

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**



**VALUATION: ENJOEI S.A. - RELATÓRIO DE ANDAMENTO**

**LEONARDO GOLDEMBERG**

**MATRÍCULA – 2010059**

**ORIENTADOR: *MARIA ELENA GAVA REDDO ALVES***

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pela professora tutora.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

## **Agradecimentos**

Gostaria de agradecer aos meus pais, Agnaldo e Andrea, família, professores da graduação do Departamento de Economia; Professor Marcia Garcia (Professor Tutor) e em especial a Maria Elena Gavva Reddo Alves(Professora Orientadora), que contribuíram para minha formação acadêmica e me deram todo o suporte e ensinamento necessário nesta jornada.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
<b>2. COMÉRCIO ELETRÔNICO.....</b>	<b>4</b>
<b>2.1. Breve Histórico Sobre o Comércio Eletrônico .....</b>	<b>4</b>
<b>2.2. Comércio Eletrônico no Brasil .....</b>	<b>6</b>
<b>2.3. A Enjoei .....</b>	<b>8</b>
<b>2.3.1 Histórico da Companhia .....</b>	<b>9</b>
<b>2.3.2 Estrutura acionária .....</b>	<b>9</b>
<b>2.3.3 Diretoria Executiva .....</b>	<b>10</b>
<b>2.3.4 Conselho de Administração .....</b>	<b>10</b>
<b>3. REVISÃO DE LITERATURA .....</b>	<b>11</b>
<b>4. METODOLOGIA .....</b>	<b>19</b>
<b>4.1. Análise de Fluxo de Caixa Descontado (DCF).....</b>	<b>20</b>
<b>4.2. Fluxo de Caixa para o Acionista<sup>1</sup>.....</b>	<b>22</b>
<b>4.3. Fluxo de Caixa para a Firma<sup>2</sup>.....</b>	<b>23</b>
<b>4.4. Custo Médio Ponderado de Capital<sup>3</sup> .....</b>	<b>24</b>
<b>4.5. Custo de Capital Próprio<sup>4</sup> .....</b>	<b>25</b>
<b>4.6. Valor Patrimonial de Liquidação .....</b>	<b>26</b>

---

<sup>1</sup> <https://www.suno.com.br/artigos/fcfe/>

<sup>2</sup> <https://www.suno.com.br/artigos/fcff/>

<sup>3</sup> <https://www.suno.com.br/artigos/wacc/>

<sup>4</sup> <https://www.treasy.com.br/blog/custo-de-capital-capital-proprio-x-capital-de-terceiros/>

<b>5. VALUATION DA ENJOEI</b>	
<b>5.1. Cálculo do Fluxo de Caixa Descontado (DCF )<sup>5</sup></b> .....	<b>27</b>
<b>5.2 Taxa de Desconto (WACC )</b> .....	<b>28</b>
<b>5.3 Custo de Capital Próprio (Ke )</b> .....	<b>28</b>
<b>5.4 Custo de Capital de Terceiros (Kd )</b> .....	<b>30</b>
<b>5.5 Cálculo do Valor do E ( Valor do Mercado da Empresa )<sup>6</sup></b> .....	<b>30</b>
<b>5.6 Cálculo da Taxa de Desconto ( WACC)</b> .....	<b>31</b>
<b>5.7 Cálculo do Taxa de Crescimento Composto (CAGR) .....</b>	<b>31</b>
<b>5.8 Cálculo da Taxa de Crescimento (CAGR ) na Perpetuidade.....</b>	<b>32</b>
<b>5.9 Cálculo do Enterprise Value(Valuation )<sup>7</sup></b> .....	<b>33</b>
<b>5.10 Cálculo pelo Valor Patrimonial de Liquidação (VPL )</b> .....	<b>37</b>
<b>5.11 Valor de mercado na Bolsa de Valores B3</b> .....	<b>40</b>
<b>6. CONCLUSÃO .....</b>	<b>42</b>
<b>7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>44</b>
<b>8. ANEXO 1: Histórico de resultados da Enjoei 2022</b> .....	<b>47</b>

---

<sup>5</sup> <https://www.startuphero.com.br/fluxo-de-caixa-descontado-na-pratica/>

<sup>6</sup> <https://investidor10.com.br/acoes/enju3/>

<sup>7</sup> Valor da Empresa , somatório do valor de mercado das ações de uma empresa com sua dívida líquida, menos o caixa e equivalentes

## **Lista de Tabelas**

Tabela 1. Projeção das Variáveis Necessárias para Cálculo do Valuation da Enjoei

Tabela 2. Fluxo de Caixa Livre e Descontado para Cálculo do Valuation da Enjoei

Tabela 3. Valor Justo da Ação baseado no Fluxo Descontado

Tabela 4. Demonstrativo de resultado do Exercício

Tabela 5. Balanço Patrimonial

Tabela 6: Demonstração de Fluxo de Caixa

Tabela 7: Dados Operacionais

## 1. INTRODUÇÃO

O comércio eletrônico é um importante segmento da economia brasileira. Segundo o Relatório Neotrust<sup>8</sup>, para o segundo semestre de 2022, o *e-commerce* teve 38,4 bilhões de reais em faturamento e 89,6 milhões de pedidos no país. O relatório ainda aponta o setor de moda e acessórios como a quarta categoria com maior *share*<sup>9</sup> do mercado de comércio eletrônico no que diz respeito aos valores, e como o primeiro em número de pedidos.

Esses dados reforçam a importância de analisar empresas que atuam no setor de moda e acessórios no ambiente online. Compreender o valor econômico das marcas dentro do contexto do e-commerce é essencial para investidores e interessados no setor, uma vez que o *valuation* oferece noções sobre o potencial de retorno financeiro e a posição competitiva da empresa nesse mercado em constante evolução.

O setor de comércio eletrônico ficou ainda mais aquecido durante a pandemia da COVID-19, contribuindo de forma relevante com o distanciamento social necessário do período. Durante a recente pandemia, houve também o crescimento do mercado de segunda mão, pois muitas pessoas perderam seus empregos ou principais fontes de renda e tiveram que ir em busca de uma alternativa para ganhar dinheiro e para comprar itens mais baratos.

Dada a relevância do setor do *e-commerce* e do setor de moda e acessórios dentro dela, o presente trabalho tem como objetivo central analisar o *valuation* da marca Enjoei. O *valuation* da marca Enjoei se torna relevante para investidores, acionistas e interessados no mercado de e-commerce e moda, pois permite avaliar o valor econômico da empresa e o potencial de retorno financeiro. Essas informações são essenciais para tomadas de decisões estratégicas, tanto para investidores que desejam alocar recursos financeiros, quanto para acionistas que buscam maximizar o valor de seus investimentos.

A análise do *valuation* da Enjoei não apenas avalia o valor econômico da empresa, mas também oferece *insights* importantes sobre o mercado de e-commerce e moda em geral. Ao examinar os fatores que afetam o valor da empresa, é possível compreender

---

<sup>8</sup> Neotrust: É uma empresa de referência de *e-commerce* brasileiro que possui a maior fonte de dados e inteligência acompanhando a jornada do consumo em todas as suas etapas, atendendo varejo, indústrias, mercado financeiro e outros segmentos.

<sup>9</sup> Market Share: É um indicador que apresenta o tamanho da participação que uma empresa tem dentro de um mercado.

melhor as tendências, oportunidades e desafios presentes no setor. Essa análise proporciona uma visão mais ampla do ambiente de negócios, o que por sua vez auxilia na formulação de estratégias que impulsionam o crescimento da empresa e permitem que ela se destaque em um mercado competitivo.

A empresa surgiu no Brasil em 2009 como um brechó virtual e hoje, de acordo com o site da própria empresa, são mais de 370 mil vendedores e mais de 2 milhões de produtos cadastrados. O site permite a venda dos mais diversos produtos novos e usados e, com isso, contribui de forma significativa com um mundo mais sustentável e com a economia circular.

O crescimento do tema ESG<sup>10</sup>, impulsiona o mercado de segunda mão, atingindo não só a geração mais jovem, tornando os consumidores cada vez mais conscientes, o que favorece a moda sustentável. A Enjoei tem como principal diferencial a experiência divertida e suas funcionalidades, levando o consumidor a se engajar na plataforma.

Segundo Póvoa (2012), “*valuation* é a técnica de “reduzir a subjetividade” de algo que é subjetivo por natureza, sendo o principal objetivo do avaliador atingir uma região de preço para o ativo”. O autor destaca que preço e valor são conceitos distintos, sendo o preço mais objetivo e indiscutível, enquanto o valor depende do julgamento e perfil de risco de quem avalia.

A análise foi feita através do método de Fluxo de Caixa Descontado, que é o mais usual nos casos de compra e venda de uma empresa e com base nos resultados financeiros do ano de 2022. Além disso, foi analisado o valor de mercado na Bolsa de Valores B3 da empresa para que as conclusões fossem mais robustas.

Ao realizar uma análise de valuation da Enjoei utilizando tanto o Método do Fluxo Descontado (DCF) calculado é maior que o valor calculado pelo Método do Valor de Mercado na Bolsa de Valores B3, o que podemos constatar que a empresa Enjoei possui um sólido potencial de retorno financeiro e crescimento .

É importante ressaltar que o Valor de Mercado B3 de uma empresa está relacionado à capitalização das ações negociadas na Bolsa, ou seja, reflete a relação entre os papéis

---

<sup>10</sup> ESG: É um termo que vem ganhando destaque nos últimos anos e, ao contrário do que muitas pessoas imaginam, essa sigla representa práticas que vão muito além da sustentabilidade ambiental. A definição é “Environmental” (ambiental), “Social” (social) e “Governance” (governança).

emitidos e suas cotações no momento da análise, influenciado pela oferta e demanda. A cotação do ativo na B3 varia conforme o interesse dos investidores, impactando diretamente seu valor. Assim, o Valor de Mercado não está diretamente ligado ao patrimônio ou caixa da empresa, mas sim ao montante total do preço das ações em circulação no mercado. Essa diferença entre o Valor de Mercado e o Valor calculado pela DCF ocorre porque este último leva em consideração os ativos e lucros da empresa.

O *valuation* permite um planejamento de futuras estratégias, do que pode influenciar a atividade da empresa, como também traçar metas futuras que definirão premissas para a projeção de seu fluxo de caixa, além de dimensionar se é possível diversificar os investimentos tais como compra de equipamentos e infraestrutura, principalmente por exigir financiamentos e calcular os lucros da empresa em períodos determinados. Sendo assim, as conclusões deste trabalho podem servir de apoio para empresa e seus acionistas.

## **2. COMÉRCIO ELETRÔNICO**

### **2.1. Breve Histórico Sobre o Comércio Eletrônico**

O comércio eletrônico revolucionou as relações comerciais entre as empresas e os consumidores, bem como entre diferentes países e também ampliou as possibilidades e alternativas tanto para compradores, quanto para vendedores. Outro aspecto positivo do comércio eletrônico é o maior conforto e comodidade que trouxe para as pessoas.

Mohapatra (2019) relata que a história do comércio eletrônico tem início em 1991, ano em que a internet passou a estar disponível para fins comerciais, inicialmente como ferramenta para o processo de execução de transações eletronicamente com a ajuda das principais tecnologias da época, como intercâmbio eletrônico de dados e transferência eletrônica de fundos, o que permitia que empresas enviassem e recebessem documentos.

Ainda de acordo com Mohapatra (2019), ao longo da evolução do comércio eletrônico, vários fatores contribuíram para o aumento gradual da confiança dos consumidores na utilização das compras online. Inicialmente, muitos consumidores ficaram hesitantes devido a preocupações com o uso indevido de suas informações de crédito, que foram exacerbadas por vários casos de violação de dados online e fraude. Apesar da crescente popularidade da internet entre o público em geral desde 1994, levou um tempo significativo para estabelecer e inculcar confiança entre os usuários online.

Depois que protocolos de segurança foram desenvolvidos, os consumidores começaram a considerar seriamente o marketing online como uma opção viável. Além disso, a introdução da segurança digital permitiu um acesso rápido e seguro à Internet. Esses recursos de segurança aprimorados, que surgiram no final da década de 1990, contribuíram para um aumento no consumo de marketing online. Com a introdução desses novos recursos de segurança, o significado do comércio eletrônico foi redefinido. Tornou-se conhecido como o processo de compra de bens e serviços online usando conexões seguras e serviços de pagamento eletrônico (Mohapatra, 2019).

É importante ressaltar que, embora a confiança dos consumidores no comércio eletrônico tenha aumentado significativamente ao longo dos anos, ainda existem desafios a serem enfrentados. Questões como segurança cibernética, proteção de dados e garantia de

privacidade continuam sendo preocupações importantes para os consumidores e para as empresas do setor

No início do comércio eletrônico, as compras pela internet eram restritas a um número limitado de empresas e produtos. Entretanto, com o progresso da tecnologia e a ampla disseminação da internet, o número de pessoas que optam por comprar online aumentou significativamente. A partir dos anos 2000, o comércio eletrônico se expandiu rapidamente e tornou-se um dos setores mais promissores da economia global.

