezzo, Magazine Luiza e Grupo SBF, será possível identificar convergências e divergências em relação ao modelo de Urmetzer, Neely e Martinez (2017). Esse processo fornecerá subsídios para situar de forma mais fundamentada a Track&Field, permitindo reconhecer suas estratégias de ecossistema e avaliar em que medida podem contribuir para uma valorização maior no mercado.

4.2.3.1 Lojas Renner S.A

As origens da Renner remontam a 1922, como parte de um grupo industrial, evoluindo para uma loja de departamentos em 1940 e, finalmente, tornando-se uma empresa independente e de capital aberto em 1965. A virada estratégica ocorreu com o reconhecimento precoce da importância do mundo digital. O lançamento de sua operação de *e-commerce* em 2010 marcou o início de uma transformação deliberada e contínua em direção a um modelo *omnichannel* totalmente integrado, posicionando a companhia dentro do varejo de moda e vestuário de massa (Lojas Renner S.A., 2024).

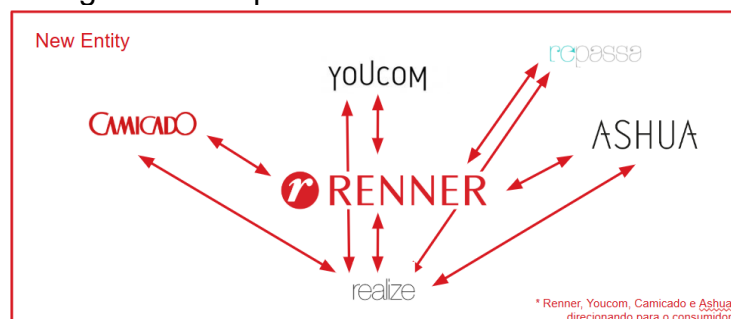
A empresa expandiu-se para categorias adjacentes e serviços apoiam o relacionamento com sua base de clientes. As iniciativas incluem a criação da Realize CFI, instituição financeira própria que oferece cartões e crédito, a aquisição da Camicado, posicionando a companhia no mercado de casa e decoração, e o desenvolvimento de marcas de nicho como Youcom (moda jovem) e Ashua (*plus-size*). Entre as aquisições recentes, foi a Repassa, plataforma online de revenda de roupas. Essa diversificação é conscientemente enquadrada pela própria Renner, que se autodefine como um “ecossistema de moda e *lifestyle*” (Lojas Renner S.A., 2024).

No que se refere à tipologia de ecossistemas, a Renner apresenta predominantemente relações bidirecionais, na medida em que empresas como Camicado, Youcom e Ashua operam em segmentos específicos e mantêm trocas de valor mais próximas e direcionadas com a companhia principal.

Entretanto, a Realize CFI funciona como um elo multidirecional, sua proposta é oferecer crédito e serviços financeiros que atravessam todo o grupo, conectando simultaneamente diferentes frentes de negócio e consumidores. Esse papel é

característico do modelo em que múltiplos parceiros precisam comunicar-se e trocar valor entre si para garantir a entrega ao cliente final (Urmetzer; Neely; Martinez, 2017).

Figura 7 – Esquema Ecossistema Renner SA.



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Urmetzer, Neely e Martinez (2017).

Além disso, conforme representado na Figura 7, há também elementos de *new entity*, já que a companhia reúne empresas distintas sob uma lógica de integração de objetivos e infraestrutura, em linha com a definição de que “uma nova entidade pode ser formada como estrutura por múltiplos colaboradores, com governança e sistemas compartilhados” (Urmetzer; Neely; Martinez, 2017). Nesse sentido, a Renner busca estruturar um ciclo que combina crédito, consumo e sustentabilidade como foco dentro do seu ecossistema.

4.2.3.2 Magazine Luiza

A Magazine Luiza foi fundada em 1957 como uma pequena loja de eletrodomésticos em Franca (SP), expandindo-se gradualmente por meio da abertura de filiais próprias e consolidando-se como uma das maiores varejistas do Brasil. Diferentemente de outros grupos do setor, a empresa nunca operou sob o modelo de franquias, mantendo a gestão centralizada. Essa trajetória permitiu à companhia construir escala, baseada em lojas físicas de grande porte e na força da marca como referência no varejo de eletrodomésticos e móveis.

A partir da década de 2010, a empresa iniciou um processo de diversificação para além do varejo tradicional, impulsionado principalmente pela transformação digital. As aquisições no final da década da Netshoes (2019) e da Estante Virtual (2020), bem como a criação do MagaluPay e da LuizaLabs durante os anos, exemplificam a expansão em direção a um ecossistema digital (Forbes, 2022). Nesse

contexto, o marketplace do Magalu tornou-se o centro, abrindo espaço para milhares de *sellers* e ampliando a proposta de valor para consumidores e parceiros. A companhia passou a integrar múltiplas frentes, varejo físico e online, serviços financeiros, logística e mídia digital, em uma lógica que ultrapassa a venda de produtos e se configura como uma plataforma de múltiplos serviços (Magazine Luiza, 2025).

Figura 8 – Ecossistema Magalu

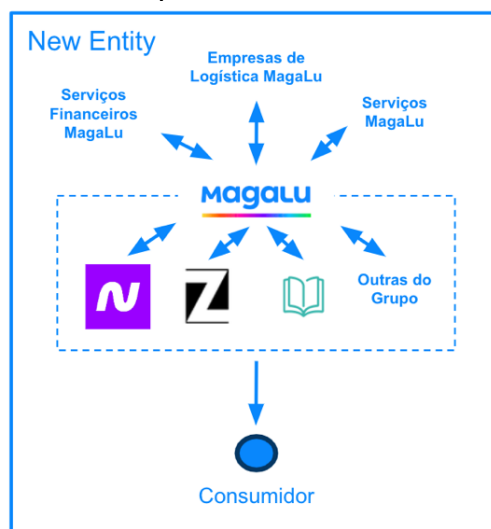


Fonte: Magazine Luiza (2020).

Na perspectiva da tipologia proposta em Cambridge, o ecossistema do Magazine Luiza pode ser compreendido como uma combinação entre bilateral e *new entity*. Em um primeiro nível, estabelecem-se relações bilaterais entre a companhia e cada uma das empresas adquiridas ou parceiras estratégicas, como Netshoes, Estante Virtual e Zattini, que agregam valor de forma individual (Urmetzer; Neely; Martinez, 2017).

Em um segundo nível, essas integrações são articuladas sob uma hierarquia corporativa que confere ao grupo características de *new entity*, reunindo diferentes negócios sob um arcabouço tecnológico e de marca compartilhado. Nessa configuração, ainda que cada ator mantenha sua identidade operacional, a coordenação centralizada permite ampliar a captura de valor e alinhar objetivos estratégicos (Urmetzer; Neely; Martinez, 2017).

Figura 9 – Esquema Ecosystema Magalu.



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Urmetzer, Neely e Martinez (2017).

O foco estratégico da companhia é consolidar uma plataforma digital capaz de integrar comércio eletrônico, pagamentos, logística, mídia e varejo físico sob a mesma marca. Além de ampliar vendas, a empresa busca posicionar-se como um superaplicativo de consumo, aumentando a frequência de interação com o cliente e elevando seu valor vitalício. A estratégia apoia-se na integração de dados, na expansão de serviços e na orquestração de parceiros, transformando o Magazine Luiza em um hub de varejo.

4.2.3.3 Grupo SBF

O Grupo SBF surgiu como uma empresa voltada ao varejo esportivo tradicional, com foco em lojas físicas sob a marca Centauro, e gradualmente passou a expandir seus canais digitais em resposta às transformações do setor. O marco simbólico dessa mudança ocorreu em 2020, quando o grupo adotou a nova denominação social e abriu capital na B3, assumindo a ambição de se posicionar como um protagonista no ecossistema esportivo brasileiro.

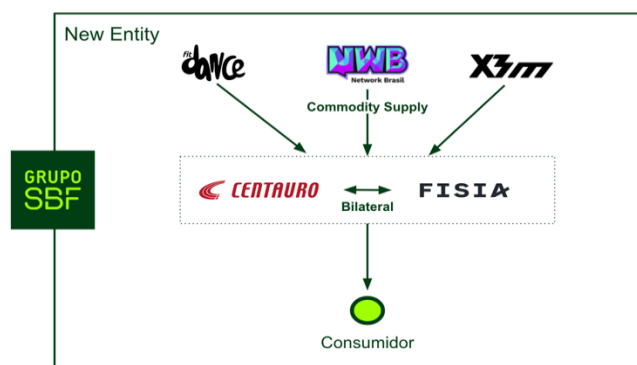
O primeiro movimento relevante foi a aquisição da Fisia, responsável pelos direitos de operação e distribuição da Nike no Brasil, o que ampliou significativamente o escopo de atuação e fortaleceu o portfólio de marcas do grupo. Na sequência, o ingresso em mídia e entretenimento com a NWB representou a entrada em um segmento complementar o de conteúdo e relacionamento com a audiência esportiva

estabelecendo a base para a lógica de ecossistema. Essas aquisições não surgiram de forma orgânica, mas refletiram uma estratégia de aquisição e ganho de escala por meio da integração de negócios com sinergias operacionais (Grupo SBF, 2020).

Nos anos seguintes, o grupo avançou em uma trajetória de consolidação. A Centauro e a Fisia passaram a compartilhar infraestrutura logística, tecnológica e de *backoffice*, buscando aperfeiçoar sua estrutura *omnichannel*. Em paralelo, a criação da SBF Ventures estruturou a governança sobre novas investidas, OneFan, X3M e FitDance, que trouxeram competências em engajamento digital, eventos e *lifestyle*, expandindo o alcance da companhia para além do varejo. Entretanto, essas empresas funcionam majoritariamente como extensões instrumentais, oferecendo serviços e conteúdos que reforçam o *core business* do grupo, mas sem o mesmo grau de interdependência estratégica observado entre Centauro e Fisia (Grupo SBF, 2022).

De acordo com o modelo proposto pela McKinsey (2020), o desenvolvimento de ecossistemas empresariais tende a seguir um caminho evolutivo parte-se da *omnichannel* para, em um segundo estágio, incorporar serviços complementares que ampliem a proposta de valor ao consumidor. O Grupo SBF enquadra-se justamente nessa fase intermediária após consolidar sua base *omnichannel*, busca integrar serviços de conteúdo, eventos e experiências, ainda com predomínio de uma lógica de coordenação vertical, mais próxima de um conglomerado multinegócios do que de uma plataforma digital plena.

Figura 10 – Ecossistemas Grupo SBF



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Urmetzer, Neely e Martinez (2017).

À luz da tipologia de Urmetzer, Neely e Martinez (2017), o Grupo SBF configura um ecossistema híbrido, em que coexistem dois tipos de arranjos. O núcleo

formado por Centauro e Fisia caracteriza-se como um *new entity*, sustentado por integração operacional e bilateralidade entre as marcas. Já as empresas periféricas, como NWB, OneFan, X3M e FitDance, atuam sob um formato próximo ao *commodity supply*, fornecendo conteúdo, engajamento e experiências sem reciprocidade estrutural.

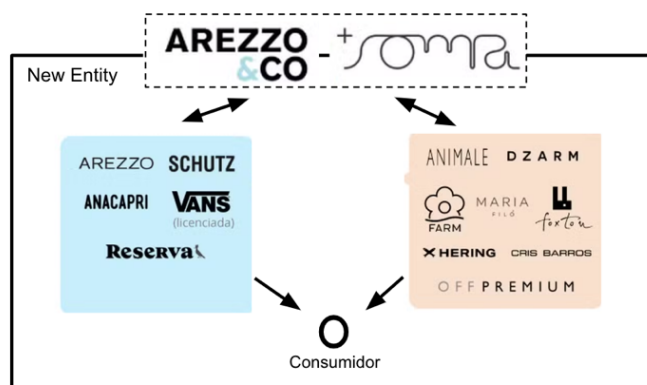
4.2.3.4 Azzas 2154

A Arezzo foi fundada em 1972 como fabricante de calçados, consolidando-se rapidamente no varejo físico por meio de uma combinação de lojas próprias e rede de franquias. Seu modelo de negócios inicial baseou-se na presença física e na força de marca, sem que o crescimento subsequente estivesse associado a uma disrupção digital. Dessa forma, sua trajetória revela uma base tradicional de expansão no varejo, ancorada em redes de distribuição e posicionamento no segmento de moda e calçados femininos (Arezzo, 2025).

Com o passar dos anos, a principal estratégia de diversificação da Arezzo foi a expansão inorgânica, viabilizada por fusões e aquisições. A compra da Schutz em 2007, da Reserva em 2020 e, mais recentemente, a fusão com o Grupo Soma consolidaram um conglomerado com mais de duas mil lojas físicas, reforçando sua presença em diferentes segmentos do mercado de moda. Em paralelo, a criação do *marketplace* ZZ Mall representou um movimento de integração digital, permitindo à empresa articular um ecossistema orquestrado em torno da proposição de valor de um *lifestyle* de moda premium, no qual a Arezzo atua como núcleo central, alinhando suas marcas, franqueados e parceiros multimarcas (Arezzo, 2025).

Comparando com a tipologia elaborada em Cambridge, a Arezzo se aproxima do modelo de *new entity*, na medida em que reúne diferentes empresas sob um mesmo grupo, com backoffice e estruturas de branding compartilhadas, mas mantendo as marcas separadas em termos de identidade e operação. Essa lógica reflete o modelo no qual múltiplos colaboradores formam uma nova entidade por meio de sistemas compartilhados de governança e infraestrutura (Urmetzer; Neely; Martinez, 2017). Assim, o grupo captura sinergias em nível estratégico, enquanto cada negócio preserva autonomia relativa e interações mais tradicionais com o cliente final.

Figura 11 – Esquema Ecosistema Azzas 2154



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Urmetzer, Neely e Martinez (2017).

O foco estratégico da companhia é consolidar uma *house of brands* interconectada, seu portfólio cobre múltiplos momentos de consumo: do casual (Anacapri, Vans) ao trabalho (Arezzo), do sofisticado (Schutz) ao luxo (Alexandre Birman), além do vestuário masculino e feminino (Reserva, Carol Bassi e marcas do Grupo Soma) (Valor, 2022). Essa amplitude favorece o aumento do valor vitalício do cliente, alimentando um ciclo no qual um portfólio mais robusto atrai mais consumidores, gera dados adicionais, amplia as oportunidades de *cross-selling* e fortalece a posição da Arezzo como orquestradora do ecossistema.

4.2.3.5 Quadro resumo

A partir da análise comparativa das diferentes companhias, torna-se possível avaliar de forma mais precisa as configurações assumidas pelos ecossistemas de negócios. Um dos aspectos evidenciado foi a relação bilateral, especialmente no caso da Magazine Luiza, cujas iniciativas complementares dependem diretamente da companhia-mãe para gerar e capturar valor.

Por outro lado, observa-se o movimento em direção ao modelo de *new entity*, no qual grupos como Arezzo e Renner buscam consolidar estruturas corporativas compartilhadas, sobretudo em *back-office* e *branding*, de modo a capturar sinergias e reduzir custos. Assim, a comparação evidencia: enquanto o Grupo SBF mantém um ecossistema, centrado em relações *commodity supply*, a Arezzo consolida sua

expansão por meio de aquisições, e o Magazine Luiza avança para formatos mais robustos de integração, com forte apoio em tecnologia e digitalização.

Quadro 6 – Resumo da Análise Comparativa

Empresa	Origem	Diversificação	Categoria (Cambridge)	Foco do Ecosistema
Renner	loja física, departamentos	Realize (crédito), Camicado, Youcom/Ashua, Repassa	Bilateral + new entity	Moda + crédito + sustentabilidade + <i>Omnichannel</i>
Arezzo	lojas física, franquias	M&As (Schutz, Reserva, Soma), ZZ Mall	New entity	House of brands + dados + cross-selling
Grupo SBF	loja física, Centauro	FitDance, One Fan, Fisia, X3M	New entity + commodity supply	Eventos + comunidade + audiência
Magalu	Eletrodomésticos, lojas física	Zattini, Netshoes, Kabum!, MagaluPay, LuizaLabs e outras	New entity + Multilateral	Superapp: varejo + serviços + dados

Fonte: Elaborado pelo autor

4.3 ECOSSISTEMA WELLNESS TRACK&FIELD

A Track & Field consolidou-se, ao longo de mais de três décadas, como uma das principais empresas brasileiras do mercado de *wellness*, conectando pessoas a um estilo de vida ativo e saudável por meio da integração entre produtos e experiências. Fundada em 1988, a companhia iniciou suas atividades como fabricante de camisetas, evoluindo para o varejo esportivo de alta performance nos anos 1990 e, posteriormente, para um modelo híbrido que combina lojas próprias, franquias e canais digitais, desde o início dos anos 2000 já promovia corridas de rua. (Track&Field, 2025)

O ponto de inflexão estratégico ocorreu a partir do IPO, em 2020, quando a empresa reforçou seu investimento em inovação, tecnologia e digitalização, criando as bases do que hoje é o ecossistema Track & Field de bem-estar. Esse ecossistema integra quatro pilares: (I) varejo físico e ecommerce *omnichannel*, com mais de 398 lojas; (II) plataforma digital TFSports, dedicada à promoção de eventos e experiências; (III) marketplace TFMall, que conecta marcas parceiras com sinergia de propósito *wellness* como a Garmin, que vende relógios de corrida; e (IV) o TFC Food & Market, voltado à alimentação e suplementação saudável. (Track&Field, 2025)

A construção desse ecossistema tem se apoiado em uma lógica de sinergia entre canais e experiências. O avanço da *omnichannel* com destaque para o *ship from*

store e a vitrine infinita conectou a rede física ao *e-commerce* e permitiu que as lojas operassem como *mini-hubs* logísticos. Em 2024, 69% das vendas online foram faturadas por lojas físicas, e 312 unidades já estavam integradas à vitrine infinita e 367 ao *ship from the store*, que corresponderam por 11,9% do *sell out* digital (Track&Field, 2024).

Outro componente importante da estratégia *omnichannel* junto ao ecossistema é o *social selling*, modelo de vendas que integra o relacionamento humano das lojas físicas aos canais digitais. Nesse formato, os vendedores utilizam o WhatsApp e links de pagamento personalizados para concluir vendas à distância, mantendo o atendimento individualizado fora do ambiente físico. Em 2024, o *social selling* representou 41,2% das vendas totais da companhia, um crescimento de 16,1% em relação a 2023. O *marketplace* Tfmall, iniciativa ainda em suas etapas iniciais, somou 19 marcas parceiras em 2024 e alcançou GMV de R\$ 4,3 milhões. (Track&Field, 2024).

O pilar de experiências, central na estratégia de engajamento, é representado pela TFSports, plataforma que conecta eventos, treinadores e consumidores. Em 2024, foram realizados mais de 3,6 mil eventos, entre corridas de rua, aulas do Continue em Movimento, experiências esportivas e torneios de *beach tennis*, atraindo 391,7 mil inscritos e contando com 868,9 mil usuários ativos e 8 mil treinadores cadastrados. A companhia divulgou no seu release do terceiro trimestre de 2024 que foi observado um CLV maior de clientes-atletas, e a decisão de acelerar esses eventos está relacionada ao fluxo gerado para as lojas, engajamento da base de franqueados e monetização dos usuários (Track&Field, 2024). Na conferência de resultados do quarto trimestre, Fred Wagner, CEO da TFSports, mencionou um aumento de 44% de CLV em inscritos dos eventos da TFSports.

Paralelamente, a Track & Field expandiu a presença de sua marca por meio de estratégias de *marketing* de comunidade, com influenciadores e, reforçando o posicionamento aspiracional da marca no mercado de *wellness*. O conceito de lojas Experience implementado a partir de 2021 aprofundou essa conexão, trazendo o ecossistema para dentro do ponto de venda e promovendo uma jornada de consumo que integra produto, alimentação e experiência, TFC Food & Market expandiu para 12 unidades integradas ao ecossistema, de acordo com o Tracanella, CEO da Track&Field, a lógica é trazer o cliente para outros propósitos para dentro da loja, aumentando frequência (Neofeed, 2023).