De acordo com dados da Ebit Nielsen<sup>11</sup>, no ano de 2021, aproximadamente 2,14 bilhões de pessoas em todo o mundo realizaram compras online. Considerando que em julho de 2022 a população mundial ultrapassou os 7,9 bilhões de habitantes, é possível afirmar que pelo menos 27% da população mundial utiliza o comércio eletrônico para atender suas necessidades de consumo.

Segundo Kate Taylor<sup>12</sup> (2019), espera-se que o comércio eletrônico continue a crescer, especialmente em países desenvolvidos. Segundo a mesma, a previsão de crescimento da penetração de mercado do setor é de mais de 25% até 2026.

Além disso, a pandemia de COVID-19 acelerou ainda mais o crescimento do comércio eletrônico, já que muitas pessoas passaram a fazer compras e vendas online por necessidade e conveniência. Com as restrições de distanciamento social e as medidas de segurança implementadas, muitas pessoas passaram a recorrer às compras e vendas online como uma alternativa segura e conveniente. A necessidade de adquirir produtos essenciais sem sair de casa e a busca por entretenimento e produtos diversos contribuíram para o aumento da demanda no comércio eletrônico. Essa mudança no comportamento do consumidor impulsionou o crescimento das plataformas online, incluindo a marca Enjoei, que se beneficiou desse aumento da atividade no ambiente virtual.

De acordo com UNCTAD<sup>13</sup> (2020), durante a pandemia, apesar da redução substancial na atividade econômica geral, o comércio eletrônico experimentou um crescimento significativo na participação de mercado em muitos setores, especialmente em mercados domésticos onde as restrições de movimento e as preocupações com a interação

---

<sup>11</sup> Empresa que mede a relevância das lojas virtuais brasileiras, avaliando se elas são confiáveis.

<sup>12</sup> TAYLOR, K. The retail apocalypse is far from over as analysts predict 75,000 more store closures. 2019

<sup>13</sup> Sigla para United Nations Conference on Trade and Development,. Em português, Conferência das Nações Unidas para o Comércio e Desenvolvimento.

social incentivam as compras online. O e-commerce superou o comércio e varejo tradicionais, consolidando-se como uma opção viável para os consumidores em todo o mundo.

O comércio eletrônico revolucionou a indústria da moda, permitindo que os consumidores comprem no conforto de suas casas e abrindo mercados globais para marcas de moda. Paralelamente, tem havido um foco crescente nas questões ambientais, sociais e de governança (ESG<sup>14</sup>) no setor da moda. Os consumidores estão cada vez mais preocupados com o impacto ambiental da produção de moda, bem como com os direitos trabalhistas e a transparência da cadeia de suprimentos, além de serem capazes de comprar roupas usadas.

À medida que o comércio eletrônico continua a crescer e se expandir, é essencial que estes aspectos ambientais, sociais e de governança sejam considerados. Dado que os consumidores estão cada vez mais preocupados com o impacto ambiental da indústria da moda, por exemplo, e buscam opções sustentáveis, como a compra de roupas usadas, as empresas devem se adaptar a essas demandas e adotar práticas mais responsáveis em suas operações.

No geral, o comércio eletrônico tem transformado a forma como os produtos são comprados e vendidos, oferecendo maior conveniência, acesso a mercados globais e oportunidades de negócios. À medida que avançamos para o futuro, é crucial que o comércio eletrônico seja desenvolvido de forma sustentável e ética, levando em consideração os impactos sociais e ambientais de suas operações.

## **2.2. Comércio Eletrônico no Brasil**

O e-commerce tem se mostrado cada vez mais importante para a economia brasileira. Dados apresentados em Ebit Nielsen indicam que o e-commerce brasileiro cresceu 27% em 2021, totalizando R\$182,7 bilhões em vendas. Com o crescimento do acesso à internet e a mudança nos hábitos de consumo dos brasileiros, o comércio eletrônico tem se consolidado como uma das principais formas de consumo no país. Ainda de acordo com dados expostos em Nielsen (2022), o número de consumidores brasileiros

---

<sup>14</sup> Sigla para Environmental, Social and Governance. Conjunto de padrões e boas práticas que objetiva definir se uma empresa é socialmente consciente, sustentável e corretamente gerenciada.

online foi de 79,7 milhões em 2020 para 87,7 milhões em 2021, o que representa um aumento de cerca de 10%. O aumento das vendas online tem impacto direto na geração de empregos e no faturamento de pequenas e médias empresas, contribuindo para o crescimento econômico do país.

Os setores mais importantes (importância % em pedidos por categoria) do e-commerce brasileiro em 2021, segundo Nielsen (2022), são, respectivamente, casa e decoração (14%), perfumaria e cosméticos (12%) e moda e acessórios (11%). Outra importante informação disponibilizada pelo relatório é a de que a região sudeste do Brasil foi responsável por 58% do crescimento do comércio eletrônico no país em 2021, enquanto a região Norte foi responsável por apenas 4% deste crescimento.

Acompanhando o crescimento do comércio eletrônico no Brasil, a economia colaborativa<sup>15</sup> pode ganhar muito mais espaço no país. O comércio eletrônico foi capaz de facilitar as vendas em sites de itens usados, como é o caso da OLX e da Enjoei.

De fato, o crescimento do comércio eletrônico no Brasil impulsionou o desenvolvimento da economia colaborativa. Os sites desta categoria proporcionaram um ambiente virtual propício para a venda de itens usados, permitindo que os consumidores se engajem na prática de reutilização e troca de produtos.

Essas plataformas contribuem para a redução do desperdício e o aumento da sustentabilidade, já que a reutilização de produtos evita que eles sejam descartados prematuramente. Além disso, por meio dessas plataformas, é possível criar anúncios detalhados, incluindo fotos e descrições dos produtos, e estabelecer um canal de comunicação direta entre as partes interessadas. Isso simplifica e agiliza o processo de negociação e torna as transações mais seguras.

A popularidade dessas plataformas no Brasil demonstra, em partes, o crescente interesse dos consumidores em adotar práticas de consumo mais conscientes e sustentáveis. Os consumidores estão cada vez mais preocupados com o impacto ambiental de suas escolhas de consumo e buscam alternativas que valorizem a reutilização e a economia

---

<sup>15</sup> Economia colaborativa é o “conjunto de sistemas de circulação de recursos que permite aos consumidores obter e fornecer, temporária ou permanentemente, recursos ou serviços valiosos por meio da interação direta com outros consumidores ou por meio de um mediador” (Ertz et al., 2016, p.6)

colaborativa. Por outro lado, a escolha de comprar itens usados também é feita pelo fato de os preços serem menores, o que acaba por tornar a moda também mais acessível.

### **2.3. A Enjoei**

A Enjoei é uma empresa brasileira de comércio eletrônico fundada em 2009 por Ana Luiza McLaren e Tiê Lima. A ideia surgiu da necessidade de desapegar de objetos pessoais que já não eram mais utilizados, mas que poderiam ter valor para outras pessoas. A empresa começou como um site de vendas de produtos de segunda mão e, atualmente, de acordo com o relatório institucional da empresa de novembro de 2022, é a maior comunidade de moda de segunda mão do Brasil e a segunda maior em número de acessos na categoria de moda, com 11% do tráfego de acessos do setor. O relatório aponta, ainda, que a empresa teve 1,77 milhões de itens vendidos e 241 mil novos compradores.

A Enjoei adota um modelo de negócio baseado na comercialização de produtos novos ou usados em bom estado de conservação. Neste modelo, os próprios usuários criam suas lojas virtuais, anunciam seus produtos e decidem por qual valor irão vendê-los. Os compradores podem negociar os preços e também demonstrar interesse pelos produtos e deixá-los salvos em sua conta. Os envios também são feitos pelos vendedores dentro de um prazo estabelecido pela empresa e os vendedores que não o cumprem perdem credibilidade dos clientes.

Com essa abordagem, a Enjoei tem se destacado no mercado brasileiro e conquistado cada vez mais usuários interessados em uma alternativa sustentável e consciente de consumo. Além disso, o site apresenta inúmeras possibilidades de compras a preços mais baixos que o do mercado, permitindo que mais pessoas de diferentes contextos socioeconômicos possam ter acesso aos produtos.

Em relação à segurança das transações, a Enjoei oferece uma série de recursos, como o pagamento parcelado, o envio com seguro e a garantia de devolução do dinheiro em caso de problemas com o produto.

Por fim, a Enjoei é amplamente reconhecida como uma das empresas mais inovadoras do Brasil, tendo sido agraciada com vários prêmios e reconhecimentos,

incluindo o Prêmio Ecoera de Sustentabilidade e o Prêmio Digitalks de Inovação em E-commerce.

### 2.3.1 Histórico da Companhia

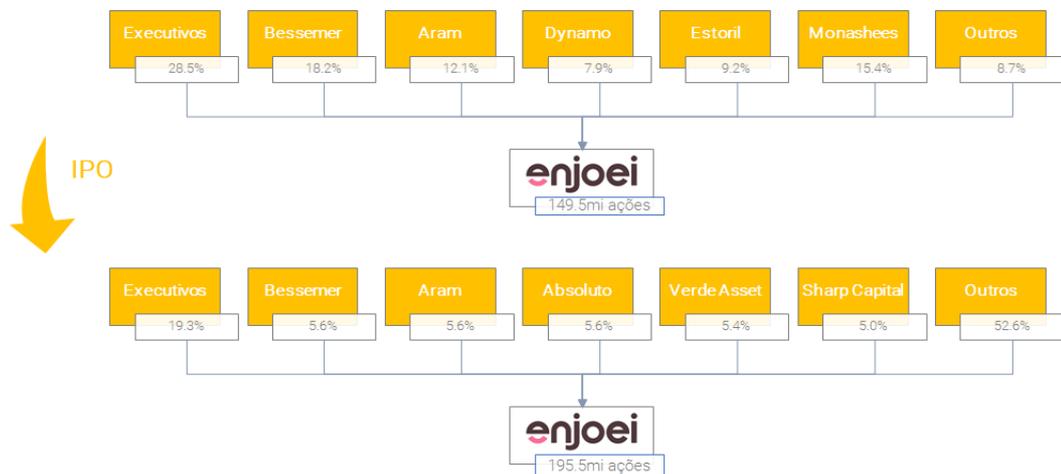


Fonte: Dados da companhia Enjoei, da XP Investimentos.<sup>16</sup>

### 2.3.2 Estrutura acionária

A Estrutura acionária antes e após o IPO.

O IPO, oferta pública inicial da empresa ENJOEI (ENJU 3) foi realizado em novembro de 2020, através de oferta pública inicial de ações de R\$ 1,13 bilhão na Bolsa de Valores Brasileira (B3), tendo a avaliação de R\$ 2 Bilhões.



Fonte: Dados da companhia Enjoei, da XP Investimentos.

<sup>16</sup><https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/enjoei-enju3-reciclando-o-seu-guarda-roupa-iniciando-com-compra/>

### 2.3.3 Diretoria Executiva



Fonte: Dados da companhia Enjoei, da XP Investimentos.

### 2.3.4 Conselho de Administração



Fonte: Dados da companhia Enjoei, da XP Investimentos.

### 3. REVISÃO DA LITERATURA

O consumo colaborativo tem se destacado como uma abordagem alternativa ao modelo tradicional de consumo. O objetivo é reduzir problemas como o consumismo excessivo, a poluição e a pobreza, promovendo uma coordenação econômica mais eficiente e sustentável. É importante compreender os motivos que impulsionam a participação no consumo colaborativo, como a busca por sustentabilidade e benefícios econômicos.

A definição do conceito de consumo colaborativo é de fundamental importância para compreender e analisar as suas implicações e impactos na sociedade. Ao estabelecer uma definição clara e abrangente, é possível delimitar o escopo do consumo colaborativo, identificar os diferentes tipos de atividades e práticas que se enquadram nesse conceito e compreender os seus benefícios e desafios.

Além disso, a definição ajuda a diferenciar o consumo colaborativo de outras formas de consumo e a estabelecer critérios para avaliar o seu sucesso e efetividade. Uma definição precisa também facilitar a comunicação e o diálogo entre pesquisadores, empresas e interessados nesse campo, promovendo um entendimento comum e enriquecendo o debate sobre as transformações econômicas, sociais e ambientais relacionadas ao consumo colaborativo.

Felson e Spaeth (1978) definiram consumo colaborativo como aqueles eventos em que uma ou mais pessoas consomem bens ou serviços econômicos no processo de envolvimento em atividades conjuntas com um ou mais outros. Dentro desta definição, visitar alguém ou lavar roupa na máquina para a família são vistos como atos de consumo colaborativo. Sendo assim, os autores tratam o consumo colaborativo como uma atividade de rotina alimentada por outras atividades rotineiras.

Hamari et al. (2016), por sua vez, definiram o consumo colaborativo como o ato de obter, dar ou compartilhar o acesso a bens e serviços, coordenados por meio de comunidades online. Os autores esperam que o consumo colaborativo seja capaz de reduzir problemas graves enfrentados pela população atualmente, como o consumismo excessivo e desnecessário, poluição e pobreza.

Segundo eles, essa redução ocorreria através de um menor custo da coordenação econômica dentro das comunidades. O objetivo central do artigo foi compreender o motivo

pelos quais as pessoas participam do consumo colaborativo. Através de uma base de dados de 168 pessoas cadastradas em um site de consumo colaborativo, os autores demonstram que a participação se dá por fatores como sustentabilidade e ganhos econômicos.

Outra importante definição de consumo colaborativo foi dada por Perren e Grauerholz (2015), que definiram o consumo colaborativo como o engajamento ativo dos indivíduos na produção de ofertas de serviços em benefício de terceiros. Segundo as autoras, este fenômeno vem crescendo com as novas tecnologias e empresas que buscam desenvolver modelos de negócios para facilitar transações entre consumidores. Como resultado, o consumo colaborativo vem ajudando a impulsionar mercados com atividade econômica limitada, tendo então diversos efeitos econômicos, ambientais e sociais.

Lamberton (2016) destaca as diversas formas assumidas pelo consumo colaborativo e busca mostrar como foram conceituadas dentro das ciências sociais para, com isso, alinhar as diferenças entre os modernos sistemas de consumo colaborativo e orientar os futuros programas de construção do conhecimento na área.

Atualmente, muito se discute sobre a melhor forma de lidar com a escassez de recursos naturais sem comprometer o desenvolvimento socioeconômico dos países e, nesse sentido, o consumo colaborativo vem trazendo importantes contribuições para o assunto.

Ao promover o compartilhamento, a troca e o acesso compartilhado a bens e serviços, o consumo colaborativo permite uma utilização mais eficiente e consciente dos recursos disponíveis. Ao invés de cada indivíduo possuir e consumir individualmente, o foco é na utilização conjunta e otimizada dos recursos existentes, reduzindo o desperdício e promovendo a economia circular.

Além disso, o consumo colaborativo também está associado a valores de solidariedade, cooperação e comunidade, fortalecendo os laços sociais e promovendo a participação ativa dos indivíduos na construção de uma sociedade mais sustentável. Dessa forma, o consumo colaborativo desempenha um papel crucial na busca por soluções que conciliam o crescimento econômico com a preservação ambiental.

Segundo Leismann et al. (2013), apenas as inovações tecnológicas e a eficiência de recursos na produção são insuficientes para solucionar o problema do uso excessivo de recursos naturais, sendo necessário também que sejam pensadas estratégias de consumo

sustentável e que as mesmas sejam devidamente valorizadas. Os autores sugerem que os bens sejam usados por mais tempo, diante da estratégia de usar os bens de consumo ao invés de possuí-los.

Nesse contexto, empresas como a Enjoei estão alinhadas com essas propostas, pois facilitam a compra e venda de bens de consumo, principalmente no setor de vestuário, promovendo a economia colaborativa.

Ao incentivar a reutilização e o prolongamento do ciclo de vida dos produtos, a Enjoei contribui diretamente para reduzir o consumo excessivo e o desperdício de recursos naturais. A plataforma cria um ambiente que promove a troca e a venda de itens usados em bom estado, permitindo que esses produtos sejam valorizados e utilizados por mais tempo, alinhando-se aos princípios do consumo sustentável.

Para Albinsson e Perera (2018), embora a economia colaborativa seja bastante popular, ainda permanece confusa. Por exemplo, alguns consumidores se beneficiam da economia colaborativa ao poder vender itens que não usam mais e, assim, obter renda adicional, enquanto outros consumidores, que se encontram em indústrias já consolidadas como a de transporte (Uber e similares), enfrentam o desafio de competir em um ambiente que ainda precisa se adaptar à presença de negócios inovadores.

A Enjoei, no entanto, se enquadra muito melhor no primeiro exemplo, onde consumidores são capazes de se desfazer de peças que não usam mais sem desperdiçá-las ao mesmo tempo em que compram itens usados que não mais trazem benefícios para outros indivíduos, mas que têm muita utilidade para si mesmos a um preço muito mais baixo e mais sustentável.

Ertz et al. (2019) consideram que o consumo colaborativo carece de uma base conceitual importante para melhor categorizar e compreender seus escopos e limites, tendo os estudos até então focado em investigar o mesmo. Para os autores, o conceito de consumo colaborativo é sustentado através de seis pontos principais:

1. A capacidade de mudança do consumidor;
2. A intensidade da colaboração;
3. A forma com que o consumidor participa do consumo colaborativo;

4. Transferência e uso de propriedade;
5. Canais usados; e
6. A gama de partes interessadas em trocas colaborativas.

É possível notar, através deste trabalho, que o consumo colaborativo apresenta um aspecto multidimensional. Destaca-se ainda, a relação entre o consumo convencional e o consumo colaborativo. Neste sentido, Ertz et. al (2016), define o conceito de consumo colaborativo como um conceito que contrasta com a definição de consumo convencional.

No caso do consumo convencional, o consumidor é, segundo os autores, incapaz de se envolver na obtenção ou na provisão, sendo seu papel limitado ao de comprar e consumir bens e serviços e, em seguida, descartá-los. O consumo colaborativo, por outro lado, permite que os consumidores sejam capazes de mudar de papel de provedor para obtentor e de obtentor para provedor.

Nesse contexto, o Enjoei atua como uma plataforma que possibilita essa mudança de papéis, facilitando as transações entre os usuários e promovendo a economia colaborativa. Ao entender esses conceitos presentes na literatura sobre consumo colaborativo, podemos apreciar melhor a importância e o impacto desse tipo de site na promoção de práticas mais sustentáveis e conscientes de consumo.

Tendo em vista que a Enjoei é um site criado com o intuito de facilitar as trocas entre os clientes que querem vender e os que querem comprar bens de consumo usados ou novos e sem utilidade para quem os vende, é importante compreender o que a literatura sobre o consumo colaborativo tem a dizer sobre sites deste tipo.

De acordo com Barnes e Mattsson (2017), os sites que facilitam o consumo colaborativo permitiram que os consumidores se concentrassem no acesso compartilhado aos produtos. O trabalho dos autores tem o objetivo de explicar os resultados do consumidor para consumo colaborativo através de um modelo de equação estrutural usando a metodologia de mínimos quadrados parciais através de dados de um site de compartilhamento de carros.

Os resultados encontrados pela pesquisa indicam que as intenções dos consumidores são impulsionadas especialmente por benefícios econômicos, ambientais e

sociais, em especial pelo sentimento de pertencimento à comunidade de compartilhamento. Além disso, os autores apontam que os consumidores levam em consideração a confiança que possuem no site, que é essencial para que as trocas ou compras ocorram.

A Enjoei reconhece a importância da confiança dos seus usuários. Para garantir um ambiente seguro e confiável, a empresa adota diversas medidas. Uma delas é a verificação dos vendedores, onde são solicitados documentos e informações adicionais para assegurar a identidade e a idoneidade dos usuários. Além disso, a Enjoei oferece um sistema de avaliações, permitindo que os compradores expressem sua satisfação e experiência com os vendedores.

A empresa também possui uma política de proteção ao comprador, que inclui a garantia de devolução do dinheiro em caso de problemas com o produto, como divergência em relação à descrição ou entrega não realizada. Essa abordagem visa transmitir segurança aos consumidores, incentivando-os a realizar transações na plataforma.

Belk (2014) afirma que o ato de compartilhar é um fenômeno muito antigo, mas a economia compartilhada e o consumo colaborativo são frutos da internet. O artigo tem como objetivo principal comparar o compartilhamento e consumo colaborativo e tem como conclusão que a sociedade pode precisar modificar a ideia de que somos o que possuímos para que possa incluir formas de posses que não envolvem propriedade.

Jiang e Tian (2018) trazem à tona o fato de que o consumo colaborativo passou a ser uma tendência muito maior após as recessões econômicas globais e as preocupações que a sociedade passou a ter com o consumo, dado que permite uma maior sustentabilidade ao levar a uma exploração do uso mais eficiente dos recursos naturais.

Para fazer sua análise, os autores partiram do pressuposto que um consumidor que comprou o produto de uma empresa pode derivar diferentes valores em diferentes períodos de uso. Os resultados indicam que quando a empresa escolhe estrategicamente seu preço de varejo, o compartilhamento de produtos com alto custo marginal pelos consumidores é vantajoso para a empresa e para os consumidores, enquanto o compartilhamento de produtos com baixos custos marginais pode levar todos a saírem perdendo.

Em relação à economia colaborativa da indústria da moda, que é o principal foco da Enjoei, Iran e Schrader (2017) afirmam que o consumo de moda tem aumentado

constantemente em todo o mundo e gerado riscos ambientais e sociais dado que, com o aumento da rotatividade há um maior desperdício de roupas.

Segundo os autores, por muito tempo a tentativa de preservação dos recursos foi feita com base na tentativa de produções mais sustentáveis e no encorajamento dos consumidores a comprarem estes produtos. Porém, o artigo afirma que esta estratégia está ultrapassada e que perdeu grande parte de sua eficiência, sendo substituída pelo Consumo Colaborativo de Moda (CFC), que é de fato capaz de ajudar a reduzir o consumo excessivo de materiais na indústria da moda atual.

A Enjoei está alinhada com a proposta do CFC, atuando como uma plataforma que promove a sustentabilidade na indústria da moda e oferece uma solução efetiva para os riscos ambientais e sociais decorrentes do consumo excessivo. Ao adotar práticas colaborativas e estimular a reutilização de roupas, a empresa se posiciona como uma importante ferramenta na transformação desse setor, contribuindo para a construção de um futuro mais sustentável e consciente.

Ainda sobre este assunto, a discussão sobre a cultura do consumo excessivo e descartável levantada por Lang e Armstrong (2018) é extremamente relevante quando se trata do setor da moda e dos desafios ambientais enfrentados pela indústria têxtil. O aumento do desperdício têxtil tem se tornado uma preocupação crescente devido aos impactos negativos no meio ambiente, como a poluição da água e do solo, além da emissão de gases de efeito estufa.

Nesse contexto, o consumo colaborativo surge como uma alternativa promissora para combater o desperdício e promover práticas mais sustentáveis. A ideia é incentivar o reaproveitamento de produtos, como roupas, por meio do compartilhamento, aluguel e troca entre os consumidores. Essa abordagem promove uma mudança de mentalidade, na qual as pessoas podem desfrutar de uma ampla variedade de itens sem necessariamente possuí-los de forma definitiva.

O estudo realizado por Lang e Armstrong (2018) propõe investigar como os traços de personalidade dos consumidores podem influenciar sua intenção de se engajar no consumo colaborativo, especificamente por meio do aluguel e da troca de roupas. A análise desses traços pode fornecer insights importantes sobre os fatores motivacionais por trás do

consumo colaborativo e ajudar a compreender melhor o comportamento do consumidor nesse contexto.

Aplicando a teoria do comportamento planejado (TPB<sup>17</sup>), este estudo considera que o engajamento no consumo colaborativo tem relação com o interesse próprio e com os valores sociais das pessoas. Equações estruturais foram usadas para testar as hipóteses propostas e os resultados indicaram que liderança na moda, necessidade de singularidade e materialismo, influenciam significativamente a intenção de alugar e trocar roupas.

Ao considerar os resultados desse estudo, é possível identificar potenciais benefícios do consumo colaborativo. Por exemplo, indivíduos que valorizam a sustentabilidade e têm uma maior consciência ambiental podem ser mais propensos a adotar práticas de consumo colaborativo, pois enxergam nessa abordagem uma forma de reduzir o impacto ambiental associado ao consumo excessivo.

Além disso, o consumo colaborativo pode proporcionar uma experiência mais econômica e socialmente envolvente para os consumidores. Através do aluguel e da troca de roupas, por exemplo, as pessoas têm acesso a uma variedade maior de estilos e peças de vestuário, sem precisar comprar novos produtos. Isso pode satisfazer a necessidade de variedade e novidade sem a necessidade de adquirir constantemente novas roupas, contribuindo para uma abordagem mais sustentável.

No entanto, é importante reconhecer que o consumo colaborativo também enfrenta desafios. A mudança de comportamento do consumidor, a criação de uma infraestrutura adequada para a troca e aluguel de produtos e a construção de confiança entre os participantes são questões que precisam ser abordadas para promover um crescimento mais amplo desse tipo de consumo.

Por fim, Pedersen (2015) buscou explorar barreiras e oportunidades para modelos de negócios baseado nas ideias de consumo colaborativo dentro desta indústria. Sua análise foi feita com base em bibliotecas de moda, que era um então recente conceito de compartilhamento de roupas. Estas bibliotecas permitem que as pessoas experimentem estilos sem pagar pelo custo total que isso exigiria, além de se tornarem um ponto de encontro para jovens designers e consumidores finais.

---

<sup>17</sup> Em inglês Theory of Planned Behaviour

Essa abordagem inovadora traz benefícios tanto para os consumidores quanto para os produtores. Os consumidores têm acesso a uma variedade de peças de vestuário, ampliando suas opções de estilo e promovendo uma mentalidade de consumo mais consciente. Ao mesmo tempo, os produtores encontram uma plataforma para mostrar suas criações e alcançar um público mais amplo, o que pode impulsionar suas carreiras.