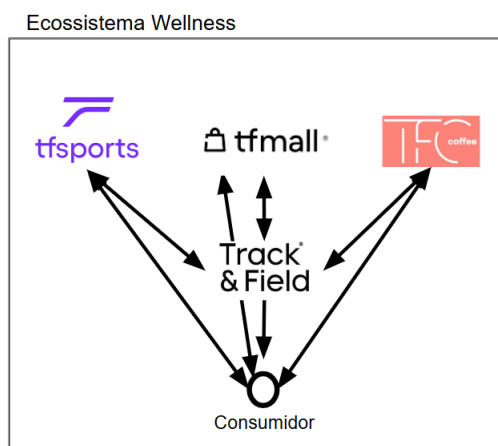
Ao analisar a trajetória recente, percebe-se que a Track & Field consolidou um ecossistema de *wellness*, no qual cada unidade de negócio desempenha um papel específico: as lojas físicas e o e-commerce atuam como canais de varejo ; a TFSports gera engajamento e dados de comportamento; o TFmall e o TFC Food & Market expandem as fronteiras de oferta de produtos complementares; e a marca funciona como elo central de toda a cadeia. Essa estrutura diversifica as fontes de receita, e aumenta o CLV, alvo principal do ecossistema Track & Field, conforme mencionado na apresentação de resultados do quarto trimestre de 2024 (Track&Field, 2024).

4.3.1 Classificação e objetivo do ecossistema

A trajetória recente da Track&Field evidencia a consolidação de um ecossistema bilateral de negócios, conforme a tipologia proposta por Urmetzer, Neely e Martinez (2017). Diferentemente do Grupo SBF, principal comparável varejista brasileiro que busca um ecossistema de esportes, ambos tentam criar uma lógica de audiência e comunidade promovendo eventos. No entanto, o Grupo SBF parte da aquisição de empresas externas, incorporando companhias já maduras que aplicam valor no principal (*commodity supply*), enquanto a Track&Field construiu internamente as suas frentes adjacentes de atuação, de forma orgânica e orientada à geração de valor para o seu varejo principal. Nesse sentido, o núcleo do ecossistema, formado pelas operações de varejo físico e digital, é simultaneamente alimentado e retroalimentado pelas unidades periféricas, como a TFSports, o TFmall e o TFC Food & Market, estabelecendo uma relação de criação de valor mútua e coordenada.

A lógica que sustenta essa estrutura é a de um sistema no qual as fronteiras entre o varejo e os serviços se tornam progressivamente mais tênues. A TFSports amplia o engajamento e gera dados comportamentais sobre o público. O TFmall e o TFC Food & Market expandem o relacionamento e o *share of wallet* dos consumidores (Bloomberg Linea, 2025). O varejo, por sua vez, fornece a base de tráfego e visibilidade que sustenta o crescimento das demais frentes. Assim, a Track&Field exemplifica um ecossistema bilateral em maturação, em que a retroalimentação entre o núcleo e as unidades adjacentes é intencional e planejada, com cada frente desempenhando papel específico no fortalecimento do todo.

Figura 12 – Ecossistema Wellness Track&Field



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Urmetzer, Neely e Martinez (2017).

De acordo com a estrutura proposta pela McKinsey & Company (2022), sobre a progressão dos ecossistemas de varejo, a Track & Field se encontra no segundo estágio de maturidade, denominado *New Services*. Após consolidar sua base *omnichannel*, que integra lojas próprias, franquias e *e-commerce* com iniciativas como *ship from store* e vitrine infinita, a companhia passou a expandir sua atuação para serviços adjacentes ao varejo, oferecendo experiências e produtos que extrapolam a venda tradicional. Essa expansão se materializa na plataforma TFSports, que conecta a marca a uma comunidade, criando oportunidades de recorrência, engajamento e fidelização. Também no marketplace TFMall, que integra marcas premium selecionadas sob curadoria da Track&Field, e no TFC Food & Market, voltado à nutrição, suplementação e produtos saudáveis, vendidos na loja para aumentar frequência de compra do varejo.

No estágio atual, a estratégia da Track & Field está diretamente orientada ao aumento do CLV e à redução do CAC. As iniciativas de *social selling*, o crescimento da base digital e o fortalecimento da TFSports permitem elevar a frequência e o valor médio das compras, ampliando a retenção e a recorrência do cliente dentro do ecossistema. Ao mesmo tempo, a criação de uma comunidade ativa e engajada reduz a dependência de campanhas pagas e investimentos em aquisição, gerando eficiência comercial e sustentando a rentabilidade do varejo principal. O resultado é um ciclo de fidelização em que cada interação amplia o valor do cliente para a empresa e diminui o custo marginal de atração de novos consumidores.

Essas iniciativas consolidam o estágio de *New Services*, ao ampliar o relacionamento com o cliente e a oferta de valor, criando as condições para a transição

aos estágios seguintes descritos pela McKinsey (2022). O terceiro estágio, *Asset Development*, prevê o uso do volume de dados e conhecimento adquirido para desenvolver novas capacidades de inteligência de mercado, curadoria de consumo e personalização de experiência. O quarto estágio, *Ecosystem Monetization*, projeta a possibilidade de monetizar a base de dados e parcerias B2B, oferecendo informações de consumo e comportamento para as marcas que participam do TFMall e do TFC Food & Market, transformando o ativo de informação em fonte direta de receita. Ainda não há evidências diretas nos releases corporativos de que a empresa esteja avançando para essas etapas, mas a observação dessas fases como projeção teórica é relevante para compreender a trajetória provável do ecossistema.

4.4 ANÁLISE FINANCEIRA

A análise financeira tem como objetivo examinar o desempenho histórico da Track&Field entre 2017 e 2024, período que compreende a consolidação do modelo de negócios e o ciclo mais recente de expansão da companhia. As informações tornam-se mais detalhadas a partir de 2020, ano de abertura de capital (IPO), quando a empresa passou a divulgar dados completos em seus relatórios e demonstrações financeiras, os dados foram obtidos da Central de Resultados da companhia. Essa etapa busca compreender a evolução operacional e a estrutura econômico-financeira da Track&Field, servindo de base para a definição das premissas e projeções utilizadas na avaliação por Fluxo de Caixa Descontado.

Serão analisados, de forma segmentada, os componentes de receita, despesa, rentabilidade e lucratividade, além dos investimentos e estrutura de endividamento. Essa decomposição é importante para observar o comportamento de crescimento, eficiência e alocação de capital, permitindo interpretar os resultados históricos e contextos, de forma a embasar a formulação das premissas que serão utilizadas nas projeções futuras do modelo de *valuation* a ser aplicado.

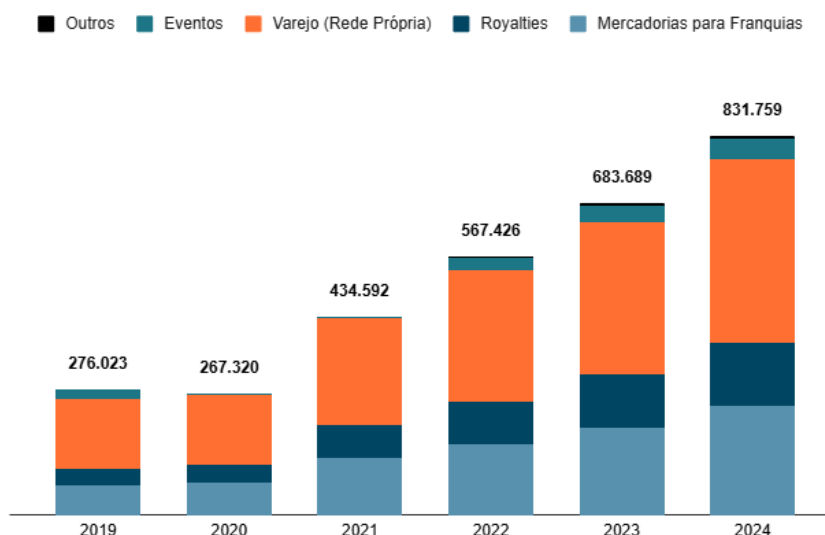
4.4.1 Análise de receitas

A análise de receitas é o passo inicial para compreender a evolução operacional da Track&Field e identificar quais frentes de negócio têm sustentado o crescimento da companhia nos últimos anos. A empresa apresenta cinco principais

fontes de receita: mercadorias para franqueados, *royalties*, varejo da rede própria, eventos (por meio da plataforma TFSports) e outros, sendo esta última categoria de baixa representatividade, inferior a 1% da receita líquida total. Essa estrutura reflete o modelo de negócio híbrido da companhia, que combina o varejo tradicional com iniciativas de bem-estar e experiências esportivas, consolidando um ecossistema de *wellness*.

Em 2024, a receita líquida consolidada atingiu R\$ 831,8 milhões, representando um crescimento de 21,7% em relação a 2023 (R\$ 683,7 milhões). Conforme analisado na Figura 13, ao longo dos últimos exercícios, a composição das receitas manteve-se relativamente estável entre as cinco frentes, com destaque para a retomada gradual da participação dos eventos e experiências após a pandemia e uma redução relativa da receita do varejo de rede própria. O fortalecimento das mercadorias destinadas a franquias está diretamente ligado à expansão da rede franqueada pós-IPO e ao consequente aumento na arrecadação de *royalties*. A Figura 13 ilustra a evolução da receita líquida por segmento entre 2019 e 2024, evidenciando o crescimento linear e a consolidação das frentes de negócios.

Figura 13 – Evolução Receita Líquida.



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025)

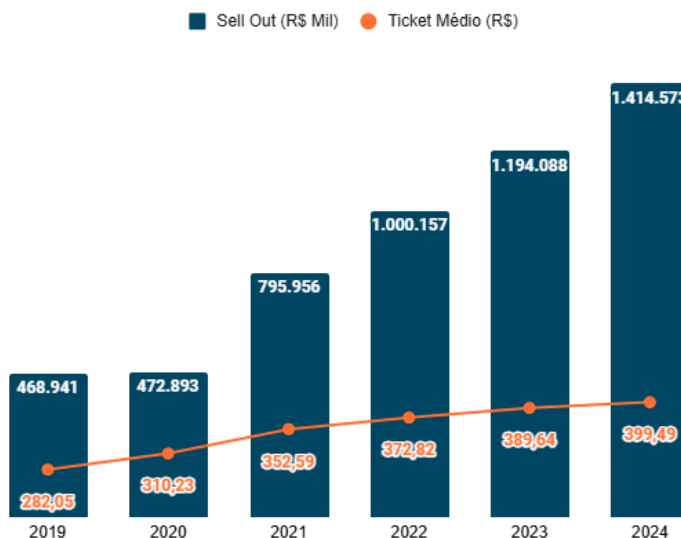
No que tange à dinâmica do varejo, o principal indicador de desempenho é o *sell-out*, métrica que representa o valor total vendido ao consumidor final, independentemente do canal de venda (loja própria, franquia ou e-commerce). Diferente da receita líquida, o *sell-out* reflete o valor efetivamente faturado na ponta,

sendo, portanto, uma proxy mais fiel da força comercial da marca. Desde o IPO em 2020, observa-se uma trajetória consistente de expansão: de R\$ 472,9 milhões em 2020 para R\$ 1,4 bilhão em 2024, o que representa um CAGR de aproximadamente 31% no período.

A análise anual demonstra marcos importantes. Em 2020, a pandemia impactou as lojas físicas, reduzindo temporariamente a receita líquida para R\$ 267 milhões, mas impulsionando as vendas digitais. Em 2021, com a reabertura das lojas e lançamento de novas linhas de produtos (como *beach tennis*, yoga e calçados esportivos), o *sell-out* avançou para R\$ 796 milhões (+68,3% YoY). O ano de 2022 marcou o retorno dos eventos presenciais e a consolidação da *omnichannel*, com *sell-out* de R\$ 1,0 bilhão, crescimento de 25,7% em relação a 2021. Já em 2023, o indicador atingiu R\$ 1,2 bilhão, impulsionado pela performance das lojas reformadas e pela expansão do *ship from store*, modelo que faturou 78,5% das vendas digitais através de lojas físicas. Finalmente, em 2024, o *sell-out* totalizou R\$ 1,4 bilhão, um avanço de 18,5%, refletindo a maturidade do modelo de franquias, a revitalização das lojas e maior tráfego nas lojas por conta dos eventos da TFSports.

A Figura 14, apresenta a evolução do *sell-out* ao longo dos anos, em conjunto com o *ticket* médio, que variou de R\$ 282,05 em 2019 para R\$ 399,49 em 2024. Apesar do crescimento nominal, o aumento real do *ticket* médio foi modesto quando comparado à inflação acumulada do período, o que indica estabilidade no poder de precificação da marca e reforça que o principal vetor de expansão de receita tem sido o aumento do volume de transações e base de lojas, mais do que reajustes de preço.

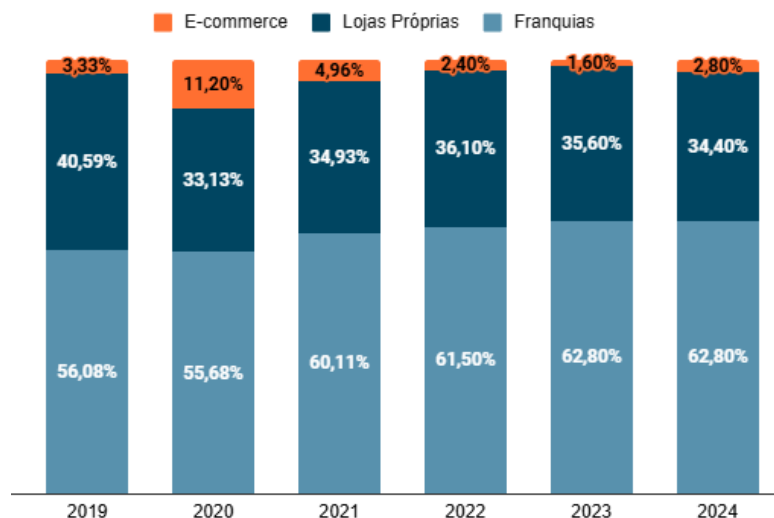
Figura 14 – Evolução Sell-out e Ticket Médio.



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

O desdobramento por canal revela a importância da diversificação de lojas próprias, franquias e e-commerce compõem o núcleo das vendas. Conforme a Figura 15, as franquias mantêm-se como o principal canal de distribuição, sustentando cerca de 62% do *sell-out* total. O *e-commerce*, apesar de sua menor representatividade (9,1% do total em 2024), apresentou crescimento em receita dentro da estrutura *omnichannel* da Track&Field. Esse avanço decorre de investimentos contínuos em integração logística, com 69,2% das vendas online faturadas a partir de lojas físicas e da implementação da vitrine infinita, iniciativas que buscam a integração dos canais.

Figura 15 – Representatividade na Receita Varejo



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

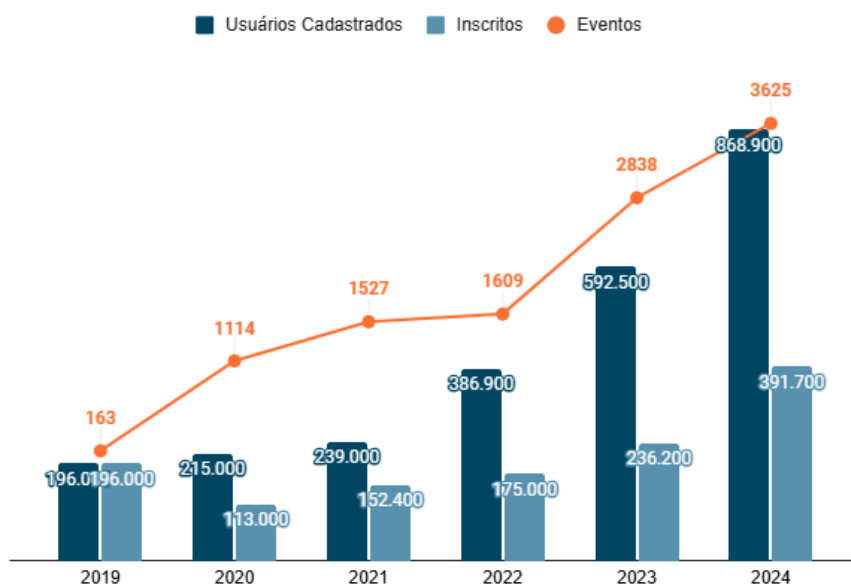
4.4.1.1 TFSports

Outro ponto importante dentro da receita líquida é a linha dos eventos, que vem crescendo de forma consistente nos últimos anos e consolidando-se como uma das frentes relevantes da Track&Field. Em 2019, essa linha representava aproximadamente 7% da receita líquida, o que equivalia a R\$ 21 milhões. Após o impacto da pandemia, a participação reduziu-se de forma significativa, retomando apenas em 2022, quando atingiu 4,66% da receita líquida. Em 2024, essa frente alcançou 5,57%, equivalente a R\$ 47,5 milhões em receita líquida. Esse movimento evidencia uma retomada gradual e sustentável dessa fonte de receita, alinhada à expansão da plataforma TFSports.

Durante o período da pandemia 2020/2021, a Track&Field utilizou a TFSports como canal de engajamento, promovendo eventos online e aulas gravadas, o que permitiu manter a conexão com o público mesmo em um cenário sem geração relevante de receita. A plataforma passou a ser um dos pilares do ecossistema da marca, com uma estratégia voltada à ampliação da base de usuários e à fidelização de clientes, em vez de foco exclusivo na monetização direta por evento.

A Figura 16 mostra a evolução do número de usuários cadastrados, inscritos e eventos realizados entre 2019 e 2024. Nesse período, a base de usuários cresceu de forma exponencial, passando de 163 eventos em 2019 para 3.625 eventos em 2024, acompanhada por um aumento significativo de inscritos, que chegaram a 391,7 mil no último ano. Em 2019, o número de usuários e inscritos era praticamente o mesmo, já que a plataforma ainda se restringia a inscrições para eventos presenciais. Com a ampliação de funcionalidades e a oferta de aulas digitais a partir de 2020, a TFSports passou a operar como uma plataforma de experiência contínua, voltada à construção de relacionamento e engajamento.

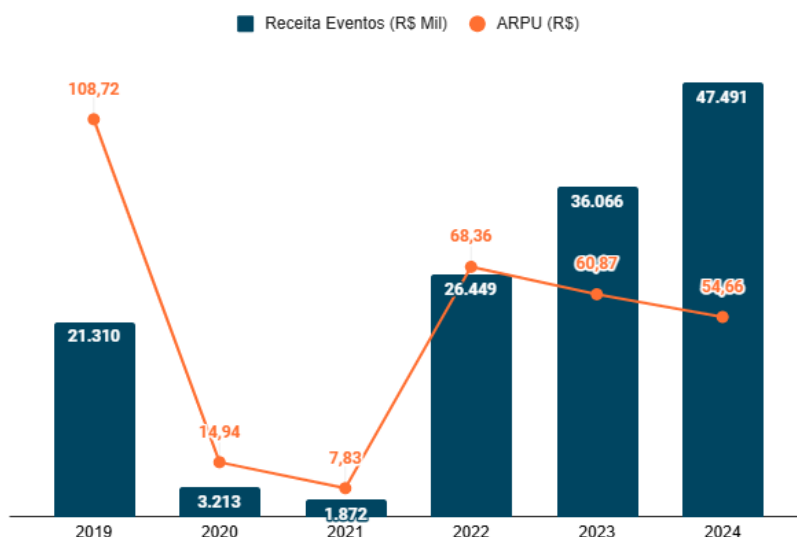
Figura 16 – Dados TF Sports.



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

A receita de eventos acompanhou essa evolução. A Figura 17 evidencia o aumento gradual dessa linha, que passou de R\$ 21 milhões em 2019 para R\$ 47,5 milhões em 2024. Nesse mesmo período, o indicador de ARPU (*Average Revenue per User*) estabilizou-se em torno de R\$ 60, valor inferior ao registrado antes da pandemia, quando a base era menor e composta principalmente por eventos pagos. Essa redução, entretanto, reflete uma mudança estratégica de foco, de monetização pontual para aumento do CLV e impacto no varejo

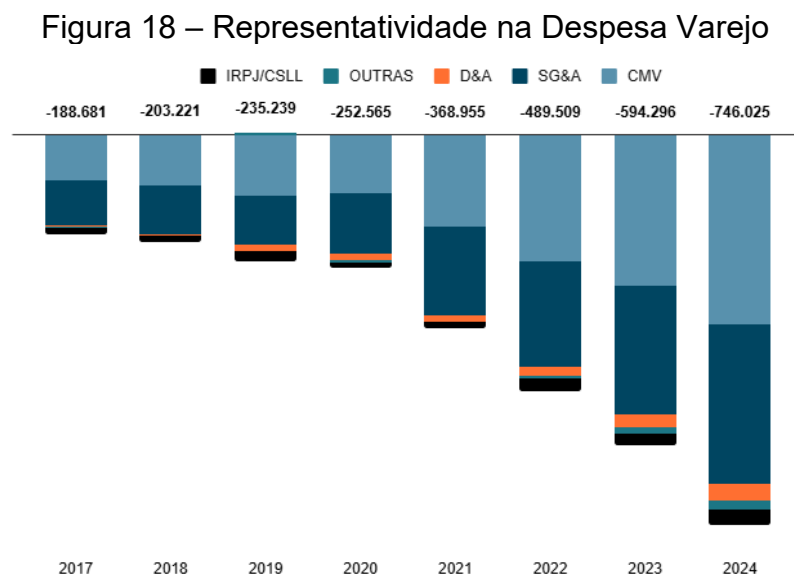
Figura 17 – Receita TF Sports.