A partir desse contexto, a Enjoei e outros modelos de negócio baseados no consumo colaborativo na indústria da moda se beneficiam dessas oportunidades. Ao oferecer um espaço virtual para compra e venda de roupas usadas, a Enjoei se torna um ponto de encontro entre pessoas que desejam vender suas peças e aqueles que buscam opções de moda acessíveis e sustentáveis.

Esses modelos de negócio estão mudando a forma como as pessoas interagem com a moda, promovendo a economia compartilhada e estimulando a criatividade e a inovação na indústria. Com base nas ideias do consumo colaborativo e nas oportunidades identificadas por Pedersen, a Enjoei e outras plataformas semelhantes estão contribuindo para a transformação do setor da moda, tornando-o mais sustentável, inclusivo e dinâmico.

## 4. METODOLOGIA

De acordo com Damodaran (2012), o termo *valuation*, que é comumente utilizado por investidores, analistas e gestores de recursos no Brasil, desperta curiosidade por não haver uma resposta ou metodologia que possa ser considerada como única e correta.

Por definição, *valuation* é a técnica utilizada para reduzir a subjetividade de algo que, por natureza, é subjetivo. O principal objetivo do avaliador é chegar a uma faixa de preço para o ativo em questão, já que o valor é subjetivo e depende dos olhos e do perfil de risco do avaliador.

Além disso, para o autor, o potencial de retorno e o risco embutido na projeção jamais podem ser ignorados. Apesar dos aspectos formais envolvidos no processo de precificação, qualquer avaliação também envolve muita arte e intuição. Porém, simplificações em relatórios de analistas, sobretudo quando há uma comparação entre empresas de diferentes países, vêm empobrecendo o debate. Os melhores resultados em um processo de *valuation* normalmente são aqueles que envolvem a boa técnica, para limitar os potenciais erros, acrescida da dose correta de arte.

A partir das privatizações e da abertura econômica nos anos 1980, o mercado brasileiro passou a valorizar mais os temas de *valuation* e criação de valor. A globalização e a teoria de Finanças mostraram que as empresas devem gerar valor econômico para serem atraentes aos investidores e justificarem sua existência, com o objetivo de maximizar a riqueza dos proprietários (Assaf Neto, 2014).

Para Assaf Neto (2014), a avaliação de empresas no país passou a considerar não apenas o lucro contábil, tamanho dos ativos ou volume de vendas, mas sim o valor econômico criado, levando em conta expectativas futuras de retorno em excesso e uma taxa de oportunidade que reflita adequadamente o risco do investimento.

No entanto, o processo de *valuation* no país enfrenta desafios, como a mensuração inadequada do lucro operacional, a dificuldade de calcular o custo de capital próprio, as altas taxas de juros e a escassez de crédito de longo prazo, entre outras limitações.

Será utilizado o Fluxo de Caixa Descontado(DCF ) para cálculo do Valuation da empresa ENJOEI, por ser o modelo que permite através da análise das Projeções

Financeiras, fazer a estimação dos valores atuais da Empresa e informar se haverá lucratividade no futuro.

#### **4.1. Análise de Fluxo de Caixa Descontado (DCF)**

A análise de Fluxo de Caixa Descontado é amplamente utilizada para estimar o valor de uma empresa. Esse método baseia-se na projeção dos fluxos de caixa futuros esperados da empresa e, em seguida, desconta esses fluxos de caixa para o valor presente utilizando uma taxa de desconto apropriada. A premissa subjacente é que o valor de uma empresa é determinado pelo valor presente dos fluxos de caixa que ela irá gerar ao longo do tempo. No entanto, a análise DCF requer suposições sobre as taxas de crescimento e a taxa de desconto, o que pode afetar significativamente o resultado final.

Segundo Póvoa (2012), para calcular o valor justo de uma empresa, o analista deve estimar o fluxo de caixa livre da empresa para o período de projeção, geralmente de cinco a dez anos. O fluxo de caixa livre é o caixa gerado pela empresa após deduzir as despesas operacionais e os investimentos em ativos fixos. Em seguida, é aplicada uma taxa de crescimento constante para o fluxo de caixa livre após o período de projeção. Por fim, o valor presente de todos os fluxos de caixa é calculado utilizando uma taxa de desconto que representa o retorno exigido pelo investidor. A taxa de desconto é determinada por meio de uma fórmula que leva em consideração o risco da empresa e o custo de oportunidade do investidor.

Póvoa (2012) destaca ainda que é importante ressaltar que o valor justo de uma empresa não é um número preciso e que o objetivo do analista não deve ser cravar o preço exato da ação. Por isso, os testes de sensibilidade são muito importantes para identificar a região de compra e venda da ação. O modelo de DCF não precisa ser extenso ou complicado para atingir eficientemente o objetivo do cálculo do valor justo de uma companhia. O melhor modelo de *valuation* é aquele que é simples e compreensível para um investidor de nível médio.

Além disso, segundo o autor, há alguns mitos comuns sobre o DCF. O primeiro é que todo FCD é preciso e gerará um valor exato para o preço da ação. O segundo é que todo DCF deve conter o máximo de detalhamento e o maior número possível de variáveis. O terceiro é que os modelos de valuation que usam múltiplos comparativos são mais simples do que o DCF. O quarto é que todos os processos de DCF gerarão um único valor

justo, independentemente de quem está comprando a empresa. No entanto, todos esses mitos são facilmente rebatíveis e devem ser evitados pelo analista.

Póvoa (2012) indica que, para empresas que possuem um histórico de lucro e não esperam grandes mudanças em seu perfil no futuro, o método de fluxo de caixa descontado pode ser aplicado de forma direta, sem a necessidade de grandes ajustes, da seguinte forma:

$$NPV \text{ ação} = \frac{FC1}{(1+r)} + \frac{FC2}{(1+r)^2} + \frac{FC3}{(1+r)^3} + FC3 \frac{(1+gp)}{((rp-gp) \times (1+r))^3}$$

Em que:

NPV = *Net Present Value*<sup>18</sup>

FC1 = Fluxo de Caixa no ano 1

FC2 = Fluxo de Caixa no ano 2

FC3 = Fluxo de Caixa no ano 3

Considerando as taxas de desconto iguais ano a ano (o que necessariamente não ocorre):

$(1+r)$  – Taxa de desconto no ano 1

$(1+r)^2$  – Taxa de desconto no ano 2

$(1+r)^3$  – Taxa de desconto no ano 3

r = Taxa de desconto antes da perpetuidade

rp = Taxa de desconto na perpetuidade

gp = Taxa de crescimento na perpetuidade

Portanto, o primeiro passo é projetar o fluxo de caixa futuro da empresa, geralmente para um período de 5 a 10 anos. Isso envolve estimar as receitas, despesas e investimentos que a empresa terá ao longo desse período. Em seguida, é necessário determinar a taxa de desconto a ser utilizada para trazer esses fluxos de caixa futuros ao

---

<sup>18</sup> Valor Presente Líquido

valor presente. Essa taxa de desconto deve refletir o risco do investimento e o retorno exigido pelos investidores.

Após o período projetado, é necessário estimar o valor residual da empresa, ou seja, o valor que ela terá após o período projetado. Isso pode ser feito utilizando um múltiplo de mercado ou valor contábil. Com as projeções de fluxo de caixa futuras, a taxa de desconto e o valor residual, é possível calcular o valor presente desses fluxos de caixa. Esse é o valor intrínseco da empresa, ou seja, o valor que ela realmente vale.

É importante realizar testes de sensibilidade, variando alguns dos parâmetros utilizados no modelo, como a taxa de desconto ou o período projetado, para avaliar a robustez das conclusões do modelo. Por fim, o valor obtido a partir do Fluxo de Caixa Descontado deve ser comparado com o valor de mercado da empresa, para verificar se há uma oportunidade de investimento. Se o valor intrínseco for superior ao valor de mercado, a empresa pode estar subvalorizada e pode ser uma boa oportunidade de investimento.

Embora o Fluxo de Caixa Descontado seja um modelo bastante completo para a avaliação de empresas, é importante lembrar que ele não é perfeito e está sujeito a limitações e erros conceituais, como mencionado anteriormente. Portanto, é importante utilizá-lo com cautela e sempre realizar testes de sensibilidade para avaliar a robustez das conclusões do modelo (Povoa, 2012).

#### **4.2. Fluxo de Caixa para o Acionista<sup>19</sup>**

O fluxo de caixa para o acionista é uma ferramenta financeira essencial que permite analisar e compreender os fluxos monetários específicos para os acionistas de uma empresa. Em outras palavras, ele fornece uma visão clara dos retornos financeiros que os acionistas obtêm com base em seus investimentos na empresa.

Existem duas principais fontes de dinheiro que compõem o fluxo de caixa para os acionistas. Primeiramente, temos os dividendos, que são pagos em dinheiro feitos aos acionistas como uma parcela dos lucros da empresa. Essa distribuição representa uma parte dos lucros gerados pela empresa.

---

<sup>19</sup> <https://www.suno.com.br/artigos/fcfe/>

A segunda fonte de dinheiro para os acionistas é representada pelos ganhos de capital. Esses ganhos ocorrem quando o valor das ações da empresa aumenta e os acionistas optam por vender suas participações. O ganho de capital é concretizado quando o preço das ações no mercado é maior do que o preço de compra inicial das ações pelos acionistas.

Por outro lado, é importante considerar também as saídas de dinheiro relacionadas aos acionistas. Em certas ocasiões, os acionistas podem decidir investir mais dinheiro na empresa, seja por meio de uma nova emissão de ações ou de aportes diretos. Esses investimentos adicionais são considerados saídas de caixa para os acionistas.

Segundo Damodaran (2012), o cálculo é feito da seguinte forma:

$$Valor\ Patrimonial = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF\ para\ patrimônio_t}{(1+k_e)^t}$$

onde:

$CF\ para\ patrimônio_t$  = fluxo de caixa esperado para o patrimônio líquido no período t;

$k_e$  = retorno que uma empresa deve obter em troca de um determinado investimento ou projeto.

### 4.3. Fluxo de Caixa para a Firma<sup>20</sup>

O Fluxo de Caixa para a Firma, também conhecido como FCFF (Free Cash Flow to Firm), é uma métrica financeira que analisa o fluxo de caixa disponível para a empresa, levando em consideração todos os *stakeholders*, incluindo acionistas, credores e terceiros.

Esse indicador é utilizado para medir a capacidade da empresa de gerar caixa após todas as despesas e investimentos necessários para manter suas operações. Ele é uma medida abrangente do fluxo de caixa disponível para a empresa como um todo, considerando tanto as fontes internas (receitas operacionais) quanto as externas (financiamento externo).

---

<sup>20</sup> <https://www.suno.com.br/artigos/fcff/>

O FCFF é uma medida importante para avaliar a saúde financeira de uma empresa e sua capacidade de gerar valor para os stakeholders. Ele pode ser utilizado em análises de valuation, na determinação do valor justo da empresa, e como base para decisões de investimento, financiamento e distribuição de lucros.

É válido ressaltar que o FCFF não leva em consideração fatores externos, como impostos sobre dividendos ou pagamento de juros da dívida. Ele se concentra principalmente no fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa e sua capacidade de reinvestir e distribuir recursos de forma eficiente.

A fórmula para cálculo do valor é a seguinte<sup>21</sup>:

$$\text{Valor da Firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ para firma}_t}{(1+WACC)^t}$$

Onde:

$CF \text{ para firma}_t$  = fluxo de caixa esperado para a firma no período t;

WACC (Weighted Average Capital Cost) = custo médio ponderado de capital.

#### 4.4. Custo Médio Ponderado de Capital<sup>22</sup>

Valuation por WACC (Custo Médio Ponderado de Capital) é um método utilizado para determinar o valor justo de uma empresa, levando em consideração o custo de capital necessário para financiar suas operações.

O WACC é uma taxa de desconto que reflete o custo combinado do capital próprio (equity) e do capital de terceiros (dívida) utilizado pela empresa. Ele considera o retorno esperado pelos acionistas e o custo do financiamento da dívida, ponderando-os de acordo com a estrutura de capital da empresa.

De acordo com Damodaran (2012), o cálculo deve ser feito através da seguinte fórmula:

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

<sup>21</sup> Damodaran (2012)

<sup>22</sup> <https://www.suno.com.br/artigos/wacc/>

Sendo que:

$K_e$  = custo do capital próprio

$K_d$  = custo do capital de terceiros

$E$  = valor de mercado da empresa

$D$  = valor de mercado da dívida

$E / (D + E)$  = parcela de capital próprio em relação ao capital total da empresa

$D / (D + E)$  = parcela de capital de terceiros em relação ao capital total da empresa

$t$  = alíquota de imposto

#### 4.5. Custo de Capital Próprio<sup>23</sup>

O custo de capital próprio é o retorno exigido pelos acionistas de uma empresa como compensação pelo risco de investir seu capital na empresa. Também é conhecido como taxa de retorno esperada ou taxa de desconto do capital próprio.

O custo de capital próprio pode variar de empresa para empresa, dependendo de fatores como a indústria em que a empresa atua, seu perfil de risco e sua estrutura de capital. Além disso, o custo de capital próprio é uma estimativa subjetiva e baseada em premissas e projeções futuras. Portanto, pode haver alguma incerteza em sua determinação.

Damodaran (2012) define a seguinte forma de chegar ao valor:

$$E(R_i) = K_e = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

$K_e$  = Custo de capital próprio

$R_f$  = Taxa livre de risco

$\beta_i$  = Sensibilidade da ação aos movimentos do mercado

---

<sup>23</sup> <https://www.treasy.com.br/blog/custo-de-capital-capital-proprio-x-capital-de-terceiros/>

$E(R_m)$  = Retorno esperado do mercado

$(E(R_m) - R_f)$  = Prêmio de risco do mercado

O *valuation* da Enjoei no presente trabalho foi realizado com base no modelo de fluxo de caixa descontado, pois ele é considerado o mais completo dentre todos os instrumentos de precificação de ativos (Póvoa, 2012), conforme descrito no capítulo 4 Metodologia .

#### 4.6. Valor Patrimonial de Liquidação

O Método de Liquidação de Ativos , também chamado de Valor Patrimonial de Liquidação, se baseia na diferença de Ativos - Passivos, considerando a fazendo uma estimacão de quanto a empresa iria valer se fosse realizada a Liquidação .

Neste cenário “ Liquidação “ , a Empresa não Opera (Não Funciona ) , recebe apenas o Circulante a Receber dos Clientes , onde ativos são comercializados a terceiros , e os valores recebidos iriam zerar os Passivos<sup>24</sup> .

Após zerar os Passivos, o saldo será o valor Patrimonial de Liquidação .

R\$ Mil		
ATIVOS		
PASSIVOS		
ATIVOS LÍQUIDOS		ATIVOS - PASSIVOS

AÇÕES		VALOR DE AÇÕES NA B3
PREÇO JUSTO DE AÇÃO		ATIVO LÍQUIDO /AÇÕES

Elaborado : pelo autor

<sup>24</sup> Passivos : Pagamento de Fornecedores ; Dívidas de Curto e Longo Prazo ; Salários ; Impostos e etc )

## 5. VALUATION DA ENJOEI

### 5.1. Cálculo do Fluxo de Caixa Descontado (DCF)<sup>25</sup>

Para Cálculo do Fluxo de Caixa Descontado (DCF) , utilizamos a fórmula abaixo:

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{i=1}^n \frac{FCE_i}{(1+TD)^i}$$

$$V_o = \underbrace{\frac{FCE_1}{(TD)^1} + \frac{FCE_2}{(TD)^2} + \dots + \frac{FCE_{10}}{(TD)^{10}}}_{\text{Período explícito}} + \underbrace{\frac{\left(\frac{FCE_{10} \times (1+g)}{TD - g}\right)}{(1+TD)^{10}}}_{\text{Perpetuidade}}$$

Equação : Cálculo do Fluxo de Caixa Descontado

Sendo que:

- n : Número de períodos projetados em ano (horizonte de tempo)
- FCE : Fluxo de caixa do período projetado;
- i : Período do fluxo de caixa projetado;
- WACC(TD) : Taxa de crescimento da perpetuidade;

O Valor da **Perpetuidade do Fluxo de Caixa Livre** , será calculado utilizando o valor de 2027 multiplicando por ( 1 + CAGR na Perpetuidade <sup>26</sup> ) dividido (WACC - CAGR na Perpetuidade ) .

O Fluxo de Caixa Descontado(DCF ) será calculado com base no valor do fluxo de caixa livre de cada ano dividido por (1 + WACC) **elevado n períodos** , de 2023 a 2027, onde n varia de 01 a 05 , onde 01 será o período do ano 2023 até respectivamente 05 que será o período do ano de 2027 .

$$\text{Fluxo de Caixa Descontado} = \frac{\text{Fluxo de Caixa Livre}}{(1+WACC)^n}$$

O Valor da Perpetuidade do Fluxo de Caixa Descontado (DCF) será calculado utilizando o valor calculado da Perpetuidade do Fluxo de Caixa Livre 2027 e dividido por (1+ WACC ) elevado ao Período n=6 .

<sup>25</sup> <https://www.startuphero.com.br/fluxo-de-caixa-descontado-na-pratica/>

<sup>26</sup> WACC = Taxa de Desconto

O Valor da Enterprise Value, será o somatório do Fluxo de Caixa Descontado + Perpetuidade do Fluxo de Caixa Descontado (DCF) , sendo o valor da empresa Enjoei(Enterprise Value) .

## 5.2 Taxa de Desconto (WACC )

Utilizamos a Taxa de Desconto WACC, para calcular o Fluxo de Caixa Descontado DCF , sendo um indicador financeiro muito utilizado .

A Fórmula utilizada no cálculo do WACC <sup>27</sup> :

$$WACC = K_E (E/D+E) + K_D (D/D+E) \cdot (1- IR)$$

sendo :

$K_e$  = custo do capital próprio

$K_d$  = custo do capital de terceiros

$E$  = valor de mercado da empresa

$D$  = valor de mercado da dívida

$E / (D + E)$  = parcela de capital próprio em relação ao capital total da empresa

$D / (D + E)$  = parcela de capital de terceiros em relação ao capital total da empresa

$t$  = alíquota de imposto

## 5.3 Custo de Capital Próprio ( $K_e$ )

Para o cálculo Custo do capital de fonte interna ( $K_e$ ), teremos :

$$K_e = RF + ? (RM - RF)$$

sendo :

$R_f$ : o retorno dos ativos sem risco.

$?$ : sensibilidade do mercado. Instabilidade dos títulos da empresa

comparado aos demais títulos do mercado.

<sup>27</sup> <https://maisretorno.com/porta/termos/w/wacc>

RM: Taxa de Mercado Ativo (Ibovespa)

**Para o cálculo do Ke , precisaremos :**

- O prêmio de risco ( $E(R_M) - R_f$ ) adotado foi de 5,5% disponível no “Duff & Phelps 2018 Handbook”<sup>28</sup>
- O beta desalavancado utilizado foi de 1,24<sup>29</sup> que é o recomendado por Damodaran<sup>30</sup> para setor de varejo online e  $D/E = 7,2\%$ .
  - $BA = BD * (1 + (1 - T) * (D/E))$ , onde BA é o beta alavancado, BD é o beta desalavancado, T é a alíquota de tributos que incidem sobre a renda, D são as dívidas e E é o patrimônio líquido<sup>31</sup>
- A taxa livre de risco ( $R_f$ ), a média aritmética das taxas oferecidas pelo governo dos Estados Unidos (Treasury Bond18 de 30 anos de duração) nos 2 (dois anos).
- $E =$  valor de mercado da empresa
- $D =$  valor de mercado da dívida
- $T =$  Alíquotas de Tributo = 34 %
- Risco País (EMBI+BR) de 2,30 % obtido através da média aritmética do EMBI+BR dos últimos 24 meses<sup>32</sup>.

**Calculando Beta Alavancado**  $\rightarrow (BA) = BD * (1 + (1 - T) * (D/E))$

$$(BA) = 1,24(1 + (1 - 0,34) * (0,072)) = 1,2989$$

**Calculando Ke** =  $R_f + BA * E(R_M) - R_f \Rightarrow 0,0946 + 1,2989 * 0,0230 = 0,1245$  ou 12,45%

<sup>28</sup> Duff & Phelps :assessoria global de finanças corporativas e avaliação de empresas

<sup>29</sup> <https://www.startuphero.com.br/beta-desalavancado-e-endividamento-medio-por-setor-indices-setoriais/>

<sup>30</sup> Aswath Damodaran é referência na área de "valuation", professor e investidor Indiano .

<sup>31</sup> <https://maisretorno.com/porta/termos/b/beta-alavancado>

<sup>32</sup> <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>

#### 5.4 Custo de Capital de Terceiros (Kd)

E o Custo de Capital de Terceiros, como empréstimos; emissão de dívida e financiamentos

Para o Cálculo do Custo do capital de fonte externa (Kd)

$$Kd = (DESPESA FINANCEIRA - JCP) / DÍVIDA BRUTA$$

sendo:

- Despesa financeira: dado disponível nos demonstrativos de resultado.
- JCP: Juros sobre Capital Próprio
- Dívida Bruta: quantia total devida pela empresa.

A Empresa Enjoei no IPO realizado em 06 de novembro de 2020, arrecadou R\$1,13 Bilhões, onde R\$515,88 Milhões foram distribuídos para os acionistas vendedores e os outros R\$618,84 milhões foram para o caixa da empresa.

Em 31 de Dezembro de 2022, Enjoei possuía R\$309,1 milhões em caixa líquida + R\$20,8 milhões em contas a receber, consumindo nos últimos 12 meses de 2022, o valor de R\$73,4 milhões do caixa operacional e na área de Marketing.

Desta forma, conforme descrito nos Relatórios da Enjoei, **não existe Dívida Bruta e o Kd = 0.**<sup>33 34</sup>

#### 5.5 Cálculo do Valor do E (Valor do Mercado da Empresa)<sup>35</sup>

Para calcular o valor do mercado da empresa Enjoei listado na Bolsa de Valores Brasileira B3, deve-se considerar a cotação do valor da ação da empresa Enjoei em 31/12/2022, que era de R\$0,97<sup>36</sup>, o patrimônio líquido consolidado em 2022, que foi de R\$ 380.850.000,00<sup>37</sup> e o Valor Patrimonial por Ação (VPA), que foi de 1,9<sup>38</sup>. A partir desses valores, deve-se seguir os passos abaixo:

$$\text{Número de Ações} = \frac{\text{Patrimônio Líquido Consolidado}}{\text{Valor Patrimonial por Ação}} = \frac{380.850.000,00}{1,9} = 200.447.368,42.$$

<sup>33</sup> <https://neofeed.com.br/blog/home/enjoei-diminui-prejuizo-perde-vendedores-e-estuda-novos-negocios/>

<sup>34</sup> <https://trademap.com.br/agencia/mercados/blog-noticia-enjoei-levanta-r-113-bilhao-em-ipo>

<sup>35</sup> <https://investidor10.com.br/acoes/enju3/>

<sup>36</sup> [www.investidor10.com.br](http://www.investidor10.com.br)

<sup>37</sup> Tabela 3

<sup>38</sup> <https://www.oceans14.com.br/>

Considerando o valor da ação em 31.12.2022 de R\$0,97.

$$\text{Valor de Mercado} = 200.447.368,42 \times 0,97 = R\$ 194.433.947,37$$

### 5.6 Cálculo da Taxa de Desconto ( WACC)

Considerando o Cálculo do  $K_e = 12,45\%$  ;  $K_d$  não existe ;  $t = 0,34(34\%)$  ;  $E = R\$ 194,43$ , descritos nos capítulos anteriores , teremos para o cálculo do WACC

$$WACC = K_e \left( \frac{E}{E+D} \right) + K_d \left( \frac{D}{E+D} \right) \times (1 - t) = K_e \left( \frac{E}{E+0} \right) = 0,1245(194,43/194,43) + 0 = 12,45\%$$

### 5.7 Cálculo do Taxa de Crescimento Composto (CAGR)

Taxa de Crescimento CAGR , é um indicador utilizado para entender a viabilidade e medir a taxa de retorno de um investimento . A Fórmula da Taxa de Retorno pode ser calculado da seguinte forma : **CAGR = ( (VF / VI) <sup>1/N</sup> ) -1**

sendo :

VF = Valor final do investimento

VI = Valor inicial do Investimento

N = Número de período em ano

Baseado na Tabela abaixo , calculamos o valor da taxa de crescimento CAGR , dividindo a Receita de Venda de Bens/e ou Serviços de 2022 pela Receita de Venda de Bens/e ou Serviços de 2018 , elevando este resultado a  $\frac{1}{4}$  , onde 4 é a diferença de anos entre 2022/2018, em seguida diminuí de 1 , desta forma o CAGR = 37,38.