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

4.4.2 Análise de despesas

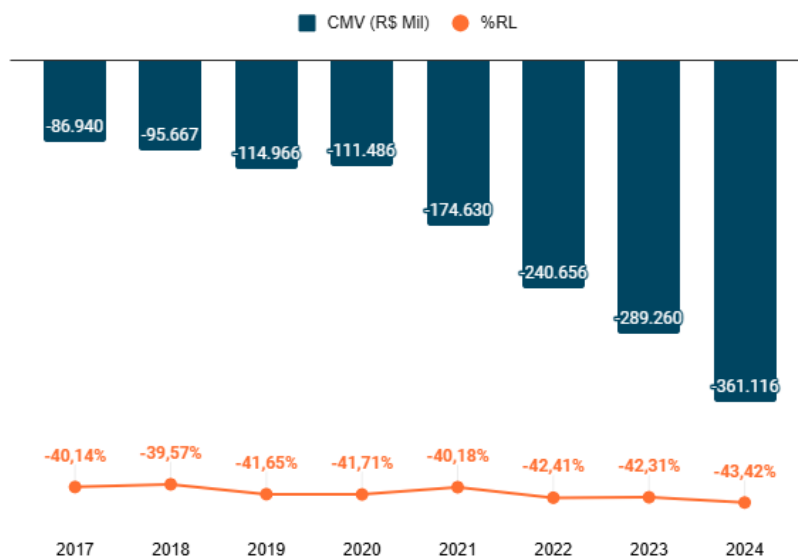
As principais linhas de despesa da Track&Field e de empresas no geral são: Custo de Mercadorias Vendidas (CMV), Despesas com Vendas (SG&A), Despesas Gerais e Administrativas (G&A), Depreciação e Amortização (D&A), Outras Despesas e Imposto de Renda. Como ilustrado na Figura 18, historicamente as duas primeiras representam as parcelas mais significativas do total, mantendo proporções relativamente estáveis ao longo dos anos.



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

O Custo de Mercadorias Vendidas comparado à receita líquida, ilustrado na Figura 19, oscilou dentro de uma faixa estreita entre 40% e 43% desde o IPO. Em 2020, o CMV representava 41,7% da receita líquida, percentual que caiu para 40% em 2021, antes de retomar o patamar de 42,1% em 2023 e 43,4% em 2024. Essa estabilidade demonstra a manutenção do nível de eficiência na cadeia de suprimentos, mesmo diante da expansão de canais digitais e do aumento do volume de lojas. As variações pontuais refletem ajustes de precificação e pressões inflacionárias no custo dos insumos, compensadas por ganhos de produtividade e melhor negociação com fornecedores.

Figura 19 – CMV e %RL



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

Nas Despesas Operacionais (SG&A), observa-se um movimento mais expressivo de diluição ao longo do tempo. Antes da pandemia, o indicador representava em média 38% da receita líquida, caindo para cerca de 36% após 2020, e estabilizando-se nesse nível nos exercícios seguintes.

Tabela 2 – Histórico SG&A.

RECEITAS (DESPESAS) OPERACIONAIS - SG&A	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
SG&A - Despesas com Vendas	(53.088)	(52.901)	(60.923)	(66.103)	(93.743)	(115.106)	(133.784)	(162.030)
%RL	-24,5%	-21,9%	-22,1%	-24,7%	-21,6%	-20,3%	-19,6%	-19,5%
SG&A - Despesas Gerais e Administrativas	(26.728)	(36.965)	(52.177)	(49.357)	(76.271)	(90.279)	(114.037)	(148.145)
%RL	-12,3%	-15,3%	-18,9%	-18,5%	-17,6%	-15,9%	-16,7%	-17,8%
SG&A - Outras Receitas (Despesas) Operacionais	(5.856)	(4.548)	17.997	91	420	3.833	2.105	3.738
%RL	-2,7%	-1,9%	6,5%	0,0%	0,1%	0,7%	0,3%	0,4%

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

Dentro do grupo de SG&A, as Despesas com Vendas em 2019, giravam em torno de 22% a 23% da receita líquida, recuando para uma média de 20% a 21% nos últimos anos. Um dos pontos que pode ter relação com isso é à maior integração

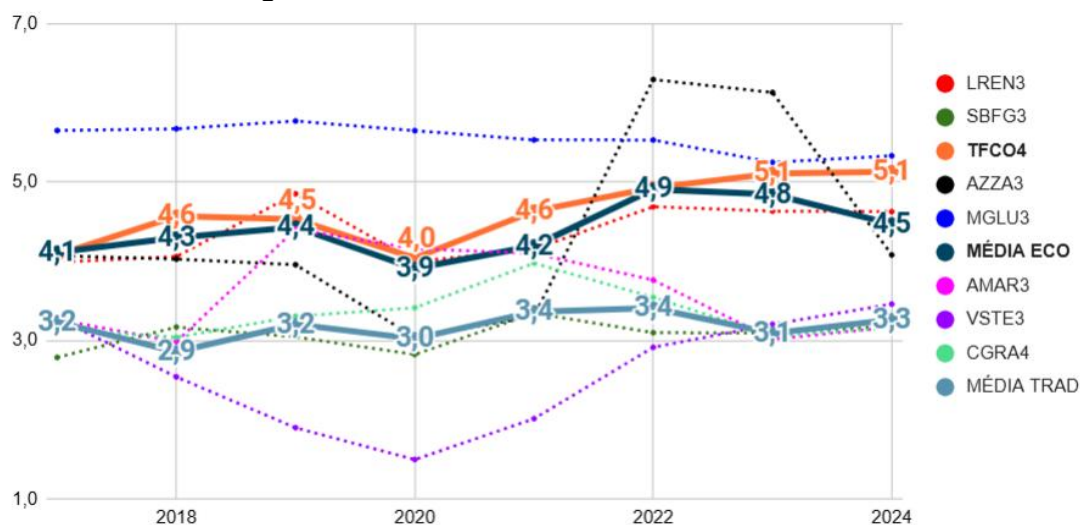
digital e à eficiência no processo de captação e retenção de clientes, pelo ecossistema de wellness criado pela marca. O aumento das vendas *omnichannel* e o modelo *ship from store* também contribuíram para a redistribuição de custos logísticos entre e-commerce e lojas físicas, reduzindo o peso relativo dessas despesas. As Despesas Gerais e Administrativas mantiveram-se em patamar estável, com porcentagens próximas em relação à receita ao longo do tempo

4.4.3 Análise de eficiência comercial

A análise de eficiência comercial é um indicador da capacidade de uma companhia transformar despesas de venda em geração de receita. No caso da Track&Field, essa métrica ganha relevância estratégica por criar uma percepção do impacto das iniciativas do seu ecossistema sobre a produtividade comercial. Durante a etapa de avaliação do ecossistema, destacou-se o custo de aquisição de clientes como uma das principais metas. Assim, acompanhar a razão entre receita líquida e despesas com vendas pode ser um instrumento para observar se essa estratégia tem de fato se traduzido em ganhos de eficiência.

Historicamente, os dados extraídos das demonstrações financeiras da Track&Field (DFP 2019–2024) mostram uma tendência de melhoria progressiva dessa eficiência. Após o IPO, o crescimento da receita tem superado a expansão das despesas com vendas, sugerindo maior diluição dos custos comerciais e ganho de escala operacional. Esse movimento indica que o ecossistema Track&Field tem contribuído para otimizar o gasto comercial por unidade de receita gerada, reforçando a coerência entre a estratégia da companhia e os indicadores financeiros.

Figura 20 – Benchmark Eficiência Comercial



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado nos *Releases* das empresas mencionadas.

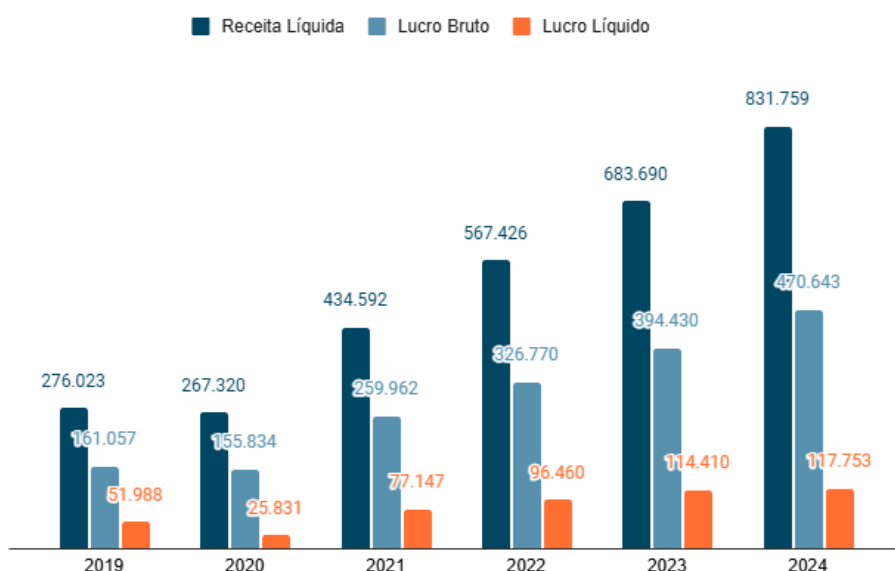
Quando comparada ao setor, a Track&Field se destaca entre as empresas que publicamente operam sob o modelo de ecossistema como Renner, Arezzo&Co, Grupo SBF e Magazine Luiza e supera, em média, as varejistas de perfil tradicional, consideradas as que não explicitam ecossistema, como Grupo Graziotin, Veste e Marisa. Essa diferença é perceptível na média setorial da relação Receita/Despesa com Vendas, em que os ecossistemas apresentam índices mais altos. Mesmo no grupo de ecossistemas, a Track&Field se sobressai, indicando que seu modelo de negócios tem conseguido gerar crescimento orgânico com menor pressão sobre despesas de vendas, em contraste com o Grupo SBF, principal comparável brasileiro, cujo indicador permanece estagnado ao longo dos anos.

4.4.4 Análise de rentabilidade e lucratividade

A trajetória de rentabilidade e lucratividade da Track&Field entre 2019 e 2024 revela uma companhia financeiramente sólida, capaz de sustentar margens elevadas e retornos consistentes mesmo em períodos de forte expansão e aumento de investimentos. Os resultados evidenciam a maturidade do modelo de negócios da empresa, sustentado pelo posicionamento premium, pela gestão eficiente de custos e pela integração bem-sucedida entre varejo próprio, franquias, ecommerce e ecossistema.

A análise dos resultados absolutos mostra um crescimento expressivo da receita e dos lucros ao longo do período. A receita líquida passou de R\$ 218 milhões em 2019 para R\$ 831,8 milhões em 2024, um aumento de 281%, com taxa média anual de crescimento superior a 30%. O lucro bruto acompanhou esse movimento, subindo de R\$ 116,2 milhões para R\$ 470,6 milhões, representando um avanço de 305% em cinco anos. Já o lucro líquido teve a expansão mais acentuada, saindo de R\$ 23,4 milhões em 2019 e atingindo R\$ 125,7 milhões em 2024, mesmo após o impacto negativo da pandemia em 2020, quando o lucro caiu 50%.

Figura 21 – Evolução lucro líquido T&F



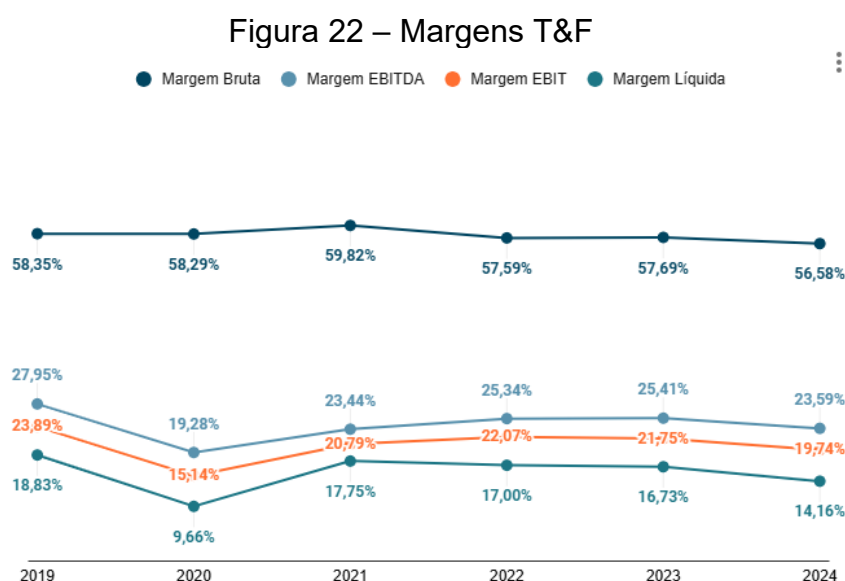
Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

As margens operacionais na Figura 22 reforçam o perfil de rentabilidade consistente da companhia, o nível médio de 58% ao longo de seis anos sem muita variação. Referente a margem EBITDA em 2019, registrava 27,95%, reduzindo-se para 19,28% em 2020 em decorrência do fechamento temporário de lojas e da menor diluição dos custos fixos. A retomada das operações elevou o índice para 23,44% em 2021 e 25,34% em 2022, com ganhos de eficiência e controle de despesas. Em 2023, manteve-se praticamente estável em 25,41%, sinalizando maturidade operacional, e em 2024 apresentou leve queda para 23,59%, em função da aceleração dos investimentos em *marketing*, tecnologia e na plataforma TFSports, investimento que passou a representar 3,4% da receita líquida, ante 1,1% no ano anterior. Apesar dessa

retração, a média de 24,9% entre 2021 e 2024 demonstra capacidade de geração de caixa operacional.

A margem EBIT após atingir 23,89% em 2019, caiu para 15,14% em 2020, em linha com a contração de receita durante a pandemia. Com a retomada, o índice avançou para 20,79% em 2021 e atingiu o pico de 22,07% em 2022, impulsionado pelo aumento de vendas e pela diluição de despesas fixas. Em 2023, manteve-se em 21,75% e recuou levemente para 19,74% em 2024, influenciada pelo aumento da depreciação em virtude da expansão física e modernização de lojas.

Em 2019 a margem líquida foi de 18,83%, reduzindo-se para 9,66% em 2020 em função da queda de receita e da absorção de custos fixos da pandemia. Com a recuperação das vendas, o lucro líquido voltou a crescer e a margem atingiu 17,75% em 2021, permanecendo estável nos anos seguintes, 17,00% em 2022 e 16,73% em 2023. Em 2024, houve redução para 14,16%, impactada por dois fatores principais: o aumento da depreciação decorrente de inaugurações e reformas e investimentos, mesmo assim, o lucro líquido total cresceu 4,1% no ano.

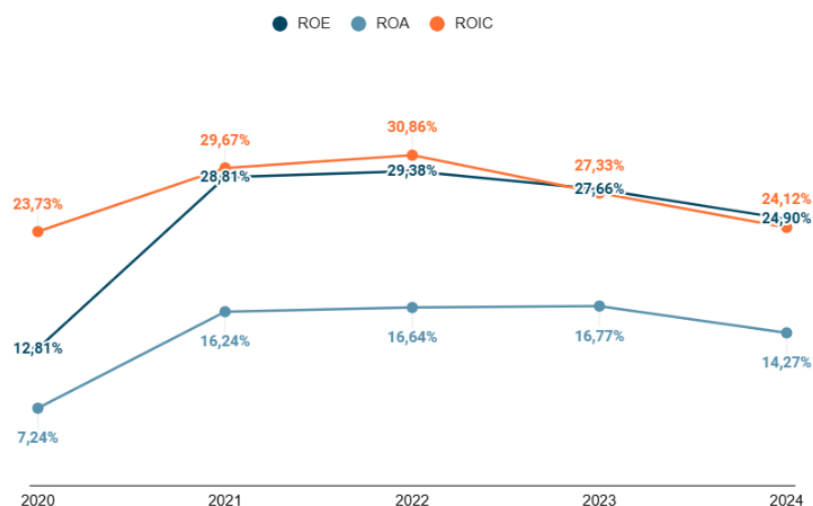


Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

Os indicadores de retorno ROE, ROA e ROIC ilustrados na Figura 23 foram usados para ajudar na análise. O ROE (*Return on Equity*) passou de 12,81% em 2020, impactado pela pandemia, para 28,81% em 2021 e 29,38% em 2022, refletindo o forte crescimento do lucro líquido. Nos dois anos seguintes, ajustou-se levemente para 27,66% em 2023 e 24,90% em 2024, acompanhando a queda pontual da margem

líquida e o aumento das despesas não caixa, sem perda de rentabilidade estrutural. O ROA (*Return on Assets*) variou de 7,24% em e permanecendo estável em 16% em 2021 a 2023, caindo para 14,27% em 2024. O padrão exceto pandemia significa que a companhia soube utilizar de forma eficiente os ativos investidos, mantendo o giro em níveis adequados mesmo com aumento do capital empregado.

Figura 23 – Indicadores de Retorno T&F



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

O ROIC (*Return on Invested Capital*) se destacou como o indicador mais relevante do período. Após registrar 23,73% em 2020, subiu para 29,67% em 2021, alcançou o pico de 30,86% em 2022 e abaixou para 27% e 24% em 2023 e 2024 respectivamente. O desempenho evidencia que o retorno operacional líquido após impostos (NOPAT) supera amplamente o custo médio ponderado de capital (WACC) da companhia, estimado entre 17,15% (Alphaspread, 2025), confirmando geração de valor econômico.

No conjunto, o período de 2019 a 2024 confirma que a Track&Field é uma operação financeiramente robusta e madura. A companhia conseguiu crescer mais de três vezes em receita e mais de quatro vezes em lucro líquido, preservando margens e retornos superiores à média do setor. As margens médias de 58,1% (bruta), 24,2% (EBITDA), 20,6% (EBIT) e 15,4% (líquida), combinadas com um ROIC médio de 27%, com essas informações, pode se concluir que é a T&F está conseguindo ser negócio eficiente e de alta geração de caixa.

4.4.5 Análise de investimento e endividamento

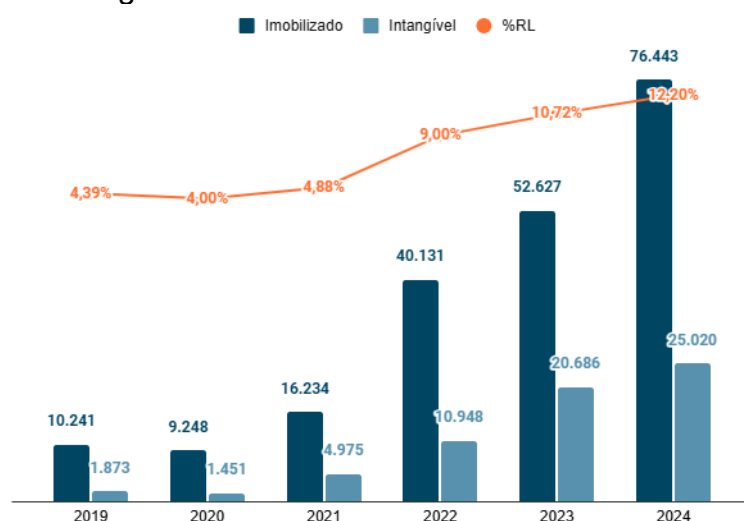
Entre 2019 e 2021, os investimentos da Track&Field mantiveram-se em um patamar médio de 4% da receita líquida, concentrados principalmente em imobilizado. Em 2019, o total investido foi de R\$ 12,1 milhões, sendo R\$ 10,2 milhões em imobilizado e R\$ 1,9 milhão em intangível. Em 2020, mesmo com o impacto da pandemia, o investimento totalizou R\$ 9,2 milhões (4,0% da receita líquida), com destaque para a abertura de 35 novas lojas. Em 2021, o volume aplicado aumentou para R\$ 21,2 milhões, sendo R\$ 16,2 milhões em imobilizado e R\$ 5,0 milhões em intangível, equivalente a 4,9% da receita líquida. Nesse ano, foram 39 novas lojas inauguradas, indicando continuidade do plano de expansão física.

A partir de 2022, os investimentos cresceram de forma mais acentuada. O total aplicado foi de R\$ 51,1 milhões, equivalente a 9,0% da receita líquida, com R\$ 40,1 milhões destinados ao imobilizado e R\$ 10,9 milhões ao intangível. No período, os aportes em tecnologia e digitalização começaram a ganhar peso, com o início dos investimentos na plataforma TFSports e atualizações do e-commerce.

Em 2023, o investimento total aumentou para R\$ 73,3 milhões (10,7% da receita líquida), sendo R\$ 52,6 milhões em imobilizado e R\$ 20,7 milhões em intangível. O aumento está associado à reforma de 21 lojas e inauguração de 32 novas unidades, além da ampliação do investimento em software e infraestrutura digital.

O ciclo de investimentos indicado na Figura 24 atingiu o ponto mais alto em 2024, quando o total aplicado somou R\$ 101,5 milhões, correspondendo a 12,2% da receita líquida. O imobilizado foi de R\$ 76,4 milhões, influenciado pela reforma de 43 lojas e inauguração de 41 novas unidades, enquanto o intangível totalizou R\$ 25,0 milhões, direcionado principalmente ao desenvolvimento e manutenção da TFSports, que representou 3,4% da receita líquida do ano.

Figura 24 – Investimentos e %RL na T&F

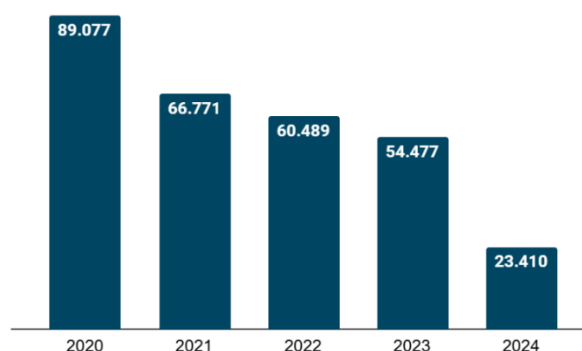


Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

Em relação ao endividamento, a Track&Field manteve dívida líquida negativa durante todo o período analisado, a companhia se destaca por esse foco em não gerar dívida. Desde 2020, a companhia não possui passivos financeiros relevantes e tem financiado integralmente seus investimentos por meio de recursos próprios. O caixa equivalente apresentado na Figura 25 teve trajetória de redução gradual, passando de R\$ 89,1 milhões em 2020 para R\$ 66,8 milhões em 2021, R\$ 60,5 milhões em 2022, R\$ 54,5 milhões em 2023 e R\$ 23,4 milhões em 2024.

Essa diminuição reflete o uso do caixa para reformas e inaugurações de lojas, desenvolvimento da TFSports e recompras de ações, conforme reportado nos documentos da companhia. Mesmo com a redução da posição de caixa, a empresa manteve liquidez positiva, sem recorrer a endividamento bancário ou emissão de dívida.

Figura 25 – Caixa Equivalente(R\$ mil)



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

O conjunto das informações indica um crescimento sustentado com baixo risco financeiro. Entre 2019 e 2024, a companhia investiu de forma crescente especialmente a partir de 2022, aumentando sua base de ativos fixos e intangíveis, sem alavancagem. O aumento do imobilizado reflete a modernização e expansão da rede física, junto com a TFC Food&Market, enquanto o crescimento do intangível está diretamente relacionado aos investimentos na plataforma TFSports. A ausência de dívida líquida e a utilização do caixa para financiar o ciclo de expansão caracterizam uma política de capital conservadora e autossuficiente.

5 MODELO FCD AJUSTADO AO ECOSSISTEMA DA TRACK&FIELD

Conforme descrito na metodologia, a avaliação econômica será conduzida por meio de dois modelos de fluxo de caixa descontado: o Modelo A, de estrutura tradicional, e o Modelo B, que incorpora ajustes para capturar os efeitos econômicos associados ao ecossistema de negócios da Track&Field. A diferenciação parte da premissa de que, embora o FCD convencional seja adequado para empresas com fluxos de caixa estáveis, tende a subestimar o potencial de geração de valor quando há ativos intangíveis ligados aos efeitos de rede em desenvolvimento como no caso do ecossistema de *wellness* da companhia.

A plataforma TFSports constitui o principal vetor da estratégia de ecossistema da Track&Field. Essa unidade, voltada à realização de eventos esportivos e experiências, funciona como instrumento de engajamento e fidelização, fortalecendo a conexão entre consumidores e a marca. A TFC Food & Market, com proposta de aumentar a frequência de visitas às lojas por meio de produtos complementares de bem-estar, reforça esse efeito. Ambas as iniciativas geram externalidades positivas sobre o varejo principal, ampliando retenção, frequência de compra e aquisição de novos clientes. O Modelo B busca mensurar financeiramente esses efeitos, traduzindo em projeções os impactos do engajamento da comunidade sobre a receita e a eficiência operacional.

O Modelo A segue a estrutura tradicional do FCD, com projeções baseadas na evolução histórica e em premissas consistentes com os resultados recentes. O Modelo B mantém a base incluindo as premissas de CAPEX, capital de giro e horizonte de projeção até 2030, mas introduz ajustes nas linhas de receita e despesas com vendas, refletindo os efeitos de longo prazo do impacto da TFSports e TFC Food & Market sobre o varejo.

Durante a etapa de análise do ecossistema de negócios da Track&Field (Seção 4.3), verificou-se que os principais objetivos estratégicos do modelo estão relacionados ao aumento do *Customer Lifetime Value* e à redução do *Customer Acquisition Cost*, refletindo a busca por maior eficiência na relação entre ambos os indicadores. O ecossistema proposto pela companhia centrado na recorrência e frequência de consumo .

Com base nesses achados, o modelo econômico desenvolvido neste trabalho incorpora tais premissas por meio de um ajuste no FCD tradicional, busca colocar o

impacto do aumento do CLV e da eficiência do CAC sobre as projeções de receitas e despesas com vendas. O Modelo B, portanto, busca refletir numericamente o mesmo objetivo estratégico identificado na análise do ecossistema, internalizando nas projeções associados à retenção e a frequência de compra da base de clientes.

De acordo com Torkar (2025), a utilização combinada dos indicadores CLV e CAC constitui uma forma numérica lógica de adequar o FCD ao propósito econômico da empresa. Ao estimar e incorporar essas variáveis às projeções financeiras, o modelo traduz, de maneira consistente, o objetivo estratégico do negócio em termos de geração de valor futuro. Para o cálculo do CLV foi utilizado a fórmula 14 trazida na fundamentação teórica, sem a taxa de desconto no denominador, uma vez que esse desconto será aplicado ao final do modelo do *valuation*.

Assim, o modelo proposto conecta diretamente as variáveis financeiras às metas do ecossistema Track&Field, permitindo capturar o valor ainda intangível, fora das linhas de receita, criado pela projeção de maior retenção, frequência de compra e pela eficiência de aquisição de clientes, elementos que, de outra forma, não seriam plenamente refletidos em um FCD convencional.

5.1 PROJEÇÃO DE RECEITAS

A projeção de receita representa a etapa inicial do modelo de *valuation* pelo DFC, uma vez que dela derivam as principais variáveis projetadas como despesas operacionais, investimentos e margens. No caso da Track&Field, a estrutura de receitas é composta por três linhas principais: Varejo, Eventos e Outros. Assim, a Receita Líquida Total pode ser expressa pela seguinte relação:

$$Receita\ Líquida\ Total = Receita\ Varejo + Receita\ Eventos + Receita\ Outros \quad (14)$$

Conforme descrito no modelo apresentado no tópico anterior, as simulações dos cenários A e B serão diferenciadas pela variação da receita líquida de varejo, que está diretamente associada ao aumento do número de compras por cliente, impulsionado pelo objetivo de crescimento do *Lifetime Value*.

5.1.1 Receita varejo

A receita de varejo é proporcional ao *sell out* total da companhia, que representa a visão consolidada do volume efetivamente faturado das vendas ao consumidor final. A partir dessa métrica, obtém-se a receita líquida do varejo, considerando a margem de conversão entre o *sell out* e a receita líquida reportada, identificada a partir das demonstrações financeiras da Track&Field.

$$\text{Receita de Varejo} = \text{Margem Receita} \times \text{Sell Out} \quad (15)$$

O *sell out*, por sua vez, é resultado do produto entre o ticket médio e o número de compras realizadas pelos clientes da companhia:

$$\text{Sell Out} = \text{Ticket Médio} \times \text{Número de Compras} \quad (16)$$

A projeção da receita de varejo é construída a partir da evolução do ticket médio e do número de compras. Inicialmente, calculou-se o crescimento real histórico do ticket médio, considerando o impacto da inflação em cada exercício, utilizando-se dos dados trazidos no tópico 4.2.1. Esse procedimento tem como objetivo isolar o ganho efetivo de valor e compreender se o crescimento nominal reflete uma melhora real de desempenho ou apenas uma correção monetária. A evolução do ticket médio pode ser visualizada Tabela 3.

$$\text{Crescimento Real} = (1 + \text{IPCA}) / (1 + \text{Crescimento Nominal}) - 1 \quad (17)$$

Tabela 3 – Histórico de Crescimento do Ticket Médio

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ticket Médio (R\$)	282,1	310,2	352,6	372,8	389,6	399,5
% Crescimento Nominal		9,99%	13,65%	5,74%	4,51%	2,53%
IPCA	4,31%	4,52%	10,06%	5,79%	4,62%	4,83%
% Crescimento Real		5,23%	3,27%	-0,05%	-0,10%	-2,20%

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025) e IPEA 2023.

Observa-se que, nos anos de 2022 e 2023, o crescimento do ticket médio da Track&Field permaneceu praticamente em linha com a inflação, indicando

estabilidade real nos preços praticados. Já em 2024, verificou-se um decréscimo real, sugerindo uma leve retração no poder de consumo do público-alvo.

A análise macroeconômica apresentada no tópico 4.2.1 anterior reforça essa tendência, apontando que, embora o cenário de inflação permaneça controlado nos próximos anos, o nível de confiança do consumidor segue em recuperação gradual, o que ainda limita o avanço do consumo real.

Adotou-se um crescimento real projetado negativo, calculado com base na média dos últimos três anos históricos, resultando em $-0,78\%$, evidenciado na Tabela 4. Esse valor foi combinado às projeções de inflação (IPCA) divulgadas pelo Relatório Focus (2025), de modo que o crescimento nominal do ticket médio para o horizonte de projeção foi determinado pela seguinte relação:

$$(1 + g_{nominal}) = (1 + g_{real}) \times (1 + \pi) \quad (18)$$

Onde:

$G_{nominal}$: representa a taxa de crescimento nominal;

g_{real} representa a taxa de crescimento real (ajustada pela inflação);

π representa a taxa de inflação esperada.

Tabela 4 – Projeção de Crescimento do Ticket Médio

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Ticket Médio (R\$)	415,4	434,1	451,9	469,6	487,1	505,2
% Crescimento Nominal	3,98%	3,50%	3,12%	2,92%	2,72%	2,72%
IPCA	4,80%	4,28%	3,90%	3,70%	3,50%	3,50%
% Crescimento Real	-0,78%	-0,78%	-0,78%	-0,78%	-0,78%	-0,78%

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Focus (2025).

Assim, o crescimento nominal incorpora tanto o componente inflacionário esperado quanto o ajuste real derivado das condições de consumo observadas, servindo de base para a projeção do ticket médio e, conseqüentemente, da receita de varejo nos cenários do modelo FCD.

5.1.1.1 Cálculo do número de compras e receita líquida do Cenário A

Após a definição do ticket médio, o componente necessário para determinar o *sell out* e, posteriormente, a receita de varejo é o número de compras realizadas. O histórico desse indicador foi analisado com base nos relatórios financeiros e operacionais da Track&Field, permitindo identificar o ritmo de crescimento observado nos últimos exercícios, que pode ser observado na Tabela 5.

Tabela 5 – Histórico Número de Compras T&F

	2020	2021	2022	2023	2024
Nº de Compras	1.524.330	2.257.455	2.682.681	3.064.593	3.540.947
% Crescimento	-8,32%	48,09%	18,84%	14,24%	15,54%

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

Ainda que o modelo siga uma estrutura tradicional de projeção, a expansão do ecossistema da companhia tende a influenciar o aumento do número de compras. Considerou-se, portanto, um crescimento de 16,21% para 2025, correspondente à média dos últimos três anos e nos exercícios seguintes, projetou-se acréscimo de 1 ponto percentual ao ano até 2027, refletindo a expectativa de continuidade das iniciativas de expansão e impacto do ecossistema. A partir de 2028, o crescimento foi mantido em 18,21% ao ano, representando uma maior estabilização no médio prazo.

Com o número de compras e o ticket médio projetados, calcula-se o *sell out* total pela multiplicação entre essas duas variáveis. Em seguida, aplica-se a média histórica da margem de conversão em receita, que desde 2019 é de 54,49%, para obter o valor estimado da receita líquida de varejo. As projeções de número de compras e de receita líquida podem ser visualizadas na Tabela 6.

Tabela 6 – Projeção Número de Compras e Receita Líquida Varejo T&F (A)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Sell Out Total (R\$ mil)	1.709.225	2.093.393	2.576.380	3.164.710	3.879.907	4.756.732
Receita Líquida	931.285	1.140.602	1.403.761	1.724.318	2.113.999	2.591.744
% Margem	54,49%	54,49%	54,49%	54,49%	54,49%	54,49%
Ticket Médio (R\$)	415,4	434,1	451,9	469,6	487,1	505,2
Nº de Compras	4.114.776	4.822.744	5.700.749	6.738.600	7.965.397	9.415.538
% Crescimento	16,21%	17,21%	18,21%	18,21%	18,21%	18,21%

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025)

5.1.1.2 Cálculo do número de compras e receita líquida do Cenário B

O cálculo do número de compras no Cenário B foi elaborado considerando o potencial do ecossistema Track&Field em elevar o *Lifetime Value*. A frequência de compra é um de suas variáveis obtida pela razão entre o número de compras e o número de clientes:

$$\text{Frequência de Compra} = \text{Número de Compras} / \text{Número de Clientes} \quad (19)$$

A Track&Field não divulga dados de retenção e frequência de compra por ser companhia de capital aberto, utilizou-se como base o dado reportado em 2020, que indicava aproximadamente 2,2 milhões de clientes ativos e relatórios de mercado para projeções. Segundo o Relatório X (Dito, 2019), a taxa média de retenção no varejo de moda brasileiro é de 20,9%, enquanto estudo da Loop Returns (2024), divulgado pela Retail Gazette (2025), identificou uma taxa de 23,2% no mercado britânico. Dada a proximidade entre esses benchmarks e com o objetivo de adotar uma projeção conservadora, considerou-se 20,9% como taxa de retenção inicial. A partir desse valor, o cálculo de clientes em 2021 considerou que, do total de 2,2 milhões de clientes, aproximadamente 459,8 mil permaneciam ativos no período.

O número de novos clientes foi estimado a partir da relação entre o número de compras e a frequência média de compra, variável que indica quantas transações, em média, cada cliente realiza no exercício. Na Tabela 7 é demonstrada essa relação. Dessa forma, ao dividir o número total de compras pela frequência média, obteve-se uma estimativa do total de clientes ativos, permitindo calcular o número de novos clientes pela diferença entre o total de clientes ao final e no início do período.

Tabela 7 – Histórico Frequência de Compra e Número de Clientes (EoP)

	2020	2021	2022	2023	2024
Frequência de Compra Ano		0,69	0,69	0,69	0,69
Taxa de Retenção		20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
# Clientes BoP		2.200.000	3.258.087	3.871.797	4.422.994
# Retenção		459.800	680.940	809.206	924.406
# Novos Clientes		2.798.287	3.190.857	3.613.789	4.186.090
Crescimento de Clientes			14,03%	13,25%	15,84%
# Clientes EoP	2.200.000	3.258.087	3.871.797	4.422.994	5.110.496
Número de Compras	1.524.330	2.257.455	2.682.681	3.064.593	3.540.947

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2020;2025) e Dito (2019).

Com base nesse método, obteve-se uma frequência média de compra de 0,69 em 2020, valor mantido junto com a retenção para os anos subsequentes como aproximação até 2024. Essa sequência permitiu a atualização do número total de clientes, servindo como referência para o início da projeção de 2025.

Para o horizonte de 2025 a 2027, projetou-se aumento gradual e conservador das taxas de retenção e da frequência de compra, seguido de estabilização a partir de 2028, acompanhando a tendência do Cenário A. A proposta desse aumento conservador é mostrar que mesmo com pequenos incrementos, haverá impacto do ecossistema no longo prazo.

O indicativo de crescimento dessas taxas pode ser baseada na integração de canais e no crescimento do engajamento digital, conforme indicado por Pereira *et al.* (2025), que relacionam o uso de dados e a personalização das interações à elevação dos índices de recompra e retenção. Para finalizar o cálculo, considerou-se a média de crescimento de novos clientes observada no período histórico como base para o primeiro ano projetado, ajustada de forma crescente até 2027 e depois estabilizada. Os resultados referentes às projeções citadas estão sintetizados na Tabela 8.

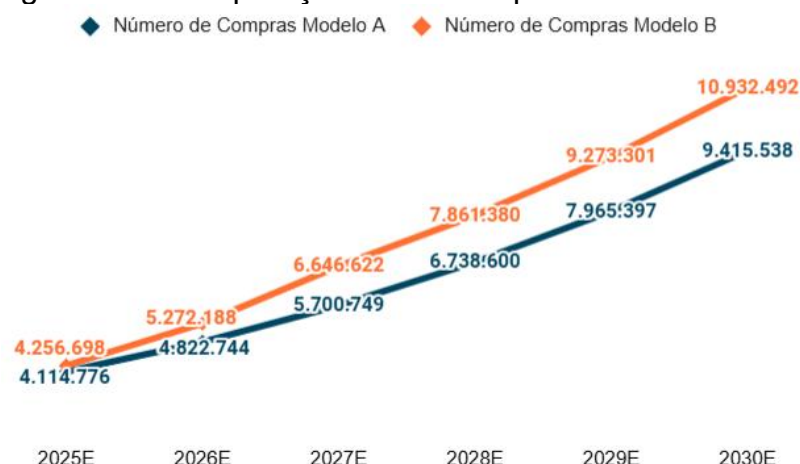
Tabela 8 – Projeção Frequência de Compra, Taxa de Retenção e Número de Clientes (EoP)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Frequência de Compra por Ano	0,72	0,76	0,8	0,8	0,8	0,8
Taxa de Retenção	22,0%	23,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%
# Clientes BoP	5.110.496	5.912.080	6.937.089	8.308.277	9.826.725	11.591.627
# Retenção	1.124.309	1.389.339	1.768.958	2.118.611	2.505.815	2.955.865
# Novos Clientes	4.787.771	5.547.751	6.539.319	7.708.114	9.085.812	10.709.750
Crescimento de Novos Clientes	14,37%	15,87%	17,87%	17,87%	17,87%	17,87%
# Clientes EoP	5.912.080	6.937.089	8.308.277	9.826.725	11.591.627	13.665.615
Número de Compras	4.256.698	5.272.188	6.646.622	7.861.380	9.273.301	10.932.492

Fonte: Elaborado pelo autor.

Assim, o número de compras foi projetado a partir da frequência de compra e do número de clientes. Com esse resultado, calculou-se o *sell out* total e, pela aplicação da média histórica de margem de receita de 54,49% observada desde 2019, obteve-se a estimativa da receita líquida de varejo. No Figura 26 é possível analisar as diferenças no número de compras total dos dois cenários.

Figura 26 – Comparação N° de Compras Modelos A vs. B



Fonte: Elaborado pelo autor.

O gráfico mostra o descolamento entre o número de clientes e o número de compras projetado entre 2025 e 2030. Esse comportamento ocorre devido ao aumento simultâneo das taxas de retenção e frequência de compra, que elevam a recorrência de consumo no varejo da Track&Field. A diferença entre as curvas reflete o impacto direto da expansão do ecossistema, que amplia a base ativa de clientes e a intensidade das compras totais ao longo do período. A tabela apresenta o detalhamento dessa evolução, evidenciando o aumento do número de clientes de 5,9 milhões para 13,6 milhões e do número de compras de 4,26 milhões para 10,93 milhões no modelo B.