Em relação ao CAGR do “ PROJETADO “ , 2022/2023 ; 2023/2024 ; 2024/2025 ; 2025/2026 ; 2026/2027, calculamos utilizando a fórmula acima descrito neste capítulo, onde o N será sempre igual a 1(Intervalo entre os anos ) ; VF será o (valor da Receita de Venda de Bens e/ou Serviço Final) / (Receita de Venda de Bens e/ou Serviço inicial do ano) que está sendo analisado , resultando no valor de CAGR de 37,8% , como demonstrado a seguir :

EM MILHÕES	ATUAL					PROJETADO				
	ANO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	39	53,68	79,61	106,14	138,9	190,8	262,1	360,1	494,8	679,7
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços (%)		37,64	48,30	33,32	30,86	37,38	37,38	37,38	37,38	37,38

Fonte : Dados Históricos Enjoei

## 5.8 Cálculo da Taxa de Crescimento (CAGR) na Perpetuidade

Para o Cálculo da Taxa de Crescimento (CAGR na Perpetuidade) , será considerado o crescimento real do PIB (Produto Interno Bruto) e o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) do Relatório da IFI (Instituto Fiscal Independente do Senado Federal <sup>39</sup> de 30 de maio de 2023 :

	Projeções (cenário base)										
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
PIB – crescimento real (% a.a.)	2,90	1,04	1,36	2,04	2,02	2,01	1,98	1,97	1,97	1,94	1,91
PIB – nominal (R\$ bilhões)	9.915	10.55	11.26	12.03	12.79	13.54	14.34	15.19	16.08	17.02	18.01
		1	5	8	5	9	8	2	6	6	8
IPCA – acum. (% no ano)	5,78	6,02	4,12	3,19	3,24	3,24	3,24	3,24	3,24	3,24	3,24

Fonte : Senado

- Na Perpetuidade, será considerado o somatório do PIB de Crescimento Real <sup>40</sup> (2,01) + IPCA-ACUM <sup>41</sup>(% no ano) de 3,24% referente a 2027 , que é um padrão para o cálculo do crescimento perpétuo do Brasil com a média histórica do crescimento mundial. Desta forma será considerado o valor de 5,25% **a taxa de crescimento na Perpetuidade** .

<sup>39</sup> <https://www12.senado.leg.br/ifi/dados>

<sup>40</sup> PIB Crescimento Real : Índice que os Produtos e Serviços (Volume Físico) a preços constantes num período , não contabilizando efeitos de Inflação ou Deflação ao realizar os Cálculos

<sup>41</sup> IPCA-ACUM: Índice que mede a Variação total da Inflação num Período

## 5.9 Cálculo do Enterprise Value(Valuation )<sup>42</sup>

Baseado nos relatórios de DCF (Demonstração dos Fluxos de Caixa ), DRE (Demonstração dos Resultados do Exercício) e Balanço Patrimonial da Empresa Enjoei de 2022, será realizado o Cálculo Fluxo de Caixa Livre, Perpetuidade e o Valor da Empresa Enterprise Value , considerando o valor projetado para 05 anos a partir do ano base de 2022.

**Tabela 1. Projeção das Variáveis Necessárias para Cálculo do Valuation da Enjoei**

<b>Em Milhões</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>
<b>Encerramento do Exercício:</b>	<b>31/12</b>	<b>31/12</b>	<b>31/12</b>	<b>31/12</b>
<b>Período :</b>	0	0	0	12 Meses
<b>Lucro Líquido do Exercício</b>	<b>-66,52</b>	<b>-118,78</b>	<b>-31,12</b>	<b>-20,76</b>
<b>Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais</b>	<b>-33,62</b>	<b>-68,00</b>	<b>-7,27</b>	<b>-1,23</b>
Depreciação /Exaustão	2,92	2,29	6,78	5,11
Amortização	-	-	-	-
Impostos Diferidos	-	-	0,03	-0,03
Itens não Monetários	22,39	49,06	12,57	11,32
Recebimentos	-	-	-	-
Pagamentos em Espécie	-	-	-	-
Impostos Pagos	-	-	-	-
Juros Pagos	-	-	-	-
Capital de Giro	-7,3	-8,76	4,50	3,13
<b>Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento</b>	<b>-38,76</b>	<b>-35,10</b>	<b>-8,63</b>	<b>-9,32</b>
Despesas de Capital	-1,03	-2,08	-0,96	-9,32
Outros Fluxos de Caixa das Atividades de Financiamento, Total	-37,73	-33,02	-7,67	-
<b>Fluxo de Caixa das Atividades de Financiamento</b>	<b>-1,06</b>	<b>-1,06</b>	<b>499,51</b>	<b>-1,53</b>
Ítems de Financiamento	-	-1,13	-39,23	-
Total de Dividendos pagos	-	-	-	-
Emissão de Ações (Aposentadoria), Líquido	1,27	1,26	541,01	-
Emissão de Dívida (Aposentadoria), Líquido	-2,32	-1,19	-2,28	-1,53
Efeito do Câmbio	-	-0,04	-	-
<b>Variações Líquidas no Caixa</b>	<b>-73,44</b>	<b>-104,16</b>	<b>483,60</b>	<b>-12,08</b>
Saldo Inicial em Caixa	382,54	486,71	3,10	-
Saldo Final em Caixa	309,1	382,54	486,71	-
<b>Fluxo de Caixa Livre</b>	<b>-74,0</b>	<b>-72,16</b>	<b>-6,69</b>	<b>-</b>
Crescimento do Fluxo de Caixa Livre	-2,55	-977,92	-37,26	-
Rendimento do Fluxo de Caixa Livre	-37,49	-18,37	-2,17	-

Fonte: Histórico de Resultados Enjoei

<sup>42</sup> Valor da Empresa , somatório do valor de mercado das ações de uma empresa com sua dívida líquida, menos o caixa e equivalentes

sendo na tabela 1 :

- Lucro líquido do exercício: será o Lucro da Empresa, após a contabilização dos gastos, impostos e custos operacionais (Geração Caixa da Operação ).
- Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais : Recebimento de valores referente às atividades operacionais, diminuídos dos custos e despesas operacionais pagas
- Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento: Recebimento de valores relacionados à venda de investimentos, imobilizado e intangível, diminuído pelo pagamento na aquisição desses itens.
- Fluxo de Caixa das Atividades de Financiamento: recebimento pela tomada de empréstimos e financiamento e saídas referente ao pagamento das dívidas e dividendos aos acionistas da empresa .
- Variações Líquidas no Caixa: Variação no Fluxo de Caixa no período.
- Fluxo de Caixa Livre: Saldo disponível que pode ser utilizado no pagamento de dividendos aos acionistas, reinvestir no empreendimento ou reduzir o endividamento .

**Tabela 2.** Fluxo de Caixa Livre e Descontado

EM MILHÕES	ATUAL					PROJETADO					
	ANO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	39	53,68	79,61	106,14	138,9	190,8	262,1	360,1	494,8	679,7	
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços (%)		37,64	48,30	33,32	30,86	37,38	37,38	37,38	37,38	37,38	
Caixa Líquido Atividades Operacionais	-35,21	-1,23	-7,27	-68	-33,62	(21,0)	(13,1)	(8,2)	(5,1)	(3,2)	
Fluxo de Caixa Operacional(%)	-90,3	-2,29	-9,13	-64,07	-24,21	-37,54	-37,54	-37,54	-37,54	-37,54	
Caixa Líquido Atividades de Investimento	-7,59	-9,32	-8,63	-35,11	-38,76	(24,2)	(15,1)	(9,4)	(5,9)	(3,7)	
Caixa Líquido Atividades de Investimento %	-19,45	-17,36	-10,84	-33,07	-27,91	-13	-6	-2,7	-1,2	-0,5	<b>PERPETUIDADE</b>
Fluxo de Caixa Livre	-42,8	-10,55	-15,9	-103,11	-73,44	(45,21)	(28,24)	(17,64)	(11,02)	(6,88)	-100,58
Fluxo de Caixa Descontado					<b>Ano Base</b>	-40,20	-22,33	-12,40	-6,89	-3,83	-49,75
<b>Elaborado : Pelo Autor</b>										<b>Enterprise Value</b>	<b>-135,40</b>

Na tabela 2 :

- Fluxo de Caixa Livre : Somatório do Caixa Líquido de Atividades Operacionais + Caixa Líquido de Atividade de Investimento.
- Fluxo de Caixa descontado : fluxo de caixa Livre dividido por  $(1 + WACC)^n$  (que varia de 1 (2023) até 6(Perpetuidade)).
- Perpetuidade :  $(\text{Fluxo de Caixa Livre de 2027} \times (1 + CAGR \text{ na Perpetuidade}))$  dividido  $(WACC - CAGR \text{ na Perpetuidade})$ .
- Enterprise Value : Somatório de todos os Fluxo de Caixa Descontado , inclusive o Fluxo de Caixa Descontado na Perpetuidade .
- WACC = 12,45 % ; CAGR na Perpetuidade = 5,25(PIB Crescimento Real (2,01) + IPCA-ACUM (% no ano ) de 3,24%)

**Tabela 3.** Valor Justo da Ação baseado no Fluxo Descontado

DESCRIÇÃO	R\$ Milhões
<b>Enterprise Value(Operação)</b>	-135,40
(+) Ativo Não Operacional	
(-) Passivo Não Operacional	
<b>Equity Value</b>	-135,4
Quantidade de ações no mercado	200,24
<b>Valor justo da Ação</b>	-0,68

Elaboração: Autor

- Valor do Equity será igual ao valor Enterprise Value de R\$ - 135,40
- Valor Justo da Ação por DCF será R\$ -0,68 (Ou seja zero )

Ao realizarmos a DCF da empresa Enjoei constatamos que o Fluxo de Caixa Livre continua negativo , mesmo no período “ Projetado “ , ao realizarmos a soma do valor presente do fluxo de caixa com o valor da Perpetuidade, será obtido como resultado o Valor da Enterprise Value<sup>43</sup> , que representa o Valor da empresa Enjoei .

Este valor será adicionado ao Ativo Não Operacional e diminuído do Passivo Não Operacional, que são extraídas da DRE<sup>44</sup> de 2022 da empresa Enjoei , obtendo o Valor do

<sup>43</sup> Enterprise Value: Valor da empresa no Mercado

<sup>44</sup> DRE : Demonstração do Resultado do Exercício

do Equity Value<sup>45</sup>. O valor do Equity Value é dividido pela quantidade de ações no mercado da empresa Enjoei descrito no item 5.4, obtendo o valor justo da ação.

Desta forma:

- Enterprise Value de R\$ -135,40
- Fluxo de Caixa Livre com Valores Negativos de 2023 a 2027
- Fluxo de Caixa Descontado com valores negativos de 2023 a 2027
- Fluxo de Caixa Livre na Perpetuidade(a partir 2027) de R\$ -100,58
- Fluxo de Caixa Descontado na Perpetuidade(a partir de 2027 de R\$ -49,75).

Fluxo de Caixa Livre negativo significa que terá Perpetuidade Negativa nos Fluxo de Caixa Livre e Fluxo de Caixa Descontado e o Enterprise Value negativo, levando a empresa ao Endividamento; Paralisação da Operação.

**O modelo de Fluxo de caixa Descontado não poderá ser utilizado para o cálculo do Enterprise Value, devido não ser adequado.** O Modelo a ser utilizado para o cálculo do Valuation será o **Valor Patrimonial de Liquidação(VPL) do capítulo 4.6**.

---

<sup>45</sup> Equity Value = Valor do Patrimônio líquido da empresa

### 5.10 Cálculo pelo Valor Patrimonial de Liquidação (VPL )

Conforme descrito no capítulo 4.6 , este método é utilizado nos casos em que a empresa está em dificuldades financeiras, onde o Fluxo de Caixa Livre é negativo .

R\$ Mil	31/3/2023	Ajustes	Valores Totais
<b>BP - ATIVO</b>			
<b>Ativo circulante</b>			
Caixa e equivalentes de caixa	301.244		301.244
Aplicações financeiras vinculadas	-		-
Contas a receber	21.215		21.215
Impostos a recuperar	7.062	(7.062)	-
Adiantamentos	5.209		5.209
Partes Relacionadas	7.302		7.302
Despesas antecipadas	3.131		3.131
Outros	183		183
<b>Total do ativo circulante</b>	<b>345.346</b>	<b>(7.062)</b>	<b>338.284</b>
			0
			0
<b>Ativo não circulante</b>			0
Aplicações financeiras vinculadas	341	-	341
Partes Relacionadas	-	-	-
Depósito Judicial	-	-	-
Imposto diferido	-	-	-
Imobilizado	7.339	(7.339)	-
Intangível	69.724	(69.724)	-
			0
<b>Total do ativo não circulante</b>	<b>77.404</b>	<b>(77.063)</b>	<b>341</b>
			0
			0
<b>Total Ativo</b>	<b>422.750</b>	<b>(84.125)</b>	<b>338.625</b>

Fonte : Histórico de Dados da Enjoei

- **Total do Ativo** : Somatório do Ativo Circulante +Ativo não circulante
- **Ativo Circulante** : Somatório do Caixa e Equivalentes de Caixa + Aplicações financeiras vinculadas +Contas a receber Impostos a recuperar +Adiantamentos Partes Relacionadas +Despesas Antecipadas + Outros .
- **Ativos Não Circulantes** : Aplicações financeiras vinculadas+Partes Relacionadas + Depósito Judicial + Imposto Diferido +Imobilizado + Intangível

R\$ Mil	3/31/2023	Ajustes	Valores Totais
<b>BP - PASSIVO</b>			
<b>Passivo circulante</b>			
Fornecedores	13.613		13.613
Empréstimos e financiamentos	-		-
Obrigações sociais e trabalhistas	12.899		12.899
Obrigações tributárias	1.043		1.043
Antecipações de recebíveis	-		-
Adiantamentos de clientes	6.174		6.174
Outras contas a pagar	4.823		4.823
Arrendamento	1.747		1.747
<b>Total do passivo circulante</b>	<b>40.299</b>		<b>40.299</b>
			0
<b>Passivo não circulante</b>			
Arrendamento	3.065		3.065
Provisão de contingências	3.504		3.504
<b>Total do passivo não circulante</b>	<b>6.569</b>		<b>6.569</b>
			0
<b>Patrimônio líquido</b>			
Capital social	592.772		592.772
Adiantamento para futuro aumento de capital	-		-
Reservas de capital	83.208		83.208
Prejuízos acumulados	(300.098)		(300.098)
<b>Total do patrimônio líquido</b>	<b>375.882</b>		<b>375.882</b>
<b>Total do passivo e patrimônio líquido</b>	<b>422.750</b>		<b>422.750</b>

Fonte : Histórico de Dados da Enjoei

Sendo :

- **Passivo Circulante** : Somatório Fornecedores +Empréstimos e Financiamento + Obrigações Sociais e Trabalhistas + Obrigações Tributárias + Antecipações de Recebíveis + Adiantamento de Clientes + Outras Contas a Pagar + Arrendamento .
- **Passivo Não Circulante** : Arrendamento + Provisão de Contingências
- **Patrimônio Líquido:** Capital Social + Adiantamento para Futuro Aumento de Capital + Reservas de Capital +Prejuízos Acumulados .