O CLV, calculado pela fórmula 14 adaptada, em que margem é composta pela margem bruta somada à margem de receita (*sell out* para receita líquida), passa de R\$ 119,68 em 2025 para R\$ 169,33 em 2030, crescimento acumulado de 41%. Esse resultado demonstra que o ecossistema contribui para elevar o valor médio por cliente ao longo do tempo. O modelo A, por sua vez, não captura esse crescimento, pois não incorpora o efeito do ecossistema sobre a retenção de clientes e a frequência de compra. Assim, o modelo B (Tabela 9), que considera essas variáveis, apresenta receita de varejo 16% maior no último período.

Tabela 9 – Projeção CLV Modelo B

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Frequência de Compra por Ano	0,72	0,76	0,8	0,8	0,8	0,8
Taxa de Retenção	22,0%	23,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%
Margem Receita	54,49%	54,49%	54,49%	54,49%	54,49%	54,49%

Margem Bruta	57,29%	57,29%	57,29%	57,29%	57,29%	57,29%
Ticket Médio	415,4	434,1	451,9	469,6	487,1	505,2
CLV (R\$)	119,68	134,60	151,48	157,41	163,27	169,33

Fonte: Elaborado pelo autor

5.1.2 Receita eventos e outros

A projeção das receitas de Eventos e Outros foi elaborada com base no comportamento histórico dessas linhas no período de 2019 a 2024. No caso de Eventos, essa categoria representava cerca de 7,72% da receita líquida total em 2019. Após os efeitos da pandemia, a retomada das atividades resultou em uma recuperação gradual, com crescimento médio de 0,52 ponto percentual por ano na participação sobre a receita líquida entre 2023 e 2024.

Considerando que o segmento de eventos permanece como uma das frentes estratégicas da Track&Field, a projeção assume a continuidade desse ritmo de expansão. Assim, a representatividade da receita de eventos deve alcançar novamente patamares próximos aos observados em 2019, com aumento médio anual de 0,52 ponto percentual na participação sobre a receita líquida. Essa evolução reflete a consolidação do TFSports como um componente estável de geração de receita dentro do ecossistema da companhia.

Na Tabela 10, a linha Outros foi projetada com base na sua média histórica, mantendo participação inferior a 1% da receita líquida total. Por seu peso reduzido e natureza residual, essa categoria foi considerada constante ao longo do horizonte de projeção. Tanto Eventos quanto Outros mantêm os valores em ambos os modelos A e B, uma vez que as variações associadas ao ecossistema foram incorporadas exclusivamente na linha de Varejo.

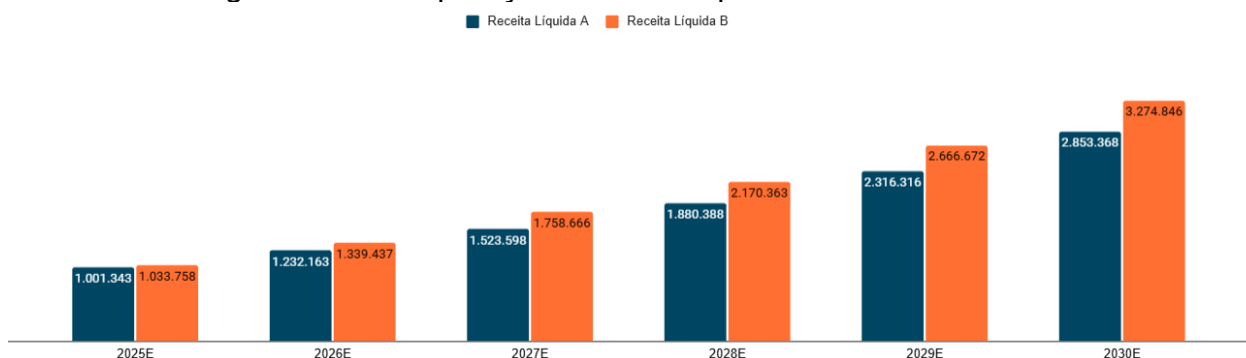
Tabela 10 – Histórico e Projeção de Receitas de Eventos e Outros

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Receita Líquida Evento (TFSports)	26.449	36.066	47.491	61.525	81.061	106.854	140.047	182.578	237.308
% RL T&F	4,66%	5,28%	5,71%	6,14%	6,58%	7,01%	7,45%	7,88%	8,32%
Outros	4.990	5.381	6.129	8.827	11.479	15.138	18.694	22.980	28.233
% RL T&F	0,93%	0,84%	0,79%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

Com todas as linhas de receita projetadas, Varejo, Eventos e Outros, é possível comparar a receita líquida total entre os modelos A e B, conforme ilustrado na Figura 27.

Figura 27 – Comparação N° de Compras Modelos A vs. B.



Fonte: Elaborado pelo autor.

A comparação entre os modelos evidencia o esperado, a receita líquida projetada no modelo B apresenta desempenho superior ao modelo A em todo o horizonte analisado. Essa diferença decorre da inclusão, no modelo B, dos efeitos do ecossistema Track&Field sobre as variáveis da retenção de clientes, da frequência de compra que impactam no número de clientes em cada um dos períodos.

5.2 PROJEÇÃO DE DESPESAS

A projeção de despesas foi estruturada para refletir as três principais linhas que compõem o resultado operacional da companhia: (I) custo das mercadorias vendidas (CMV), (II) despesas gerais e administrativas (SG&A) e (III) imposto de renda e contribuição social. O CMV e SG&A foram projetados diretamente pela porcentagem de receita líquida, e o impostos e contribuição social pela % do EBT, nesse caso, há impacto da receita líquida também. Tanto no modelo A quanto no B, as projeções seguem a média histórica dos três últimos exercícios, 2022, 2023 e 2024, período que representa a maturidade operacional da Track&Field e estabilização pós pandemia.

No entanto, há uma diferença estrutural entre o modelo A e o modelo B: enquanto no modelo A todas as linhas seguem a projeção com relação direta na receita líquida, no modelo B a linha de despesas com vendas, dentro do SG&A, foi

ajustada conforme a relação entre CAC e CLV, abordada na fundamentação teórica. Essa diferença será detalhada no subtópico subsequente. O histórico de despesas está reunido na Tabela 11.

Tabela 11 – Histórico de Despesas

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CMV	(86.940)	(95.667)	(114.966)	(111.486)	(174.630)	(240.656)	(289.260)	(361.116)
%RL	-40,1%	-39,6%	-41,7%	-41,7%	-40,2%	-42,4%	-42,3%	-43,4%
SG&A - Despesas com Vendas	(53.088)	(52.901)	(60.923)	(66.103)	(93.743)	(115.106)	(133.784)	(162.030)
%RL	-24,5%	-21,9%	-22,1%	-24,7%	-21,6%	-20,3%	-19,6%	-19,5%
SG&A - Despesas Gerais e Administrativas	(26.728)	(36.965)	(52.177)	(49.357)	(76.271)	(90.279)	(114.037)	(148.145)
%RL	-12,3%	-15,3%	-18,9%	-18,5%	-17,6%	-15,9%	-16,7%	-17,8%
SG&A - Outras Receitas (Despesas) Operacionais	(5.856)	(4.548)	17.997	91	420	3.833	2.105	3.738
%RL	-2,7%	-1,9%	6,5%	0,0%	0,1%	0,7%	0,3%	0,4%
IRPJ/CSLL	(12.157)	(11.260)	(19.661)	(9.527)	(11.584)	(23.961)	(22.519)	(29.687)
%EBT	-28,2%	-21,4%	-27,4%	-26,9%	-13,1%	-19,9%	-16,4%	-20,1%

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

A Tabela 12 apresenta a série histórica das despesas operacionais e seu comportamento relativo à receita líquida, base utilizada para a projeção do modelo A. Com base nessa média, as linhas do CMV, SG&A e impostos foram projetadas de forma proporcional ao crescimento da receita líquida estimada, mantendo as mesmas margens históricas de referência.

Tabela 12 – Projeção de Despesas do Modelo A

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
CMV	(427.695)	(526.283)	(650.762)	(803.155)	(989.349)	(1.218.735)
%RL	-42,71%	-42,71%	-42,71%	-42,71%	-42,71%	-42,71%
SG&A - Despesas com Vendas	(198.045)	(243.697)	(301.337)	(371.903)	(458.120)	(564.338)
%RL	-19,78%	-19,78%	-19,78%	-19,78%	-19,78%	-19,78%
SG&A - Despesas Gerais e Administrativas	(168.229)	(207.007)	(255.970)	(315.912)	(389.149)	(479.375)
%RL	-16,80%	-16,80%	-16,80%	-16,80%	-16,80%	-16,80%
SG&A - Outras Receitas (Despesas) Operacionais	4.782	5.885	7.277	8.981	11.063	13.628
%RL	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%
IRPJ/CSLL	(38.653)	(47.563)	(58.813)	(72.585)	(89.412)	(110.143)
%EBT	-20,13%	-20,13%	-20,13%	-20,13%	-20,13%	-20,13%

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

No modelo B, a mesma lógica de cálculo é mantida para o CMV e para os impostos incidentes sobre o EBT, variando apenas em função das receitas projetadas para esse cenário (Tabela 13). Entretanto, dentro do SG&A, especificamente na linha de despesas com vendas, a metodologia de projeção difere do modelo A.

Tabela 13 – Projeção de Despesas do Modelo B (exceto com Vendas)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
CMV	(427.695)	(526.283)	(650.762)	(803.155)	(989.349)	(1.218.735)
%RL	-42,71%	-42,71%	-42,71%	-42,71%	-42,71%	-42,71%
SG&A - Despesas Gerais e Administrativas	(168.229)	(207.007)	(255.970)	(315.912)	(389.149)	(479.375)
%RL	-16,80%	-16,80%	-16,80%	-16,80%	-16,80%	-16,80%
SG&A - Outras Receitas (Despesas) Operacionais	4.782	5.885	7.277	8.981	11.063	13.628
%RL	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%
IRPJ/CSLL	(38.653)	(47.563)	(58.813)	(72.585)	(89.412)	(110.143)
%EBT	-20,13%	-20,13%	-20,13%	-20,13%	-20,13%	-20,13%

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

O próximo subtópico apresenta a lógica de cálculo das despesas com vendas no modelo B, considerando a eficiência incremental derivada da relação CLV/CAC.

5.2.1 Projeção de despesas com vendas modelo B

A única linha de despesa que apresenta alteração estrutural entre os dois modelos projetados é a de despesas com vendas. No modelo B essa linha foi vinculada à eficiência de aquisição de clientes, considerando a relação entre o Lifetime Value e o Custo de Aquisição de Cliente. Essa alteração é coerente com os objetivos estratégicos do ecossistema Track & Field, que busca elevar o CLV de cada cliente ao longo do tempo, ao mesmo tempo em que otimiza o CAC, de modo a ampliar a eficiência comercial da companhia. A fórmula do CAC é:

$$CAC = \text{Número de Clientes Novos} / \text{Despesas com Vendas} \quad (20)$$

Com base na estimativa de novos clientes obtida na etapa anterior, foi possível calcular o CAC histórico, bem como o CLV médio correspondente a cada

ano. A partir desses dois indicadores, construiu-se a razão CLV/CAC, que expressa a eficiência econômica do processo de aquisição de clientes.

Tabela 14 – Histórico CLV e CAC

	2021	2022	2023	2024
SG&A - Despesas com Vendas Ecosistema	(93.743)	(115.106)	(133.784)	(162.030)
Número de Clientes Novos	2.798.287	3.190.857	3.613.789	4.186.090
CAC	R\$ 33,50	R\$ 36,07	R\$ 37,02	R\$ 38,71
CLV	100,4	100,8	105,9	108,9
CLV/CAC	3,00	2,79	2,86	2,81

Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

Na Tabela 14, observa-se que o CAC variou de R\$ 33,50 em 2021 para R\$ 38,71 em 2024, enquanto o CLV evoluiu de R\$ 100,40 para R\$ 108,90 no mesmo período. A razão CLV/CAC manteve-se próxima de 3,0 em 2021, oscilando entre 2,79 e 2,86 nos anos seguintes, o que indica uma relação de eficiência já próxima do patamar considerado satisfatório no mercado.

Segundo a literatura de *marketing* e investimento abordadas durante a fundamentação teórica, relações de aproximadamente 3:1 entre CLV e CAC são consideradas ideais, pois indicam que o valor gerado por um cliente ao longo de seu ciclo de vida equivale a três vezes o custo de aquisição, garantindo sustentabilidade e retorno sobre o investimento comercial, e tentar aumentar esse número quando possível (Janes, 2025).

Com base nesse referencial, no modelo B foi projetada uma trajetória de melhora gradual na eficiência de aquisição de clientes, refletida no aumento progressivo da razão CLV/CAC, que parte de 2,90 em 2025 e alcança 3,15 em 2030. Essa evolução reflete o amadurecimento esperado do ecossistema, e o objetivo é colocado como maior que 3, uma vez que já haviam atingido esse patamar em 2021.

$$CAC \text{ Projetado} = CLV / Referencial \quad (21)$$

$$Despesas \text{ com Vendas} = CAC \times Clientes \text{ Novos} \quad (22)$$

A aplicação dessas equações permite determinar o valor das despesas com vendas em cada período, garantindo coerência com a expectativa de evolução do CLV

e do CAC e com a expansão do número de clientes. A Tabela 15 demonstra a progressão da relação CLV/CAC e a consequente evolução das despesas com venda

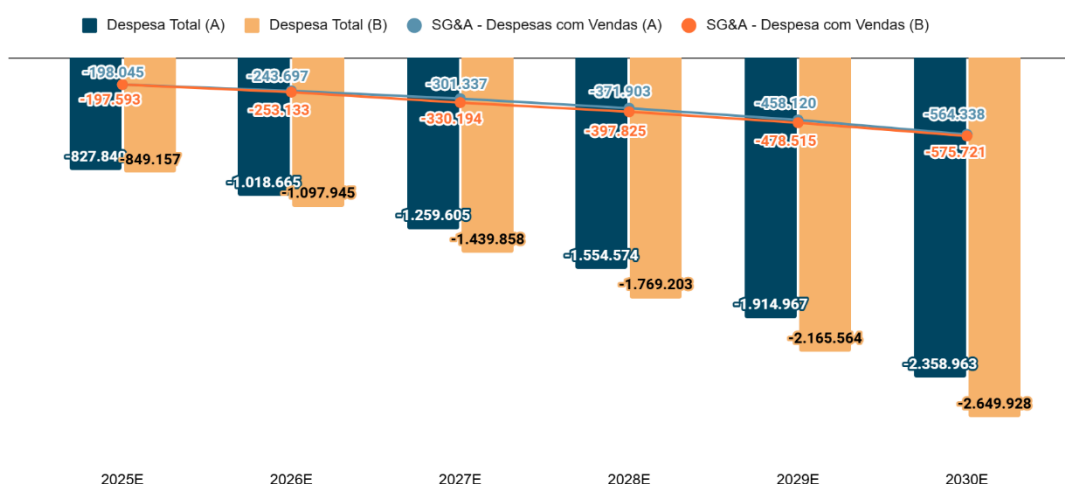
Tabela 15 – Projeção Despesas com Vendas Modelo B

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
SG&A - Despesas com Vendas Ecosistema	(197.593)	(253.133)	(330.194)	(397.825)	(478.515)	(575.721)
Número de Clientes Novos	4.787.771	5.547.751	6.539.319	7.708.114	9.085.812	10.709.750
CAC (R\$)	41,27	45,63	50,49	51,61	52,67	53,76
LTV	119,7	134,6	151,5	157,4	163,3	169,3
LTV/CAC	2,90	2,95	3,00	3,05	3,10	3,15

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Harvard Business School (2025).

O Figura 28 evidencia como as despesas totais se descolam gradualmente entre os modelos A e B ao longo do período projetado. Em 2025, as despesas totais são semelhantes (R\$ 827,8 milhões no modelo A e R\$ 849,1 milhões no modelo B), mas a diferença se amplia até 2030, quando atinge cerca de R\$ 291 milhões. Essa divergência decorre principalmente do crescimento mais acelerado da receita líquida no modelo B, associado à expansão do ecossistema.

Figura 28 – Comparação Despesas Modelo A vs. Modelo B



Fonte: Elaborado pelo autor.

Pode-se observar que as despesas com vendas não crescem na mesma proporção, refletindo o ganho de eficiência comercial proveniente da melhoria na relação CLV/CAC. Em 2030, enquanto as despesas com vendas do modelo A atingem

R\$ 564 milhões, no modelo B elas totalizam R\$ 575 milhões um crescimento nominal coerente com a maior base de clientes, mas proporcionalmente menor frente à receita adicional gerada pelo ecossistema.

5.3 PROJEÇÃO DO BALANÇO

Após a definição das projeções de receitas e despesas, esta etapa tem como objetivo estimar a necessidade de capital de giro (NCG) e as obrigações financeiras futuras da companhia. Ambas as variáveis servem para a determinação do fluxo de caixa livre da empresa.

As projeções de capital de giro e de dívidas têm como base o balanço patrimonial da companhia, de modo que as linhas mais relevantes foram analisadas e classificadas segundo sua natureza econômica e sua influência nas projeções. A partir dessa análise, foram definidas cinco categorias principais:

- **WK (*Working Capital*)**: representa as contas operacionais diretamente relacionadas à atividade da empresa e que compõem o cálculo do capital de giro.
- **CAPEX (*Capital Expenditures*)**: refere-se às contas do ativo não circulante associadas a investimentos
- **DIV (Dívidas)**: agrupa as obrigações financeiras, tanto de curto quanto de longo prazo, que impacta o custo de capital.
- **NOP (Non-Operational)**: abrange contas que não possuem relação direta com a operação corrente da companhia e, portanto, não são projetadas ou consideradas na geração de caixa operacional.

Figura 29 – Classificação BP Track&Field

ATIVO		PASSIVO	
ATIVO CIRCULANTE		PASSIVO CIRCULANTE	
Caixa e equivalentes de caixa	CAIXA	Fornecedores	WK
Contas a receber	WK	Empréstimos e financiamentos	NOP
Estoques	WK	Partes relacionadas	NOP
Impostos a recuperar	WK	Obrigações trabalhistas e previdenciárias	WK
Outros créditos	WK	Obrigações tributárias	WK
ATIVO NÃO CIRCULANTE		Arrendamentos direito de uso a pagar	DIV
Depósitos judiciais	NOP	Dividendos e JSCP a pagar	NOP
Contas a receber partes relacionadas	NOP	Outras obrigações	WK
Imposto de renda e contribuição social diferido	NOP	NÃO CIRCULANTE	
Impostos a recuperar	NOP	Fornecedores	NOP
Arrendamentos direito de uso	NOP	Empréstimos e financiamentos	DIV
Imobilizado	CAPEX	Arrendamentos direito de uso a pagar	DIV
Intangível	CAPEX	Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários	NOP

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

Com base nessa classificação, a Figura 29 demonstra a classificação do balanço patrimonial, as contas identificadas como WK foram utilizadas para a projeção do capital de giro, que será detalhada no subtópico a seguir. As contas de DIV formam a base para a projeção das dívidas financeiras, também tratadas neste tópico. Já as contas associadas a CAPEX serão analisadas separadamente, em um tópico posterior, voltado à projeção dos investimentos.

5.3.1 Projeção do capital de giro

Após a definição das linhas do balanço que compõem o capital de giro, as contas do ativo e passivo circulante foram projetadas para frente a partir da análise dos prazos médios operacionais, considerando a relação histórica entre essas contas e as variáveis operacionais correspondentes. A metodologia adotada busca estimar a necessidade de capital de giro (NCG) e sua evolução ao longo do período de projeção, de forma coerente com a dinâmica do negócio e com a expansão prevista da receita líquida. A determinação das contas incluídas no capital de giro seguiu a estrutura apresentada na Figura 30, que agrupa os principais itens do ativo e passivo circulante em função da natureza de suas operações.

Figura 30 – Linhas de WK e referências de prazo médio.

ATIVO CIRCULANTE	PASSIVO CIRCULANTE
AC - Contas a Receber <i>Dias de RL</i>	PC - Fornecedores <i>Dias de CMV</i>
AC - Impostos a Recuperar <i>Dias de impostos e deduções</i>	PC - Obrigações trabalhistas e previdenciárias <i>Dias de SG&A</i>
AC - Estoques <i>Dias de CMV</i>	PC - Obrigações Tributárias <i>Dias de Impostos e Deduções</i>
AC - Outros Créditos <i>Dias de SG&A</i>	PC - Outras contas a Pagar <i>Dias de SG&A</i>

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

Para cada linha, foi calculado o prazo médio de conversão em dias, conforme as seguintes fórmulas:

$$\text{Prazo médio de recebimento} = \text{Contas a Receber} / \text{Receita Líquida} \times 365 \quad (26)$$

$$\text{Prazo médio de estocagem} = \text{Estoques} / \text{CMV} \times 365 \quad (27)$$

$$\text{Prazo médio de pagamento} = \text{Fornecedores} / \text{CMV} \times 365 \quad (28)$$

Essas métricas compõem o ciclo operacional da companhia, permitindo estimar o tempo médio entre o desembolso de caixa para aquisição de produtos e o recebimento das vendas. A partir delas, foi possível projetar as variações anuais do capital de giro conforme Tabela 16.

Além dessas três principais contas, outras linhas do ativo e passivo circulante também foram relacionadas a seus respectivos direcionadores de despesa, seguindo a mesma lógica de proporcionalidade. Assim, contas como impostos a recuperar e obrigações tributárias foram projetadas em função dos valores de impostos e deduções, enquanto obrigações trabalhistas e previdenciárias e outras contas a pagar foram associadas às despesas operacionais (Torkar, 2025).

Tabela 16 – Histórico WK T&F

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ATIVO CIRCULANTE	107.673	122.938	136.788	192.028	300.260	367.304	448.228	545.111
AC - Contas a Receber	56.618	64.842	65.160	98.981	125.322	152.769	196.536	241.664
Dias de RL	95,4	97,9	86,2	135,1	105,3	98,3	104,9	106,0
AC - Impostos a Recuperar	2.681	1.912	12.997	11.523	13.263	4.938	10.336	4.281
Dias de impostos e deduções	80,5	62,0	241,3	441,5	417,9	75,2	167,5	52,6
AC - Estoques	47.298	53.566	55.156	79.901	158.638	204.466	232.856	289.396
Dias de CMV	198,6	204,4	175,1	261,6	331,6	310,1	293,8	292,5
AC - Outros Créditos	1.076	2.618	3.475	1.623	3.037	5.131	8.500	9.770
Dias de SG&A	4,6	10,1	13,3	5,1	6,5	9,3	12,6	11,6
PASSIVO CIRCULANTE	35.072	43.553	61.823	86.662	107.735	126.986	132.569	167.757
PC - Fornecedores	9.682	11.607	13.456	36.251	41.409	60.336	59.198	81.347
Dias de CMV	40,6	44,3	42,7	118,7	86,6	91,5	74,7	82,2
PC - Obrigações trabalhistas e previdenciárias	7.007	8.799	12.945	12.826	22.284	27.388	34.652	40.599
Dias de SG&A	29,9	34,0	49,7	40,6	48,0	49,6	51,5	48,4
PC - Obrigações Tributárias	14.548	16.099	26.966	18.199	22.526	30.192	30.636	34.725
Dias de Impostos e Deduções	436,8	521,9	500,6	697,3	709,8	459,9	496,6	426,9
PC - Outras contas a Pagar	3.835	7.048	8.456	19.386	21.516	9.070	8.083	11.086
Dias de SG&A	16,3	27,2	32,5	61,3	46,3	16,4	12,0	13,2
CAPITAL DE GIRO	72.601	79.385	74.965	105.366	192.525	240.318	315.659	377.354
Δ NECESSIDADE CAPITAL DE GIRO		(6.784)	4.420	(30.401)	(87.160)	(47.793)	(75.341)	(61.694)

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

Após o cálculo dos prazos médios históricos, cada linha foi analisada para verificar o comportamento mais adequado diante do contexto operacional da empresa. Em Contas a Receber, observou-se que antes da pandemia havia um menor valor do prazo médio de recebimento, associada à maior representatividade de eventos na receita líquida naquele período, um movimento que tende a se repetir no futuro. Assim,

foi considerada uma redução gradual dos dias de recebimento nas projeções, acompanhando o aumento da participação das receitas não varejo.

Nas linhas de impostos a recuperar e outros créditos, ambos do ativo circulante, adotou-se como referência o valor observado no último exercício, por refletir melhor a estrutura tributária recente da companhia. Já os estoques apresentaram maior volatilidade histórica, razão pela qual foi utilizada a média de todos os anos desde 2017, proporcionando uma base mais representativa e neutra para as projeções.

No passivo circulante, as contas de fornecedores, obrigações trabalhistas e previdenciárias, obrigações tributárias e outras contas a pagar foram projetadas a partir da média dos últimos três anos, refletindo um padrão de maturidade operacional alcançado no período pós-pandemia, baixa variação percentual.

Com essas premissas, foi possível estimar a evolução da necessidade de capital de giro (NCG), obtida pela diferença entre os ativos e passivos operacionais. A variação anual dessa necessidade foi então incorporada ao fluxo de caixa projetado como Δ NCG, representando o montante adicional ou liberado de caixa em cada exercício.

Tabela 17 – Projeção WK T&F Modelo A

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
ATIVO CIRCULANTE	604.273	731.284	891.727	1.085.093	1.317.609	1.599.653
AC - Contas a Receber	284.321	337.579	404.902	484.264	577.492	687.935
Dias de RL	103,6	100,0	97,0	94,0	91,0	88,0
AC - Impostos a Recuperar	5.574	6.859	8.481	10.467	12.894	15.883
Dias de impostos e deduções	52,6	52,6	52,6	52,6	52,6	52,6
AC - Estoques	302.853	372.664	460.808	568.718	700.563	862.993
Dias de CMV	258,5	258,5	258,5	258,5	258,5	258,5
AC - Outros Créditos	11.525	14.182	17.536	21.643	26.660	32.842
Dias de SG&A	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6
PASSIVO CIRCULANTE	208.946	257.110	317.922	392.372	483.335	595.399
PC - Fornecedores	97.035	119.402	147.643	182.218	224.461	276.504
Dias de CMV	82,8	82,8	82,8	82,8	82,8	82,8
PC - Obrigações trabalhistas e previdenciárias	49.331	60.703	75.060	92.638	114.114	140.571
Dias de SG&A	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8
PC - Obrigações Tributárias	48.834	60.091	74.304	91.705	112.964	139.156
Dias de Impostos e Deduções	461,1	461,1	461,1	461,1	461,1	461,1
PC - Outras contas a Pagar	13.745	16.914	20.914	25.812	31.796	39.168
Dias de SG&A	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9
CAPITAL DE GIRO	395.328	474.174	573.805	692.721	834.275	1.004.254
Δ NECESSIDADE CAPITAL DE GIRO	(17.974)	(78.846)	(99.631)	(118.916)	(141.554)	(169.979)

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 18 – Projeção WK T&F Modelo B

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
ATIVO CIRCULANTE	623.815	794.917	1.029.256	1.252.335	1.516.766	1.835.737
AC - Contas a Receber	293.525	366.969	467.371	558.943	664.841	789.552
Dias de RL	103,6	100,0	97,0	94,0	91,0	88,0
AC - Impostos a Recuperar	5.954	7.798	10.302	12.994	16.264	20.319
Dias de impostos e deduções	52,6	52,6	52,6	52,6	52,6	52,6
AC - Estoques	312.657	405.109	531.903	656.420	806.527	990.467
Dias de CMV	258,5	258,5	258,5	258,5	258,5	258,5
AC - Outros Créditos	11.680	15.041	19.680	23.978	29.134	35.398
Dias de SG&A	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6
PASSIVO CIRCULANTE	216.258	280.435	368.382	455.391	560.349	689.097
PC - Fornecedores	100.176	129.797	170.422	210.318	258.412	317.347
Dias de CMV	82,8	82,8	82,8	82,8	82,8	82,8
PC - Obrigações trabalhistas e previdenciárias	49.992	64.380	84.234	102.634	124.701	151.513
Dias de SG&A	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8
PC - Obrigações Tributárias	52.161	68.320	90.254	113.841	142.490	178.021
Dias de Impostos e Deduções	461,1	461,1	461,1	461,1	461,1	461,1
PC - Outras contas a Pagar	13.929	17.938	23.470	28.597	34.746	42.217
Dias de SG&A	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9
CAPITAL DE GIRO	407.557	514.482	660.875	796.944	956.418	1.146.639
Δ NECESSIDADE CAPITAL DE GIRO	(30.204)	(106.924)	(146.393)	(136.070)	(159.473)	(190.222)

Fonte: Elaborado pelo autor

O cálculo da necessidade de capital de giro tanto no modelo A quanto no modelo B foi equivalente. No entanto, as diferenças verificadas na Tabela 17 e 18 nos volumes de receita líquida projetada entre os dois cenários geram comportamentos distintos no valor capital de giro total e consequentemente, na necessidade do capital.

5.3.2 Projeção do CAPEX e Depreciação & Amortização (D&A)

A etapa de projeção de CAPEX e de Depreciação e Amortização foi desenvolvida a partir das contas de imobilizado e intangível do balanço patrimonial. O objetivo é estimar o nível de investimento necessário à manutenção e expansão das operações da Track&Field, além de mensurar o impacto da depreciação sobre os resultados futuros.

O procedimento partiu da análise histórica da composição do ativo depreciável, demonstrada na Tabela 19, verificando a representatividade média de imobilizado e intangível no total. Essa relação foi utilizada para dividir a depreciação projetada entre as duas categorias.

Tabela 19 – Histórico CAPEX e D&A

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
D&A	(3.081)	(2.889)	(11.205)	(11.077)	(11.510)	(18.543)	(25.017)	(32.019)
Imobilizado - BP	7.993	8.850	10.241	9.248	16.234	40.131	52.627	76.443
%D&A Imobilizado	85,8%	82,8%	84,5%	86,4%	76,5%	78,6%	71,8%	75,3%
Intangível - BP	1.326	1.839	1.873	1.451	4.975	10.948	20.686	25.020
%D&A Intangível	14,2%	17,2%	15,5%	13,6%	23,5%	21,4%	28,2%	24,7%

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

A seguir, foi calculado o CAPEX com base na variação dos saldos contábeis para imobilizado e intangível, ajustada pela depreciação de cada período, conforme a equação:

$$CAPEX = (EoP - BoP) + D\&A \quad (23)$$

Em que EoP representa o saldo final do ativo (*End of Period*), BoP o saldo inicial (*Beginning of Period*) e D&A a depreciação e amortização registradas no exercício. Esse cálculo permitiu identificar o volume efetivo de investimento realizado pela companhia em cada exercício, isolando o efeito contábil da depreciação.

5.3.2.1 Projeção do CAPEX e D&A imobilizado

Com o CAPEX histórico do imobilizado definido, foi construída uma média de investimento por loja própria e por reforma (Tabela 20), considerando que, conforme evidenciado nos relatórios anuais, as reformas da Track&Field possuem magnitude de investimento comparável à abertura de uma nova unidade. Assim, o CAPEX futuro foi projetado multiplicando o número estimado de novas lojas e reformas pelo CAPEX médio por loja, calculado a partir do histórico de 2017 a 2024.

Tabela 20 – Histórico CAPEX e D&A Imobilizado

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PP&E - BoP		7.993	8.850	10.241	9.248	16.234	40.131	52.627
(-) D&A	(2.643)	(2.392)	(9.473)	(9.574)	(8.810)	(14.569)	(17.958)	(24.123)
Cap. Ex.		-	10.864	8.581	15.796	38.466	30.454	47.939
Média por Loja				2.145	5.265	4.274	3.384	4.358
PP&E - EoP	7.993	8.850	10.241	9.248	16.234	40.131	52.627	76.443

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

Para os anos projetados, o número de novas lojas próprias e reformas foi obtido a partir das metas de expansão indicadas nos releases de resultados e do crescimento médio observado nos últimos anos, representado na Tabela 21. A abordagem garante coerência entre a expansão da base física e os investimentos necessários à sustentação do crescimento projetado da receita.

Tabela 21 – Projeção CAPEX e D&A Imobilizado

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Lojas Próprias	58	63	67	70	72	74
Novas Lojas Próprias	5	5	4	3	3	2
Reformas	6	5	6	5	6	5
PP&E - BoP	76.443	99.459	117.871	129.397	135.414	140.227
(-) D&A	(21.043)	(25.646)	(28.527)	(30.031)	(31.235)	(30.595)
Cap. Ex.	44.058	44.058	40.053	36.048	36.048	28.037
Média por Loja	4.005	4.005	4.005	4.005	4.005	4.005
PP&E - EoP	99.459	117.871	129.397	135.414	140.227	137.669

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 22 – Amortização Imobilizado

	Anos	Valor	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
5 Anos de D&A - Lojas	Prévio	76.443	15.289	12.231	9.785	7.828	6.262	5.010	4.008
	2025E	44.058		8.812	7.049	5.639	4.512	3.609	2.887
	2026E	44.058			8.812	7.049	5.639	4.512	3.609
	2027E	40.053				8.011	6.408	5.127	4.101
	2028E	36.048					7.210	5.768	4.614
	2029E	36.048						7.210	5.768
	2030E	28.037							5.607

Fonte: Elaborado pelo autor

A depreciação do imobilizado foi projetada na Tabela 22, considerando uma vida útil média de cinco anos, em linha com o ciclo de reformas e modernização das lojas físicas. O caráter recorrente das atualizações de layout e infraestrutura, essenciais para a manutenção da experiência de marca e do posicionamento premium da companhia direcionam essa premissa. O resultado dessa etapa não se altera nos dois modelos.

5.3.2.2 Projeção do CAPEX e D&A intangível

O componente intangível, que compreende principalmente investimentos em tecnologia, sistemas, plataformas digitais e website, foi projetado a partir de sua relação percentual com a receita líquida. Nos anos pós pandemia, os relatórios da companhia evidenciaram um aumento significativo nos investimentos em ativos intangíveis, impulsionado pelo desenvolvimento da TFSports, como mostra a Tabela 23.

Tabela 23 – Histórico CAPEX e D&A Intangível

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Intangíveis - BoP		1.326	1.839	1.873	1.451	4.975	10.948	20.686
(-) D&A		(497)	(1.732)	(1.502)	(2.700)	(3.974)	(7.059)	(7.896)
Investimentos		1.010	1.766	1.081	6.224	9.947	16.797	12.230
%RL		0,4%	0,6%	0,4%	1,4%	1,8%	2,5%	1,5%
Intangíveis - EoP	1.326	1.839	1.873	1.451	4.975	10.948	20.686	25.020

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Planilha Dinâmica T&F (2025).

Considerando esse contexto, a projeção adotou um comportamento de investimento mais elevado nos dois primeiros anos projetados (2025 e 2026), equivalente à média observada nos três últimos exercícios. A partir de 2027, assumiu-se a estabilização dos investimentos em torno de 1,0% da receita líquida, representando um cenário de maturidade tecnológica, no qual os aportes passam a ser direcionados apenas à manutenção e atualização das soluções já implementadas.

Tabela 24 – Projeção CAPEX e D&A Intangível Modelo A

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Intangíveis - BoP	25.020	36.184	48.612	52.079	57.707	65.697
(-) D&A	(7.795)	(10.902)	(11.769)	(13.176)	(15.173)	(17.845)
Investimentos	18.959	23.330	15.236	18.804	23.163	28.534
%RL	1,9%	1,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Intangíveis - EoP	36.184	48.612	52.079	57.707	65.697	76.385

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 25 – Projeção CAPEX e D&A Intangível Modelo B

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Intangíveis - BoP	25.020	36.675	50.630	55.574	62.823	72.592
(-) D&A	(7.918)	(11.406)	(12.642)	(14.455)	(16.897)	(20.067)
Investimentos	19.573	25.361	17.587	21.704	26.667	32.748
%RL	1,9%	1,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Intangíveis - EoP	36.675	50.630	55.574	62.823	72.592	85.274

Fonte: Elaborado pelo autor.

A diferença entre o modelo A (Tabela 24) e o modelo B (Tabela 25) está diretamente relacionada a receita líquida projetada, que serve de base para o cálculo percentual dos investimentos em intangíveis. Assim, no modelo B, que considera uma expansão mais acentuada de receitas decorrente da maior eficiência do ecossistema e do aumento do CLV, o valor absoluto dos investimentos intangíveis torna-se mais elevado, uma vez que o percentual aplicado se mantém constante. A amortização dos ativos intangíveis foi projetada de forma linear, considerando uma vida útil média de cinco anos.

5.4 CUSTO DE CAPITAL

O cálculo do custo médio ponderado de capital foi realizado com base nas premissas e nos parâmetros obtidos a partir de dados de mercado e das demonstrações financeiras da Track&Field. As definições conceituais de cada componente, custo do capital próprio, custo da dívida e estrutura de capital foram apresentadas na fundamentação teórica, nesta etapa, o foco está na aplicação prática.

A estrutura de cálculo seguiu o modelo tradicional de ponderação entre capital próprio e capital de terceiros. O custo do capital próprio foi estimado pelo CAPM, como representa a Tabela 26, utilizando como taxa livre de risco o rendimento do título do Tesouro Americano de 10 anos (4,0% a.a.) e um beta alavancado calculado com base nos retornos históricos da ação da Track&Field em comparação ao Ibovespa, no período entre o IPO (outubro de 2020) e o final de 2024. A regressão entre as séries resultou em um $\beta = 0,90$, indicando uma volatilidade inferior à do mercado.

Tabela 26 – CAPM

CAPM	
Taxa livre de risco	4,0%
Beta alavancado	0,90
Prêmio de risco brasileiro	7,7%
Prêmio país	3,3%
Custo do patrimônio líquido (Ke) US\$	14,2%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os prêmios de risco utilizados foram obtidos na base de dados de Damodaran (NYU Stern), sendo 7,7% o prêmio de risco de mercado e 3,3% o prêmio de risco-país. A partir desses dados, o custo do capital próprio em dólares foi de 14,2% a.a.. Para converter esse valor para reais, aplicou-se o ajuste de paridade de poder de compra, considerando as taxas de inflação anual de 5,8% no Brasil (ANBIMA, 2025) e 2,5% nos Estados Unidos (Federal Reserve Bank of New York, 2024), resultando em um Ke em reais de 17,9% a.a.

$$(KeR\$) = [(1 + KeUS\$) \times (1 + Inflação US)/(1 + Inflação BR)] - 1 \quad (24)$$

O custo da dívida (Kd) foi obtido com base na taxa CDI atual de 13,3% a.a., representando o custo bruto da dívida. Considerando o benefício fiscal decorrente da dedutibilidade dos juros (alíquota de 34%), o custo líquido da dívida foi ajustado no cálculo do WACC.

A estrutura de capital foi definida a partir dos valores de mercado apurados no encerramento de 2024. O valor de mercado do patrimônio líquido, calculado pela multiplicação do número de ações em circulação (153,2 milhões) pelo preço de fechamento (R\$ 8,90) no dia 30 de dezembro de 2024, totalizou R\$ 1,36 bilhão. A dívida contabilizada foi de R\$ 151,3 milhões, referente a dívida bruta em 2024, o que resulta em uma estrutura composta por 90% de capital próprio e 10% de capital de terceiros.

Tabela 27 – WACC

Cálculo do WACC	
Quantidade de ações	153.218.002
Preço por ação	8,9
Market Cap (R\$ Mil)	1.360.576
Dívida (R\$ Mil)	151.284

Dívida	10%
Equity	90%
Ke	17,9%
Kd (antes de impostos)	13,3%
IR	34,0%
WACC	17,0%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base nesses parâmetros, o WACC nominal em reais estimado para o modelo de fluxo de caixa descontado foi de 17 % ao ano para os dois modelos.

5.5 PROJEÇÃO DE PERPETUIDADE

Na projeção de perpetuidade, considera-se o estágio de maturidade operacional da companhia, no qual a Track&Field deixa de expandir sua base de lojas e plataformas em ritmo acelerado e passa a manter um nível estável de operações. Nesse cenário, o capital de giro permanece constante e o CAPEX torna-se equivalente à depreciação e amortização, refletindo apenas a reposição dos ativos existentes. Essa condição representa um equilíbrio operacional em que a empresa não amplia nem reduz sua estrutura produtiva.