Podemos extrair as seguintes informações das tabelas de BP Ativo e Passivo :

- Ativos : e o valor na tabela do BP Ativo, do ativo circulante na coluna do Valor Justo = R\$ 338.625.000,00
- Passivos : e o valor na Tabela do BP Passivo , referente ao somatório do total passivo circulante + total passivo não circulante , totalizando R\$ -46.868.000,00
- Ativos Líquidos: será o somatório de Ativos + Passivos , totalizando R\$ 291.757.000,00
- Ações disponível no mercado : R\$ 200.447.000
- Valor Justo da Ação : 1,46

R\$ Mil	
ATIVOS	338.625
PASSIVOS	(46.868)
ATIVOS LÍQUIDOS	291.757

AÇÕES	200.447
PREÇO JUSTO DE AÇÃO	<b>1,46</b>

Elaborado : Pelo Autor

sendo :

- **Ativo Líquido** = Ativos - Passivo
- **Ações** : Quantidade de ações no mercado da empresa
- **Preço Justo da Ação** = Ativos Líquidos /quantidade de Ações no mercado

### 5.11. Valor de mercado na Bolsa de Valores B3

O valor obtido a partir do DCF deve ser comparado com o valor de mercado da empresa, para verificar se há uma oportunidade de investimento. Para obter este valor, precisamos definir alguns conceitos e etapas.

Primeiramente, é necessário observar o valor de mercado da enjoei listado na B3. A B3 é a bolsa de valores do Brasil, que fornece a infraestrutura necessária para o funcionamento do mercado financeiro, atuando tanto na Bolsa de Valores como no Balcão<sup>46</sup>.

Para calcular o *valuation* da Enjoei pelo valor do Mercado listado na B3, deve-se considerar a cotação do valor da ação da empresa Enjoei em 31/12/2022, que era de R\$0,97<sup>47</sup>, o patrimônio líquido consolidado em 2022, que foi de R\$ 380.850.000,00<sup>48</sup> e o Valor Patrimonial por Ação (VPA), que foi de 1,9<sup>49</sup>. A partir desses valores, deve-se seguir os passos abaixo:

$$\text{Número de Ações} = \frac{\text{Patrimônio Líquido Consolidado}}{\text{Valor Patrimonial por Ação}} = \frac{380.850.000,00}{1,9} = 200.447.368,42.$$

Considerando o valor da ação em 31.12.2022 de R\$ 0,97.

$$\text{Valor de Mercado} = 200.447.368,42 \times 0,97 = 194.433.947,37$$

onde :

- **O patrimônio líquido(PL)** é um indicador contábil que é calculado através da diferença entre o ativo e o passivo da Empresa analisada, demonstrando subtração entre os bens e direitos em relação às suas obrigações.
- **O Valor Patrimonial por ação(VPA)** é o indicador contábil do patrimônio líquido (PL) da empresa dividido pelo número total de suas ações.
- **Valor de Mercado** representa quanto a Empresa vale no mercado , sendo calculado multiplicando o número de ações emitidas pela cotação do dia na Bolsa de Valores B3.

<sup>46</sup> [https://www.b3.com.br/pt\\_br/b3/institucional/quem-somos/](https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos/)

<sup>47</sup> [www.investidor10.com.br](http://www.investidor10.com.br)

<sup>48</sup> Tabela 3

<sup>49</sup> <https://www.oceans14.com.br/>

Abaixo um quadro comparativo do Valor de Mercado da Empresa Enjoei , baseado nos índices da Bolsa de Valores Brasileira B3 na data de 31.12.2022 e 17.06.2023, onde é observada um Downside<sup>50</sup> de 7,7% .

MIL em R\$		
Patrimônio Líquido	380.850	
Valor do Patrimônio por ação (VPA)	1,9	
Número de Ações	200.447	
Data	31.12.2022	31.03.2023
Valor da Ação no Mercado em R\$	0,97	0,90
Valor de mercado	194.433,95	180.402,30

Fonte : Elaborado pelo Autor

---

<sup>50</sup> Downside: Desvalorização da Ação

## 6. CONCLUSÃO

O comércio eletrônico, especialmente no setor de moda e acessórios, desempenha um papel significativo na economia brasileira. A marca Enjoei, como uma das principais empresas nesse segmento, foi objeto de análise neste estudo devido à sua relevância e valor econômico.

A análise do *valuation* da marca Enjoei proporcionou uma compreensão mais aprofundada do seu potencial de retorno financeiro e posição competitiva no mercado em constante evolução do e-commerce. Ao examinar os fatores que afetam o valor da empresa, foi possível identificar tendências, oportunidades e desafios no setor de comércio eletrônico.

Os resultados da análise do *valuation* da Enjoei, com base no método do Fluxo de Caixa Descontado e nos resultados financeiros do ano de 2022, indicaram um valor Enterprise Value; valor do fluxo de caixa livre; valor do fluxo de caixa descontado e Perpetuação, Economicamente negativo para a empresa, impossibilitando considerarmos o Método de Fluxo de Caixa Descontado para o cálculo do Valuation.

Realizamos a análise do Valuation através do Método do **Valor Patrimonial de Liquidação (VPL)**, onde o valor de Ativos Líquidos de R\$ 291.757.000,00 e valor justo da ação de R\$ 1,46.

No Cálculo do Valuation pelo valor do Mercado da Bolsa de Valores B3, constatamos o valor de R\$ 194.433.950,00, considerando o valor da ação de R\$ 0,97 na data de 31.12.2022 e o valor de R\$ 180.402.300,00, considerando o valor da ação de R\$ 0,90 na data de 31.03.2023.

Desta forma ao compararmos os Valuation pelo **Valor Patrimonial de Liquidação** com o **valor do Mercado da Bolsa de Valores B3**, existe potencial de Downside<sup>51</sup> de 61,7% (data de cotação da B3 em 31.03.2023), desta forma a recomendação para ação da empresa Enjoei é neutra<sup>52</sup>.

---

<sup>51</sup> Downside: Desvalorização da Ação

<sup>52</sup> Recomendação Neutra: significa que os investidores que já possuem ações na empresa, mantenha sem realizar novos aportes financeiros e novos investidores não investem na compra de ações.

Essas informações são essenciais para investidores, acionistas e interessados no mercado de e-commerce e moda, auxiliando na tomada de decisões estratégicas e na alocação de recursos financeiros.

No contexto mais amplo do comércio eletrônico, é evidente que o setor tem um potencial significativo de crescimento, especialmente nos países desenvolvidos. A confiança dos consumidores nas compras online tem aumentado ao longo dos anos, impulsionada pelo desenvolvimento de protocolos de segurança e recursos que garantem acesso rápido e seguro à internet.

Seu modelo de negócio sustentável, focado na economia circular e na criação de uma comunidade online, tem sido um diferencial competitivo e tem atraído cada vez mais consumidores preocupados com o consumo consciente.

É importante ressaltar que o Valor de Mercado de uma empresa está relacionado à capitalização das ações negociadas na Bolsa, ou seja, reflete a relação entre os papéis emitidos e suas cotações no momento da análise, influenciado pela oferta e demanda.

A cotação do ativo na B3 varia conforme os interesses dos investidores, impactando diretamente o valor da ação. Assim, o Valor de Mercado não está diretamente ligado ao patrimônio ou caixa da empresa, mas sim ao valor total das ações em circulação de uma empresa multiplicado pelo preço de mercado de cada ação. Essa diferença entre o **Valor de Mercado na Bolsa B3** e o **Valor Patrimonial de Liquidação**, ocorre porque este último leva em consideração os ativos e passivos da empresa.

Em conclusão, a análise do *valuation* da marca Enjoei forneceu informações valiosas sobre o mercado de e-commerce e moda, bem como avaliou o valor econômico da empresa. Com base nesses resultados a empresa Enjoei, existe a necessidade de melhorar a gestão e controle dos custos, reduzindo as despesas operacionais, possibilitando crescimento financeiro e posicionamento da marca Enjoei, o que possibilitará valorização no Enterprise Value da Empresa.

## 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALBINSSON, Pia A.; PERERA, B. Yasanthi (Ed.). The rise of the sharing economy: Exploring the challenges and opportunities of collaborative consumption. 2018.

ASSAF NETO, Alexandre. Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas. São Paulo: Atlas, v. 20, 2014.

BARNES, Stuart J.; MATTSSON, Jan. Understanding collaborative consumption: Test of a theoretical model. Technological Forecasting and Social Change, v. 118, p. 281-292, 2017.

BELK, Russell. You are what you can access: Sharing and collaborative consumption online. Journal of business research, v. 67, n. 8, p. 1595-1600, 2014.

DAMODARAN, Aswath; DA CUNHA SERRA, Afonso Celso. Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações. Grupo Gen-LTC, 2012.

EIGER, Danniela; UNGARETTI, Marcella; SUEDT, Thiago; SENDAY, Gustavo. Enjoei (ENJU3): Reciclando o seu guarda-roupa; Iniciando com Compra. Expert XP,2021; Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/enjoei-enju3-reciclando-o-seu-guarda-roupa-iniciando-com-compra/>. Acesso em 03, de setembro de 2022

ERTZ, Myriam; DURIF, Fabien; ARCAND, Manon. Collaborative consumption: Conceptual snapshot at a buzzword. Journal of Entrepreneurship Education, v. 19, n. 2, p. 1-23, 2016.

ERTZ, Myriam; DURIF, Fabien; ARCAND, Manon. A conceptual perspective on collaborative consumption. AMS Review, v. 9, n. 1, p. 27-41, 2019.

FELSON, Marcus; SPAETH, Joe L. Community structure and collaborative consumption: A routine activity approach. American behavioral scientist, v. 21, n. 4, p. 614-624, 1978.

GARCIA, Rodrigo. Finanças corporativas. Por que é importante fazer um Valuation da sua empresa. Investor Avaliações. Disponível em: <https://investorcp.com/financas-corporativas/valuation-da-sua-empresa/>. Acesso em 01, de setembro de 2022

HAMARI, Juho; SJÖKLINT, Mimmi; UKKONEN, Antti. The sharing economy: Why people participate in collaborative consumption. *Journal of the association for information science and technology*, v. 67, n. 9, p. 2047-2059, 2016.

IRAN, Samira; SCHRADER, Ulf. Collaborative fashion consumption and its environmental effects. *Journal of Fashion Marketing and Management: An International Journal*, v. 21, n. 4, p. 468-482, 2017. JIANG, Baojun; TIAN, Lin. Collaborative consumption: Strategic and economic implications of product sharing. *Management Science*, v. 64, n. 3, p. 1171-1188, 2018.

LAMBERTON, Cait. Collaborative consumption: a goal-based framework. *Current Opinion in Psychology*, v. 10, p. 55-59, 2016.

LANG, Chunmin; ARMSTRONG, Cosette M. Joyner. Collaborative consumption: The influence of fashion leadership, need for uniqueness, and materialism on female consumers' adoption of clothing renting and swapping. *Sustainable Production and Consumption*, v. 13, p. 37-47, 2018.

LEISMANN, Kristin et al. Collaborative consumption: towards a resource-saving consumption culture. *Resources*, v. 2, n. 3, p. 184-203, 2013.

LIMA, Tiê. Atualização da apresentação institucional. LinkedIn, 2022. Disponível em: <https://www.linkedin.com/pulse/atualiza%C3%A7%C3%A3o-da>. Acesso em 02, de setembro de 2022

MOHAPATRA, Sanjay. E-commerce Strategy. In: *E-Commerce Strategy*. Springer, Boston, MA, 2013. p. 155-171.

Neotrust, 2022. A estabilização do e-commerce brasileiro, 2º trimestre de 2022.