A perpetuidade é calculada a partir do fluxo de caixa livre da empresa no último ano projetado, ajustado pela taxa de crescimento nominal de longo prazo (g) e descontado pelo WACC definido anteriormente, conforme a fórmula:

$$V_t = FCF_t + 1/(WACC - g) \quad (25)$$

Nesse modelo, o g da perpetuidade foi definido com base na inflação de longo prazo esperada para o Brasil, adotando-se a premissa de que, em um estágio de maturidade, o crescimento real da empresa tende a ser nulo, e seus fluxos passam apenas por reajustes inflacionários. De acordo com as projeções da Anbima (2024), e do Banco Central do Brasil (Banco Central do Brasil, 2025), a inflação esperada (IPCA) para o horizonte de longo prazo situa-se entre 3,5% e 4,5% ao ano. Portanto, a taxa de crescimento na perpetuidade (g) foi fixada em 4,0% nominal ao ano, representando o crescimento compatível com a inflação brasileira de longo prazo.

5.6 VALOR DA FIRMA E DO EQUITY

Com base em todas as premissas apresentadas e nos resultados obtidos ao longo da modelagem, incluindo as projeções de receitas, despesas, capital de giro, CAPEX, D&A e o WACC, foi possível determinar o valor da empresa (*Enterprise Value* – *EV*) e, posteriormente, o valor de mercado do patrimônio líquido (*Equity Value*) da Track&Field.

A Tabela 28 apresenta a projeção do Fluxo de Caixa Livre para a Firma, foi realizada até o ano de 2030, representando o horizonte de crescimento da companhia. O cálculo do fluxo seguiu a estrutura operacional definida anteriormente, deduzindo do EBIT o imposto sobre o lucro operacional, adicionando a depreciação e amortização, e ajustado pelas variações de capital de giro, investimentos em imobilizado e ativos intangíveis.

Tabela 28 – Projeção FCFF Modelo A

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	P
EBIT	136.929	147.440	191.971	236.223	292.095	360.497	444.070	547.030	547.030
(-) IRPJ/CSLL	(22.519)	(29.687)	(38.653)	(47.563)	(58.813)	(72.585)	(89.412)	(110.143)	(110.143)
(+) D&A	25.017	32.019	28.838	36.548	40.296	43.207	46.408	48.440	48.440
(+/-) Δ WC	(75.341)	(61.694)	(17.974)	(78.846)	(99.631)	(118.916)	(141.554)	(169.979)	(176.779)
(-) Cap. Ex.	(30.454,0)	(47.939,4)	(44.058,3)	(44.058,3)	(40.053,0)	(36.047,7)	(36.047,7)	(28.037,1)	(48.440)
(-) Intangíveis	(16.797)	(12.230)	(18.959)	(23.330)	(15.236)	(18.804)	(23.163)	(28.534)	(28.534)
FCFF	16.835	27.909	101.164	78.973	118.659	157.351	200.301	258.777	231.575

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em seguida, foi calculado o valor da perpetuidade, com base no fluxo de caixa livre do último ano projetado e na taxa de crescimento nominal de longo prazo (g) definida em 4,0% a.a., conforme apresentado no tópico anterior. O valor terminal calculado foi então trazido a valor presente, juntamente aos fluxos de caixa projetados para o período de 2023 a 2030, utilizando o WACC como taxa de desconto. A Tabela 29 demonstra que soma desses valores resulta no Valor da Firma, da companhia.

Tabela 29 – Valor da Firma e Equity Value Modelo A

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	P
FCFF	16.835	27.909	101.164	78.973	118.659	157.351	200.301	258.777	231.575
Valor Presente	16.835	27.909	86.449	57.670	74.046	83.909	91.276	100.771	720.239
“EV”									1.214.360
Dívida Líquida		-23.410							(23.410)
Equity Value									1.237.770

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base nesse cálculo, o valor da firma obtido no Modelo A foi de R\$ 1.214,4 bilhões. Na sequência, foi considerado o montante de caixa líquido apurado no encerramento de 2024, no valor de R\$ 23,41 milhões negativos, indicando que a empresa possui recursos excedentes em caixa. Dessa forma, esse valor foi somado ao *Enterprise Value*, resultando em um Valor de Mercado de R\$ 1.238 bilhões.

A sequência de cálculos é idêntica para o Modelo B, que utiliza as mesmas premissas de estrutura e metodologia. Assim, as diferenças nos resultados entre os dois modelos decorrem do impacto do crescimento de receitas e da eficiência operacional em vendas projetada no cenário do ecossistema, discutidas com profundidade no tópico a seguir.

5.7 COMPARAÇÃO DE RESULTADOS

A comparação entre os modelos elaborados buscou avaliar os impactos financeiros da estrutura tradicional (Modelo A) e do modelo baseado em ecossistema (Modelo B) sobre o desempenho projetado da Track&Field. Essa comparação é apresentada na Tabela 30. As diferenças observadas estão diretamente associadas às variações nas receitas e despesas operacionais.

De forma agregada, o Modelo B apresentou uma receita total projetada 13,3% superior à do Modelo A, acompanhada de uma elevação de 11,6% nas despesas totais ao longo do período analisado. Essa diferença reflete uma característica estrutural do ecossistema: a maior eficiência na relação entre crescimento de receita e incremento de despesa, resultante do aumento do *Customer Lifetime Value* e da melhora no *Customer Acquisition Cost* relativo.

Tabela 30 – Comparação EV Modelo A e Modelo B

	Modelo A	Modelo B
Free Cash Flow to Firm	231.575	328.327
Valor Presente	720.239	1.021.153
Valor da empresa ("EV")	1.214.360	1.610.893
Dívida líquida	-23.410	-23.410
Equity Value	1.237.770	1.634.303
Preço da Ação	8,1	10,7

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em decorrência dessa eficiência, o *Equity Value* estimado foi de R\$ 1.238 bi para o Modelo A e R\$ 1.634 bi para o Modelo B, diferença de aproximadamente 32%. No preço da ação, o Modelo A precificou R\$ 8,1 e o Modelo B R\$ 10,7 ao final de 2024, enquanto o valor de mercado efetivo no mesmo período foi de aproximadamente R\$ 8,9, conforme observado na B3. Dessa forma, o Modelo A apresenta maior aderência ao valor praticado, enquanto o Modelo B representa um cenário de expansão compatível com a consolidação do ecossistema *wellness*.

Vale destacar que, em outubro de 2025, as ações da Track&Field atingiram patamares históricos próximos a R\$ 18,00, valor superior ao projetado nos Modelos A e B. Essa valorização pode ser explicada por resultados operacionais acima do esperado em 2025 não considerados na elaboração deste trabalho, associados a um ambiente macroeconômico com expectativa de redução da taxa de juros e inflação para 2026. Assim, o desempenho observado reforça que as premissas adotadas nos Modelos A e B foram conservadoras, condizentes com o histórico até 2024, mas que o cenário subsequente revelou um ritmo de crescimento mais acelerado do que o projetado.

5.7.1 Validação dos resultados

Para a validação dos resultados projetados, conforme sugerido durante entrevista com Bruno Rignel (2025), torna-se relevante a realização de um *sanity check* por meio da comparação com o principal comparável de mercado. Segundo o entrevistado, esse tipo de avaliação permite verificar a razoabilidade de métricas-chave, como margem EBITDA, receita por loja e retornos implícitos no modelo, evitando que premissas financeiras “estourem” quando confrontadas com referências consolidadas. Nesse contexto, adotou-se a Lululemon Athletica Inc. como benchmark, por se tratar de uma referência global em modelos de ecossistema no segmento athleisure. Em seu relatório anual de 2017, a companhia destacou avanços na construção de um ecossistema voltado à gestão de relacionamento com o cliente, análise de dados e desenvolvimento de capacidades omnicanal (Lululemon, 2018), consolidando posteriormente iniciativas relacionadas à comunidade, eventos e experiências, pilares semelhantes aos implementados pela Track&Field por meio da TFSports, TFC Food&Market e do TFmall.

Na Tabela 31, a margem EBITDA foi utilizada como ponto inicial de comparação. O Modelo B apresentou uma margem média 1,15 p.p. superior à do Modelo A, situando-se cerca de 3 p.p. abaixo da margem de 27,8% registrada pela Lululemon em 2024. Essa diferença demonstra coerência e razoabilidade do Modelo B frente ao benchmark internacional, sem extrapolar níveis de rentabilidade atípicos para o setor.

Tabela 31 – Comparação Margem EBITDA Modelos A e B

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Margem EBITDA - A	24,07%	24,15%	23,83%	23,48%	23,19%	22,88%	23,60%
Margem EBITDA - B	24,65%	24,83%	24,53%	24,68%	24,83%	24,93%	24,74%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Outra variável analisada foi a receita por loja, indicador que reflete a eficiência operacional, no Modelo B, o crescimento da receita decorre predominantemente do aumento do volume de compras por consumidor, sem incremento proporcional no número de lojas. Com o objetivo de verificar a consistência dessa premissa, realizou-se uma análise comparativa com a trajetória histórica da Lululemon desde 2017, ano em que a companhia passou a evidenciar de forma mais explícita o conceito de ecossistema de marca.

Os resultados na tabela 32 indicam que a Track&Field apresenta um CAGR (*Compound Annual Growth Rate*) da receita por loja de 12,7% ao ano no Modelo A e 14,7% ao ano no Modelo B, considerando o período projetado de 2022 a 2030. Em comparação, a Lululemon apresentou um CAGR histórico de 11,4% ao ano no período de 2017 a 2024. Considerando que a Lululemon já apresentava uma receita de aproximadamente US\$ 2,6 bilhões em 2017, com presença global consolidada, e a Track&Field partia de R\$ 0,57 bilhão em 2022, a diferença de cerca de 3 p.p. adicionais parece coerente com o estágio de crescimento mais acelerado da empresa brasileira

Tabela 32 – Comparação CAGR Receita por Loja

CAGR Receita por Loja	
Modelo A	12,7%
Modelo B	14,7%
Lululemon (Histórico)	11,4%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Por fim, realizou-se o comparativo de múltiplos de mercado na Tabela 33. O Modelo B apresentou EV/EBITDA de 9,1, superior ao 6,9 do Modelo A, aproximando do múltiplo da Lululemon (14,0). No múltiplo P/L, o aumento de 10,54 para 13,92 indica uma expectativa de valorização do lucro futuro e maior recorrência de resultados, mantendo-se dentro de parâmetros observados em companhias nacionais comparáveis, como Renner e Arezzo.

Tabela 33 – Análise de Múltiplos do Setor

	EV/EBITDA	P/L
Lululemon	14,0	27,994
Modelo A	6,9	10,540
Modelo B	9,1	13,923
Arezzo	6,6	30,358
Renner	4,9	10,734

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base nas análises apresentadas, observa-se que o modelo proposto pode ser considerado coerente por possuir aderência setorial frente aos benchmarks de mercado. Mesmo com premissas conservadoras, os resultados evidenciam que o Modelo B, baseado em ecossistema, captura valor adicional a partir da melhora dos indicadores de CLV e CAC.

5.7.2 Análise de sensibilidade

A última etapa da análise consistiu na avaliação de sensibilidade do modelo de fluxo de caixa descontado, cujo objetivo é mensurar o efeito das variações nas principais premissas sobre o valor estimado da ação. Essa etapa verifica a robustez das projeções, identificando o intervalo de valores plausíveis frente a oscilações nas variáveis mais relevantes do modelo.

A primeira análise de sensibilidade verificada nas Tabelas 34 e 35 relaciona o WACC e a taxa de crescimento de perpetuidade (g). As simulações foram realizadas com variações de $\pm 0,5$ p.p. em cada variável, ou seja, WACC variando entre WACC base $\pm 0,5\%$ e crescimento perpétuo oscilando de 3,5% a 4,5%. Essa amplitude representa o intervalo esperado de variação associada às projeções da inflação, conforme discutido no tópico de perpetuidade.

Tabela 34 - Análise de Sensibilidade: WACC × Perpetuidade (Modelo A)

Modelo A		WACC				
		17,5%	17,3%	17,0%	16,8%	16,5%
Crescimento Perpetuo	3,6%	7,6	7,8	7,9	8,1	8,3
	3,8%	7,7	7,8	8,0	8,2	8,4
	4,0%	7,7	7,9	8,1	8,3	8,5
	4,2%	7,8	8,0	8,2	8,3	8,5
	4,4%	7,9	8,1	8,2	8,4	8,6

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela 35 - Análise de Sensibilidade: WACC × Perpetuidade (Modelo B)

Modelo B		WACC				
		17,5%	17,3%	17,0%	16,8%	16,5%
Crescimento Perpetuo	3,6%	10,0	10,2	10,4	10,7	10,9
	3,8%	10,1	10,3	10,6	10,8	11,1
	4,0%	10,2	10,4	10,7	10,9	11,2
	4,2%	10,3	10,5	10,8	11,0	11,3
	4,4%	10,4	10,6	10,9	11,2	11,5

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os resultados demonstram que o valor da ação apresenta relação inversa com o WACC e relação direta com o crescimento de perpetuidade, em conformidade com os fundamentos teóricos do FCD. No modelo A, a variação de 1 p.p. no WACC resulta em uma oscilação média de aproximadamente 15% no valor da ação, enquanto a variação de 0,5 p.p. no crescimento perpétuo altera o valor em torno de 8%.

No modelo B, a mesma variação de WACC produz impacto médio inferior, de cerca de 10%, e o crescimento perpétuo altera o valor da ação em torno de 6%. A menor volatilidade reflete o efeito estabilizador das premissas operacionais do modelo. De modo geral, o modelo B apresenta uma estrutura mais resiliente a oscilações de custo de capital.

Com o objetivo de compreender o efeito dos direcionadores operacionais sobre o valor estimado da ação, foi realizada uma análise de sensibilidade considerando variações de $\pm 20\%$ nas principais variáveis do Modelo B, que é representada na Tabela 36. Esse intervalo reflete as projeções utilizadas no modelo, que representam as faixas de crescimento esperadas para o horizonte de cinco anos.

Tabela 36 – Análise de Sensibilidade: Frequência de Compra × Retenção

Modelo B		Frequência de Compra / Ano				
		0,58	0,65	0,72	0,79	0,86
Retenção	26,4%	9,4	10,1	10,8	11,5	12,2
	24,2%	9,3	10,0	10,7	11,4	12,2
	22,0%	9,3	10,0	10,7	11,4	12,1
	19,8%	9,2	9,9	10,6	11,3	12,0
	17,6%	9,1	9,8	10,5	11,2	11,9

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na primeira análise, relacionando a frequência de compra e a retenção de clientes, observa-se que ambas as variáveis possuem comportamento positivo em relação ao valor da ação, mas com intensidades distintas. A frequência de compra apresenta elasticidade maior, com variações mais amplas no *valuation*.

Nos casos-base, o valor da ação varia de R\$ 9,3 para R\$ 12,2 quando a frequência aumenta 20%, enquanto a retenção, variando no mesmo intervalo percentual, altera o valor apenas de R\$ 10,5 para R\$ 10,8.

Esse resultado confirma que o fator de maior sensibilidade do modelo é a frequência de compra, uma vez que a receita projetada deriva diretamente do número de compras, enquanto a retenção atua de forma mais gradual, prolongando o ciclo de relacionamento, impactando menos no número de compras.

Tabela 37 – Análise de Sensibilidade: Frequência de Compra × CLV/CAC

Modelo B		Frequência de Compra / Ano				
		0,58	0,65	0,72	0,79	0,86
LTV/CAC	3,5	11,4	12,4	13,3	14,3	15,3
	3,2	10,4	11,3	12,1	13,0	13,8
	2,9	9,3	10,0	10,7	11,4	12,1
	2,6	7,8	8,4	8,9	9,4	9,9
	2,3	6,1	6,4	6,7	7,0	7,3

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base nessa constatação, foi realizada uma segunda análise comparando a frequência de compra com a eficiência operacional medida pelo índice CLV/CAC na Tabela 37, utilizado para projetar o CAC e despesas com vendas. Os resultados mostram que as duas variáveis estão positivamente correlacionadas ao valor da ação, indicando que aumentos de frequência e de eficiência de aquisição elevam significativamente o *valuation*.

Nos cenários analisados, o valor da ação passa de R\$ 6,1 no cenário de menor eficiência e menor frequência, para R\$ 15,3 no cenário de maior eficiência e engajamento. Esse comportamento reflete o esperado conforme o CLV/CAC aumenta, há melhor aproveitamento do investimento em aquisição de clientes, e o crescimento da frequência amplia o volume de receita gerada, ambos resultando em ganhos expressivos de valor econômico.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho partiu da constatação de que o valor das empresas tem se tornado cada vez mais dependente de valor intangível e não apenas de resultados operacionais tradicionais. Esse movimento reflete a transformação estrutural do mercado, no qual o desempenho financeiro passa a ser fortemente influenciado pela capacidade de uma companhia em orquestrar um ecossistema de negócios. Observa-se que muitas empresas estão em processo de transição para esse modelo, como é o caso da Track&Field. O desafio reside em compreender como capturar o valor dessas empresas em transição, uma vez que os modelos tradicionais de *valuation*, como o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), não incorporam adequadamente os efeitos de fatores intangíveis como fidelização, recorrência e engajamento. Foi a partir dessa lacuna que se estruturou a presente pesquisa.

O objetivo central do trabalho foi propor uma estrutura metodológica capaz de adaptar o FCD, incorporando o valor na avaliação de empresas em transição para ecossistemas de negócios. A fundamentação teórica abordou o conceito de ecossistemas e suas classificações, com base nos modelos de Urmetzer, Neely e Martinez (2017), discutindo as formas de interdependência e criação de valor compartilhado entre agentes econômicos. A partir dessa base, identificou-se a ausência de uma classificação direta na literatura, o que justificou a análise comparativa entre empresas varejistas autodeclaradas ecossistemas, como Renner, Grupo SBF, Arezzo e Magazine Luiza. Essa etapa metodológica permitiu compreender como tais organizações se estruturam e geram valor a partir de conexões e redes de complementaridade.

Com base nessa análise, observou-se que a Track&Field e o Grupo SBF compartilham características centrais em suas estratégias, ambas buscam criar comunidades engajadas e fortalecer o relacionamento com o cliente, tendo como foco o aumento do Customer Lifetime Value (CLV) e a redução do Customer Acquisition Cost (CAC). Esse entendimento serviu de base para o desenvolvimento do modelo proposto, que adapta o FCD tradicional à inclusão dessas métricas relacionais. O modelo considera o CLV, que se relaciona diretamente à retenção e à frequência de compra, enquanto o CAC atua como variável de eficiência comercial. Assim, busca tangibilizar, dentro das projeções financeiras, os principais direcionadores de valor de um ecossistema.

A comparação entre os modelos elaborados demonstrou que o Modelo B apresentou valor justo de R\$ 10,70 por ação, enquanto o Modelo A chegou a R\$ 8,10. Observou-se que o Modelo A manteve-se próximo ao preço de mercado ao final de 2024 (R\$ 8,90), enquanto o Modelo B, ao incorporar as variáveis intangíveis, resultou em valor superior, confirmando a hipótese inicial do estudo. Essa diferença reflete a capacidade do modelo ajustado de capturar a eficiência incremental entre o crescimento de receita e o controle de despesas, derivada da ampliação do relacionamento com o cliente e do fortalecimento do ecossistema. Em outras palavras, o modelo foi capaz de internalizar, de forma coerente e fundamentada, o valor adicional proveniente do aumento do CLV e da redução marginal do CAC.

A proposta apresentada oferece, portanto, uma contribuição metodológica ao campo do *valuation*, ao ampliar o escopo do FCD e permitir uma mensuração mais completa do valor econômico de empresas baseadas em ecossistemas com foco similar ao da Track&Field. Ao incluir métricas operacionais, o modelo reduz a lacuna entre o valor contábil e o valor percebido pelo mercado, sobretudo em setores em que o desempenho financeiro é afetado por fatores intangíveis. Essa integração entre variáveis de marketing e finanças representa um avanço teórico e prático, ao evidenciar que a geração de resultados futuros está diretamente ligada à qualidade e duração das relações com os clientes.

O estudo, contudo, apresenta limitações. A principal delas refere-se à indisponibilidade de dados operacionais detalhados de empresas de capital aberto, como número de clientes, taxas de retenção e indicadores de engajamento. Esse fato exigiu o uso de benchmarks setoriais e estimativas conservadoras para calibração do modelo, conforme verificado no tópico 5.7. Além disso, as projeções utilizadas basearam-se em históricos, relatórios corporativos e informações públicas, o que restringe a precisão dos resultados. Pesquisas futuras podem buscar aproximações para estimar variáveis relacionais, explorando dados de NPS, engajamento digital e usuários ativos nas plataformas, o que permitiria maior refinamento na mensuração de CLV e CAC e aumentaria a robustez do modelo proposto para a Track&Field.

Outra limitação está associada ao escopo da análise do ecossistema, que se concentrou nas ações refletidas no *sell out*, isto é, nas vendas diretas ao consumidor final. Embora essa abordagem capture os efeitos mais imediatos do ecossistema sobre o varejo principal, ela não engloba o impacto das demais verticais de negócio, como a TFC Food & Market, a TF Mall e a TF Sports. Dentre essas, apenas a TF

Sports apresenta receitas consolidadas e projeções mais maduras, que permitiu incluir no modelo. Já as verticais TFC Food & Market e TF Mall ainda se encontram em fase inicial, com receitas não plenamente evidenciadas nos demonstrativos financeiros e, portanto, não projetadas nas estimativas futuras. Assim, a presente pesquisa buscou compreender como o ecossistema potencializa o desempenho do varejo principal, capturando apenas parte do valor total gerado por essa estrutura integrada. Estudos futuros podem aprofundar a mensuração dos efeitos dessas novas frentes, permitindo avaliar de forma mais abrangente a contribuição de cada vertical na criação de valor dentro do ecossistema Track&Field.

Mesmo diante dessas limitações, o trabalho oferece contribuições. Ao integrar indicadores relacionais ao FCD, amplia-se o debate sobre a mensuração de valor em ecossistemas de negócio ainda não traduzidos em linhas de receita. A proposta aproxima o *valuation* de varejistas da realidade dos ecossistemas, e oferece uma possibilidade para investidores realizarem análises econômicas diante da crescente intangibilidade dos ativos empresariais. O estudo estabelece um ponto de convergência entre as teorias de finanças corporativas e as abordagens de relacionamento e marketing.

O trabalho de Felipe Santos (2023) também realizou uma avaliação da Track&Field por meio do método do Fluxo de Caixa Descontado. O presente estudo, entretanto, propõe uma abordagem distinta tanto na estrutura das premissas quanto no foco analítico da avaliação. Enquanto Santos (2023) desenvolveu seu modelo a partir de uma aplicação tradicional do FCD, projetando a receita com base na evolução da receita média por loja, o modelo A deste trabalho adota como premissa central a projeção do número de compras, mantendo, ainda assim, aderência à lógica tradicional do método.

Nesse sentido, ambos os modelos apresentam comparabilidade conceitual no âmbito do FCD tradicional, ainda que partam de vetores operacionais distintos. A principal diferença e contribuição desta pesquisa, contudo, reside no modelo B, que incorpora explicitamente os efeitos do ecossistema de wellness da Track&Field, adaptando o FCD a indicadores-chave relacionados a engajamento, recorrência e expansão do relacionamento com o cliente, além de aprofundar a discussão acadêmica sobre ecossistemas de negócios como elemento relevante na avaliação de empresas.

Com isso, a pesquisa reforça que o valor de uma empresa varejista no contexto atual não se restringe ao desempenho operacional, mas também à sua capacidade de gerar e potencializar valor dentro de um ecossistema, vinculado. O modelo desenvolvido cumpre seu papel ao demonstrar que é possível adaptar o FCD para incorporar o valor intangível proveniente de estratégias de ecossistema. Ao integrar métricas de relacionamento ao Fluxo de Caixa Descontado, o trabalho oferece uma proposta teórica e aplicada para o *valuation* de empresas em transição para ecossistemas similares ao da Track&Field.

7 REFERÊNCIAS

ACCENTURE. ***Retail's New Reality: The Future of Retail in 2021 and Beyond.***

Dublin: Accenture, 2021.

ADNER, Ron. Ecosystem as structure: An actionable construct for strategy. **Journal of management**, v. 43, n. 1, p. 39-58, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1177/0149206316678451>.

ALI, Nafez; SHABN, Osama Samih. ***Customer lifetime value (CLV) insights for strategic marketing success and its impact on organizational financial performance.*** Cogent Business & Management, v. 11, n. 1, p. 2361321, 2024.

ANBIMA — Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. ***Projeções IPCA e IGP-M (setembro de 2024).*** São Paulo: ANBIMA, 2024.

AREZZO&CO. ***Formulário de Referência e Cadastral 2025.*** São Paulo: Arezzo&Co., 2025.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE COMÉRCIO ELETRÔNICO – ABComm. ***Crescimento do e-commerce brasileiro.*** São Paulo: ABComm, 2024.

ASSAF NETO, Alexandre. ***Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro.*** 10. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

ASSAF NETO, Alexandre. ***Finanças corporativas e valor.*** 7. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ASSAF NETO, Alexandre. ***Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas.*** São Paulo: Atlas, 2010.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti; ARAÚJO, Adriano Marcos Rodrigues de. ***Fundamentos de administração financeira.*** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. ***Fundamentos de administração financeira.*** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. ***Curso de administração financeira.*** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. ***Efeitos econômicos da pandemia de COVID-19. In: Relatório de Inflação – Março 2020.*** Brasília: BCB, 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. ***Relatório de Inflação 2022.*** Brasília: BCB, 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. ***Boletim Focus: Relatório de Mercado.*** Brasília: Banco Central do Brasil, 2025. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>.

BERGER, Paul D.; NASR, Nada I. **Customer lifetime value: Marketing models and applications**. Journal of Interactive Marketing, v. 12, n. 1, p. 17-30, 1998.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Investimentos-10**. AMGH Editora, 2014.

BOSTON CONSULTING GROUP. **Five major shifts to become a successful ecosystem strategy player**. 2022. Disponível em: <https://www.bcg.com/publications/2022/major-shifts-to-become-successful-ecosystem-strategy-player>. Acesso em: 06 jul. 2025.

BÖTTCHER, Timo Phillip et al. Towards the digital self-renewal of retail: The generic ecosystem of the retail industry. In: **International Conference on Wirtschaftsinformatik**. Cham: Springer International Publishing, 2021. p. 140-146.

BRADLEY, Chris; HIRT, Martin; SUTHERLAND, Sven; ZOHDY, Naina. **The great acceleration: How the pandemic is reshaping retail**. McKinsey & Company, 2021.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 16 jun. 2025.

BUGHIN, Jacques; WOETZEL, Lola. In: MCKINSEY & COMPANY. **Navegando em um mundo de disrupção**. 2019. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/featured-insights/innovation-and-growth/navigating-a-world-of-disruption/pt-BR>. Acesso em: 05 jul. 2025.

CHUNG, Violet et al. Ecosystem 2.0: Climbing to the next level. **McKinsey Quarterly**, v. 11, 2020. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/capabilities/tech-and-ai/our-insights/ecosystem-2-point-0-climbing-to-the-next-level>. Acesso em: 04 jul. 2025.

COLIN, Nicolas. 11 notes on Amazon - Part 2. **The Family – Medium**. Disponível em: <https://salon.thefamily.co/11-notes-on-amazon-part-2-e55aecf38a98> Acesso em: 15 jun. 2025.

COPELAND, Thomas E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. Pearson Makron Books, 2006.

COSTA JÚNIOR, José D' Araújo Fernandes da. **Valuation: avaliação de empresas**. 2011. 55 f. Monografia (Especialização) – Curso de Mercado de Capitais, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2011.

CPC – COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **CPC 04 (R1) – Ativo intangível**. Brasília: Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2019.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance**. 2. ed. New York: John Wiley & Sons, 2009.

DAMODARAN, Aswath. Equity risk premiums: Determinants, estimation and implications-the 2020 edition. **NYU Stern School of Business**, 2020.

DAMODARAN, Aswath. **Investment valuation**: tools and techniques for determining the value of any asset. 2. ed. New York: John Wiley & Sons, 2012.

DAMODARAN, Aswath. **The dark side of intangible assets**. 2009. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/intangibles.pdf>. Acesso em: 18 jun. 2025.

DAMODARAN, Aswath. **Valuing companies with intangible assets**. Stern School of Business, set. 2009.

DAUGHERTY, Paul; CARREL-BILLIARD, Marc; BILTZ, Michael. **Accenture Technology Vision 2016: People First – The Primacy of People in a Digital Age**. Dublin: Accenture, 2016.

DELOITTE. **Integrating tools to increase customer insights – Client case study: Streamlining access to customer data**. [S. l.]: Deloitte, 2022.

DELOITTE. **2023 Retail Industry Outlook**. [s.l.]: Deloitte LLP, 2023.

DITO. **“77 % dos consumidores do Varejo de Moda são inativos”**. Blog Dito, 14 nov. 2019.

ECONOMY, Platform. Technology-driven business model innovation from the outside in. **Accenture. Technology Vision**, 2016.

ERNST & YOUNG (EY). **Tech Horizon 2022: How CEOs are navigating the next stage of digital transformation**. Londres: EY Global, 2022.

EVANS, P.; GAWER, A. **The rise of the platform enterprise**: a global survey. New York: The Center of Global Enterprise, 2016. Disponível em: <https://openresearch.surrey.ac.uk/esploro/outputs/report/The%E2%80%90Rise%E2%80%90of%E2%80%90the%E2%80%90Platform%E2%80%90Enterprise/99516671002346>. Acesso em: 10 jul. 2025.

EXAME. Arezzo e Grupo Soma anunciam fusão e criam gigante da moda nacional. **Exame**, 2024. Disponível em: <https://exame.com>. Acesso em: 24 maio 2025.

EXAME. Dono da Centauro vai além do varejo para virar um ecossistema de esporte. **Exame**, 2021. Disponível em: <https://exame.com/negocios/dono-da-centauro-vai-alem-do-varejo-para-virar-um-ecossistema-de-esporte/>. Acesso em: 18 jun. 2025.

EXAME. Quantas empresas o Magazine Luiza comprou? **Exame**, 2021. Disponível em: <https://exame.com/negocios/quantas-empresas-magazine-luiza-comprou/>. Acesso em: 18 jun. 2025.

FORBES. **Com foco no digital, Magalu lança fintech para deixar de usar tecnologia de terceiros**. Forbes Money, 12 mai. 2022.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GITMAN, Lawrence J. **Principles of managerial finance**. Addison Wesley Longman Higher Education, 1998.

GOLDSTEIN, Joel. Adapting to the new retail landscape: Embracing omnichannel strategies, **Forbes** 2023.

GRAND VIEW RESEARCH. **Sportswear Market Size, Share & Trends Analysis Report By Product, By End-user, By Distribution Channel, By Region, And Segment Forecasts, 2024 - 2030**. 2024.

GRUPO SBF. **Demonstrações financeiras – 4T24**. Disponível em: <https://ri.gruposbf.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. GUPTA, Sunil; LEHMANN, Donald R.; STUART, Jennifer A. **Valuing customers**. Journal of Marketing Research, v. 41, n. 1, p. 7-18, 2004.

GRUPO SBF S.A. **Release de Resultados – exercício encerrado em 31 de dezembro de 2020**. São Paulo: Grupo SBF S.A., 2021.

GRUPO SBF S.A. **Demonstrações financeiras individuais e consolidadas em 31 de dezembro de 2020 e 2019 – divulgação de resultados 4T20 & 2020**. São Paulo: Grupo SBF S.A., 30 mar. 2021.

GRUPO SBF S.A. **Release de Resultados – exercício encerrado em 31 de dezembro de 2022**. São Paulo: Grupo SBF S.A., 2023.

GRUPO SBF S.A. **Divulgação de Resultados 4T24 – Exercício encerrado em 31 de dezembro de 2024**. São Paulo: Grupo SBF S.A., 18 mar. 2025.

GUPTA, Sunil. **Customer-Based Valuation**. Journal of Interactive Marketing, v. 23, n. 2, p. 169-178, 2009.

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS — FGVce-v. “A hora e a vez do e-commerce: com pandemia, comércio online mais que dobra e já chega a 21 % das vendas do varejo.” São Paulo: FGVce-v, [s.d.].

IAB EUROPE. **Attitudes to Retail Media – Report 2024**. Londres: IAB Europe, 2024.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Rendimento médio mensal real da população residente com rendimento – 2022**. Agência de Notícias – IBGE, 11 maio 2023. Brasília: IBGE, 2023.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 6. ed. São Paulo: IBGC, 2023.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). **Boletim de Economia e Política Internacional – volume X, número Y**. Brasília: IPEA, 2022.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **IAS 38 — Ativos Intangíveis**. Londres: IFRS Foundation, 2021.

JANES, Darwin. **LTV/CAC Ratio: What It Is & How to Calculate It**. 2025. Harvard Business School. Disponível em: <https://online.hbs.edu/blog/post/ltv-cac>. Acesso em: 24 mai. 2025.

KENNEDY, Dan. The Bezos effect: how Amazon's founder is reinventing the Washington Post—and what lessons it might hold for the beleaguered newspaper business. **Shorenstein Center**, 2016.

KUMAR, V.; REINARTZ, Werner. **Creating Enduring Customer Value**. Journal of Marketing, v. 80, n. 6, p. 36-68, 2016. DOI: 10.1509/jm.15.0414.

LI, Nan. Intangible capital and stock prices. **Available at SSRN 1447806**, 2009. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1447806>.

LIVNE, Gilad; SIMPSON, Ana; TALMOR, Eli. **Do customer acquisition cost, retention and usage matter to firm performance and valuation?**. Journal of Business Finance & Accounting, v. 38, n. 3-4, p. 334-363, 2011.

LOJAS RENNER S.A. **Relatório Anual 2024**. Porto Alegre: Lojas Renner S.A., 2025.

LOJAS RENNER S.A. **Formulário de Referência e Cadastral – formulário versão 5/2025**. Porto Alegre: Lojas Renner S.A. 2025.

LOOP RETURNS; Retail Gazette. **“Apparel brands see a 23.2% retention rate – how does your industry compare?”** *Retail Gazette*, 2025.

LUKIN, Ivan. Determinants of Financial Performance of Business Ecosystems in Russia. **Корпоративные финансы**, v. 18, n. 4, p. 34-50, 2024. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.4.2024.34-50.

LULULEMON ATHLETICA INC. **Annual Report 2017**. Vancouver: Lululemon Athletica Inc., 2018.

LUNDHOLM, Russell James; SLOAN, Richard G. Equity valuation and analysis with eVal. **(No Title)**, 2004.

MAGAZINE LUIZA S.A. **Nossa Estratégia**. São Paulo: Magazine Luiza S.A., 2025.

MARION, José Carlos. **Contabilidade empresarial**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo Maimone; PEREIRA, Fernando. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity**. São Paulo: Pearson, 2010.

MATARAZZO, Dante Carmine. Análise financeira de balanços. **São Paulo**, v. 5, p. 47, 1995.

MAUBOUSSIN, Michael J.; CALLAHAN, Dan. ***The Incredible Shrinking Value of Capital***. Morgan Stanley Research – Counterpoint Global Insights, 2022.

MCKINSEY & COMPANY. **The trends defining the \$1.8 trillion global wellness market in 2024**. 2024. Disponível em:

<https://www.mckinsey.com/industries/consumer-packaged-goods/our-insights/the-trends-defining-the-1-point-8-trillion-dollar-global-wellness-market-in-2024>. Acesso em: 24 maio 2025.

MIGUEL, Paulo Augusto Cauchick. Estudo de caso na engenharia de produção: estruturação e recomendações para sua condução. **Production**, v. 17, p. 216-229, 2007. Disponível em:

<https://www.scielo.br/j/prod/a/zhVnv4mW8pvWc3hTxvfXt4L/?format=html&lang=pt>. Acesso em: 07 jul. 2025.

MIN, Sungwook; ZHANG, Xubing; KIM, Namwoon; SRIVASTAVA, Rajendra K. ***Customer acquisition and retention spending: an analytical model and empirical investigation in wireless telecommunications markets***. Journal of Marketing Research, v. 53, n. 5, p. 728-744, 2016.

MOORE, James F. The death of competition: leadership and strategy in the age of business ecosystems. New York: **HarperBusiness**, 1996.

MOSTAGHEL, R.; outros. ***Digitalization-enabled retail business model innovation: A retail ecosystem perspective***. Journal of Business Research, v. 146, p. 134-145, 2022.

NETO, Alexandre Assaf; LIMA, Fabiano Guasti. **Curso de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2009.

NETO, Alexandre Assaf; LIMA, Fabiano Guasti; DE ARAÚJO, Adriana Maria Procópio. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 43, n. 1, p. 72-83, 2008.

OCEAN TOMO. **Intangible Asset Market Value Study**. 2020. Disponível em: <https://oceantomo.com/intangible-asset-market-value-study/>. Acesso em: 08 jul. 2025.

PEREIRA, Matheus de Sousa; DE CASTRO, Beatriz Schmitt; CORDEIRO, Brenda Alves; DE CASTRO, Bruno Schmitt; PEIXOTO, Maria Gabriela Mendonça; DA SILVA, Eugenia Cornils Monteiro; GONÇALVES, Marcelo Carneiro. ***Factors of Customer Loyalty and Retention in the Digital Environment***. Journal of Theoretical and Applied Electronic Commerce Research, v. 20, n. 2, p. 71, 2025.

PRICEWATERHOUSECOOPERS BRASIL (PwC). ***Mercado da maioria — Como a força da população de baixa renda está transformando o setor de varejo e consumo no Brasil***. São Paulo: PwC Brasil, 2023.

PORTER, Michael E. The five competitive forces that shape strategy. **Harvard business review**, v. 86, n. 1, p. 78, 2008.

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

RIGNEL, Bruno. **Comentário técnico de fundo investidor da Track&Field**. Informação verbal recebida em out. 2025.

SEVERINO, Antônio Joaquim. **Metodologia do trabalho científico**. Cortez editora, 2017.

SORESCU, Alina; FRAMBACH, Ruud T.; SINGH, Jagdip; RANGASWAMY, Arvind; BRIDGES, Claire. **Innovations in retail business models**. Journal of Retailing, v. 87, supl. 1, p. S3–S16, 2011. DOI: 10.1016/j.jretai.2011.04.005.

TORKAR, Leonardo. **Comentário técnico especialista em Valuation sobre a aplicação dos indicadores CLV e CAC em modelos de fluxo de caixa descontado voltados a ecossistemas empresariais no varejo**. Informação verbal recebida em set. 2025.

TRACK&FIELD CO S.A. **Release de Resultados Q4 2024**. São Paulo: Track&Field CO S.A., 2025.

TRACK&FIELD CO S.A. **Planilha Dinâmica**. São Paulo: Track&Field CO S.A., 2025.

TRACK&FIELD. **Nosso Negócio**. Disponível em: <https://www.tfco.com.br/ri/sobre-a-trackfield/nosso-negocio/#>. Acesso em: 02 nov. 2025.

URMETZER, Florian; NEELY, Andy; MARTINEZ, Veronica. Business Ecosystems: Towards a Classification Model. **Cambridge**, 2017.

UZMA, Shigufta Hena; SINGH, Jatinder Pal; KUMAR, Naveen. Discounted cash flow and its implication on intangible valuation. **Global Business Review**, v. 11, n. 3, p. 365-377, 2010.

VAN ALSTYNE, Marshall W.; PARKER, Geoffrey G.; CHOUDARY, Sangeet Paul. Reasons platforms fail. **Harvard business review**, v. 31, n. 6, p. 2-6, 2016.

VERHOEF, Peter C.; KANNAN, P. K.; INMAN, J. Jeffrey. **From multi-channel retailing to omni-channel retailing: introduction to the special issue on multi-channel retailing**. Journal of Retailing, v. 91, n. 2, p. 174–181, 2015.

VIDAL, Josep Pont. Metodologia Comparativa e Estudo de Caso (Paper 308). **Papers do NAEA**, v. 1, n. 1, 2013.

APÊNDICE A – ENTREVISTAS COM ESPECIALISTAS

Objetivo da entrevista: Compreender a percepção de especialistas em M&A e *Valuation* sobre a integração de fatores intangíveis e relacionais em modelos de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), considerando o contexto de ecossistemas de negócio.

Número de entrevistas: Duas entrevistas semiestruturadas.

Duração estimada: Aproximadamente 1 hora cada.

Roteiro de perguntas:

1. Como você definiria o conceito de ecossistema de negócios no contexto atual das empresas brasileiras?
2. Na sua percepção, quais são os principais direcionadores de valor em empresas que operam sob essa lógica?
3. Em que medida indicadores como *Customer Lifetime Value* (CLV) e *Customer Acquisition Cost* (CAC) podem contribuir para mensurar valor em modelos de ecossistema?
4. Quais são os principais desafios para incorporar elementos intangíveis no *valuation* tradicional (FCD)?
5. Quais premissas ou variáveis deveriam ser priorizadas em um modelo ajustado de FCD voltado para empresas baseadas em ecossistema?
6. Você acredita que existem práticas de mercado ou benchmarks que possam servir de referência nesse tipo de análise?