Nielsen. (2022). Webshoppers 45. Acesso em 09 de março de 2023. Disponível em [https://bakertillybr.com.br/wp-content/uploads/2022/08/Webshoppers\\_45.-Pesquisa-Nielsen.pdf](https://bakertillybr.com.br/wp-content/uploads/2022/08/Webshoppers_45.-Pesquisa-Nielsen.pdf)

PERREN, Rebeca; GRAUERHOLZ, Liz. Collaborative consumption. *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, v. 4, n. 2, p. 139-144, 2015.

PEDERSEN, Esben Rahbek Gjerdrum; NETTER, Sarah. Collaborative consumption: business model opportunities and barriers for fashion libraries. *Journal of Fashion Marketing and Management*, 2015.

POVOA, Alexandre. **Valuation**. Elsevier Brasil, 2012.

TAYLOR, K. The retail apocalypse is far from over as analysts predict 75,000 more store closures. 2019.

UNCTAD. (2020). Digital Economy Report 2020: Technology, Trade and Development. Acesso em 16 de março de 2023. Disponível em [https://unctad.org/system/files/official-document/dtlstict2020d13\\_en\\_0.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/dtlstict2020d13_en_0.pdf)

## 8. ANEXO 1: Histórico de resultados da Enjoei 2022

Tabela 4. Demonstrativo de resultado do Exercício

R\$ Mil	1T22	2T22	3T22	4T22	Total 2022
<b>GMV<sup>53</sup></b>	<b>270.590</b>	<b>300.167</b>	<b>277.949</b>	<b>240.354</b>	<b>1.089.061</b>
Receita bruta	34.284	42.239	41.403	38.643	156.569
Deduções da receita (impostos, devol., abatimentos)	(3.789)	(4.720)	(4.716)	(4.443)	(17.668)
<b>Receita líquida</b>	<b>30.495</b>	<b>37.519</b>	<b>36.687</b>	<b>34.200</b>	<b>138.901</b>
Custo do serviço prestado	(20.979)	(24.234)	(23.505)	(21.506)	(90.224)
<b>Lucro bruto</b>	<b>9.516</b>	<b>13.285</b>	<b>13.182</b>	<b>12.694</b>	<b>48.677</b>
Margem bruta (% Rec Líquida)	31,2%	35,4%	35,9%	37,1%	35,0%
Despesas publicitárias	(14.770)	(10.448)	(8.092)	(9.479)	(42.789)
Gerais e administrativas	(26.244)	(22.011)	(17.272)	(15.837)	(81.364)
Depreciação e amortização	(3.841)	(4.229)	(4.649)	(5.084)	(17.803)
Outras receitas (despesas) operacionais líquidas	(2.551)	(1.926)	(1.327)	3.326	(2.478)
<b>Receitas (despesas) operacionais</b>	<b>(47.406)</b>	<b>38.614)</b>	<b>(31.340)</b>	<b>(27.074)</b>	<b>(144.434)</b>
<b>Lucro (Prejuízo) antes do resultado financeiro</b>	<b>(37.890)</b>	<b>(25.329)</b>	<b>18.158)</b>	<b>(14.380)</b>	<b>(95.757)</b>
Receita financeira	9.209	10.165	11.110	10.256	40.740
Despesa financeira	(2.444)	(2.927)	(3.132)	(2.995)	(11.498)
<b>Resultado financeiro líquido</b>	<b>6.765</b>	<b>7.238</b>	<b>7.978</b>	<b>7.261</b>	<b>29.242</b>
<b>Lucro (Prejuízo) antes do imposto de renda e da contribuição social</b>	<b>(31.125)</b>	<b>(18.091)</b>	<b>(10.180)</b>	<b>(7.119)</b>	<b>(66.515)</b>
Imposto de renda e contribuição social	-	-	-	-	-
<b>Lucro (Prejuízo) do exercício</b>	<b>(31.125)</b>	<b>(18.091)</b>	<b>(10.180)</b>	<b>(7.119)</b>	<b>(66.515)</b>

<sup>53</sup> Gross Merchandise Volume, que significa volume bruto de mercadorias.

Imposto de renda e contribuição social	-	-	-	-	-
Resultado financeiro	6.765	7.238	7.978	7.261	29.242
Depreciação e amortização	(3.841)	(4.229)	(4.649)	(5.084)	(17.803)
<b>EBITDA</b>	<b>(34.049)</b>	<b>(21.100)</b>	<b>(13.509)</b>	<b>(9.296)</b>	<b>(77.954)</b>
Plano de remuneração em opções de ações (sem efeito caixa)	7.806	5.520	3.931	4.281	21.538
Outras despesas não recorrentes	-	-	-	-	-
Ajustes de Competência	-	-	-	-	-
<b>EBITDA AJUSTADO</b>	<b>(26.243)</b>	<b>(15.580)</b>	<b>(9.578)</b>	<b>(5.015)</b>	<b>(56.416)</b>

**Fonte:** Histórico de Resultados Enjoei

**Tabela 5. Balanço Patrimonial**

<b>R\$ Mil</b>	<b>31/03/2022</b>	<b>30/06/2022</b>	<b>30/09/2022</b>	<b>31/12/2022</b>
<b>Ativo circulante</b>				
Caixa e equivalentes de caixa	357.670	335.070	321.681	309.098
Aplicações financeiras vinculadas	7.589	7.302	7.299	-
Contas a receber	19.562	22.223	22.399	20.774
Impostos a recuperar	7.320	9.242	8.432	8.247
Adiantamentos	1.119	3.385	4.132	7.860
Partes Relacionadas	-	1.166	952	7.302
Despesas antecipadas	2.645	2.831	2.712	3.565
Outros	126	101	69	167
<b>Total do ativo circulante</b>	<b>396.031</b>	<b>381.320</b>	<b>367.676</b>	<b>357.013</b>
<b>Ativo não circulante</b>				
Aplicações financeiras vinculadas	333	333	333	339
Partes Relacionadas	110	-	-	-
Depósito Judicial	-	-	-	-
Imposto diferido	-	-	-	-
Imobilizado	9.374	9.017	8.326	7.927
Intangível	48.529	54.408	60.102	65.417
<b>Total do ativo não circulante</b>	<b>58.346</b>	<b>63.758</b>	<b>68.761</b>	<b>73.683</b>
<b>Total Ativo</b>	<b>454.377</b>	<b>445.078</b>	<b>436.437</b>	<b>430.696</b>
<b>Passivo circulante</b>				
Fornecedores	18.544	18.552	15.907	15.715
Empréstimos e financiamentos CP	-	-	-	-
Obrigações sociais e trabalhistas	10.770	15.258	15.946	12.921
Obrigações tributárias	649	424	427	645
Antecipações de recebíveis	-	-	-	-
Adiantamentos de clientes	3.723	4.952	5.458	5.440
Outras contas a pagar	10.309	7.120	6.396	6.547
Arrendamento CP	1.479	1.508	1.575	1.661

<b>Total do passivo circulante</b>	<b>45.474</b>	<b>47.814</b>	<b>45.709</b>	<b>42.929</b>
<b>Passivo não circulante</b>				
Arrendamento LP	4.812	4.425	3.992	3.532
Provisão de contingências	2.850	2.927	3.048	3.385
<b>Total do passivo não circulante</b>	<b>7.662</b>	<b>7.352</b>	<b>7.040</b>	<b>6.917</b>
<b>Patrimônio líquido</b>				
Capital social	591.506	591.775	592.772	592.772
Adiantamento para futuro aumento de capital	-	974	-	-
Reservas de capital	65.415	70.935	74.867	79.148
Prejuízos acumulados	(255.680)	(273.772)	(283.951)	(291.070)
<b>Total do patrimônio líquido</b>	<b>401.241</b>	<b>389.912</b>	<b>383.688</b>	<b>380.850</b>
<b>Total do passivo e patrimônio líquido</b>	<b>454.377</b>	<b>445.078</b>	<b>436.437</b>	<b>430.696</b>

**Fonte:** Histórico de Resultados Enjoei

Tabela 6. Demonstrativo de Fluxo de Caixa

<b>R\$ Mil</b>	<b>31/03/2022</b>	<b>30/06/2022</b>	<b>30/09/2022</b>	<b>31/12/2022</b>
<b>Fluxo de caixa das atividades operacionais</b>				
Prejuízo líquido do exercício	(31.125)	(49.217)	(59.396)	(66.515)
<b>Ajustes por:</b>				
Depreciações e amortizações	3.841	8.071	12.719	17.803
Baixa líquida e ajustes do imobilizado e intangível	88	88	88	88
Provisão para contingências	138	215	336	673
Imposto diferido	-	-	-	-
Plano de remuneração em ações	7.805	13.325	17.257	21.538
Provisão para perdas com chargeback	-	76	(272)	(345)
Despesa de Juros	82	198	328	438
	(19.171)	(27.244)	(28.940)	(26.320)
<b>Decréscimo (acrécimo) em ativos</b>				
Aplicações financeiras vinculadas	1.604	1.891	1.894	9.187
Contas a receber	(3.561)	(6.298)	(6.126)	(4.428)
Adiantamentos	10	(2.484)	(3.413)	(7.141)
Impostos a recuperar	370	(1.552)	(742)	(557)
Partes relacionadas	-	(1.056)	(842)	(7.192)
Depósito Judicial	-	-	-	-
Despesas antecipadas	245	(431)	(312)	(1.165)
Outros	34	59	91	(7)
<b>(Decréscimo) acréscimo em passivos</b>				
Fornecedores	2.196	(1.934)	(4.159)	(4.351)
Obrigações trabalhistas	1.599	6.087	6.775	3.750
Obrigações tributárias	302	77	80	298
Antecipações de recebíveis	-	-	-	-
Adiantamentos de clientes	1.126	2.355	2.861	2.843
Outras contas a pagar	5.221	2.032	1.308	1.459
<b>Caixa líquido consumido nas atividades operacionais</b>	<b>(14.906)</b>	<b>(28.498)</b>	<b>(31.525)</b>	<b>(33.624)</b>

<b>Fluxo de caixa das atividades de investimento</b>				
Aquisição de imobilizado	(1)	(406)	(701)	(1.032)
Aquisição de intangível	(9.057)	(18.446)	(28.062)	(37.731)
<b>Caixa líquido consumido gerado nas atividades de investimento</b>	<b>(9.058)</b>	<b>(18.852)</b>	<b>(28.763)</b>	<b>(38.763)</b>
<b>Fluxo de caixa das atividades de financiamento</b>				
Aumento de capital	-	269	1.266	1.266
(-) Gastos com emissões de ações	-	-	-	-
Captação líquida de empréstimos e financiamentos	-	-	-	-
Pagamento de empréstimo	-	-	-	-
Pagamento de arrendamento	(908)	(1.365)	(1.839)	(2.323)
Adiantamento para futuro aumento de capital	-	974	-	-
<b>Caixa líquido (consumido) gerado nas atividades de financiamentos</b>	<b>(908)</b>	<b>(122)</b>	<b>(573)</b>	<b>(1.057)</b>
<b>Aumento (redução) líquida de caixa e equivalentes de caixa</b>	<b>(24.872)</b>	<b>(47.472)</b>	<b>(60.861)</b>	<b>(73.444)</b>
<b>Caixa e equivalentes de caixa</b>				
No início do exercício	382.542	382.542	382.542	382.542
No final do exercício	357.670	335.070	321.681	309.098
<b>Aumento (redução) líquida de caixa e equivalentes de caixa</b>	<b>(24.872)</b>	<b>(47.472)</b>	<b>(60.861)</b>	<b>(73.444)</b>

**Fonte:** Histórico de Resultados Enjoei

**Tabela 7. Dados Operacionais**

R\$ Mil	1T22	2T22	3T22	4T22	Total 2022
GMV	270.590	300.167	277.949	240.354	1.089.061
Gross Billings	54.216	68.655	70.851	64.062	257.783
<i>Take Rate (% GMV)</i>	<i>20,0%</i>	<i>22,9%</i>	<i>25,5%</i>	<i>26,7%</i>	<i>23,7%</i>
Incentivos	19.932	26.416	29.448	25.419	101.214
<i>% GMV</i>	<i>7,4%</i>	<i>8,8%</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,6%</i>	<i>9,3%</i>
Receita bruta	34.284	42.239	41.403	38.643	156.569
<i>Net Take Rate (% GMV)</i>	<i>12,7%</i>	<i>14,1%</i>	<i>14,9%</i>	<i>16,1%</i>	<i>14,4%</i>
<b>Usuários e Inventário</b>					
# Milhares	1T22	2T22	3T22	4T22	2022
New Buyers	178,0	224,1	241,1	201,9	845
Active Buyers	998,3	1059,1	1153,8	1179,9	1.179,9
New Sellers	188,8	163,8	149,3	136,0	638
Active Sellers	1.041,1	1.044,5	1.047,6	1.002,2	1.002,2
Uploads	3.931	3.966	3.988	3.432	15.316
Itens Transacionados	1.467	1.790	1.774	1.591	6.622

**Fonte:** Histórico de Resultados Enjoei