



CATÓLICA
LISBON
BUSINESS & ECONOMICS

NIKE, INC. EQUITY VALUATION

Carlos Rafael de Guimarães Milheiro

Dissertação apresentada para cumprimento parcial dos requisitos para a obtenção do grau de Mestre em Gestão Aplicada (Applied Management) na Universidade Católica Portuguesa.

Outubro de 2022

Dissertação escrita sob a supervisão do Professor Doutor José Tudela Martins.

Abstract

This dissertation consist in the development of an appropriate valuation methodology with the purpose to assess properly the company Nike, Inc. and determine a price target as of 31st May of 2022 that correspond to the end of the fiscal year 2022. The share price obtained would be used to make an investment recommendation such as hold, sell or buy Nike's shares. Therefore, this dissertation would answer this question: "Should I buy, hold or sell Nike, Inc. stocks?".

For this purpose and after a profound research in respect to valuation models, I used two different valuation metholdologies: Discounted Cash-Flow model and Relative Valuation. The main conclusion is that Nike, Inc is slightly overvalued, since the results obtained from DCF methodology (\$116,29) and Relative Valuation (\$111,47) registered, in average, lower fair values compared to the market price (\$118,50).

I considered the DCF valuation more appropriate to determine a fair value for a company like Nike since take in account more significant variables that contributes with great relevance for the performance of the company. For the Relative Valuation, I have to consider companies from other industries that were more similar to Nike in important financial indicators.

My valuation is compared with a coporate valuation report published by Zacks Investment, where determine the fair value by using Relative Valuation method. The main diferences was based on peer group selection and the mutiples applied for the valuation.

Resumo

Esta dissertação consiste no desenvolvimento de uma metodologia de avaliação adequada com o objetivo de avaliar a empresa Nike, Inc. e determinar um preço de uma ação à data de 31 de maio de 2022 que corresponde ao fim do ano fiscal da empresa. O preço da ação obtido é importante para emitir uma recomendação de investimento, nomeadamente manter, vender ou comprar a ação. Portanto, esta dissertação responderá a esta pergunta: "Devo comprar, manter ou vender ações da Nike, Inc.?".

Para isso e após uma profunda pesquisa sobre modelos de avaliação, utilizei duas metodologias de avaliação diferentes: modelo de fluxo de caixa descontado e avaliação de múltiplos. A principal conclusão é de que a Nike, Inc está ligeiramente sobrevalorizada, uma vez que os resultados obtidos tanto da metodologia DCF (\$116,29) como da avaliação de múltiplos (\$111,47) registaram, em média, valores ligeiramente inferior relação ao preço de mercado (\$118,50).

Considero a avaliação do DCF mais adequada para determinar um valor justo para uma empresa como a Nike, pois leva em consideração variáveis significativas que contribuem com grande relevância para o desempenho da empresa. Para a avaliação dos múltiplos, tenho que considerar empresas de outros setores que se assemelham mais à Nike em indicadores financeiros importantes.

A minha avaliação é comparada com o relatório de avaliação publicado pela Zacks Investment, onde apura o valor justo usando o método dos múltiplos de mercado. As principais diferenças basearam-se na seleção do *peers group* e nos múltiplos aplicados para a avaliação.

Keywords: Nike Inc, DCF, Relative Valuation

Title: Nike, Inc. Equity Valuation

Author: Carlos Rafael de Guimarães Milheiro

Agradecimentos

Aos meus Pais, por todo o suporte e força motivacional ao longo de todo o meu percurso acadêmico sendo um dos pilares para a construção do meu futuro, sucesso profissional e realização pessoal.

A todas as pessoas que me são próximas e que estiveram sempre presentes em todo este meu caminho e que me ajudaram em momentos menos bons dando-me a força e coragem suficientes para ultrapassar os obstáculos que surgiram durante este percurso.

Por último, mas não menos importante, ao Professor José Carlos Tudela Martins por toda a sua disponibilidade, *expertise* e orientação no desenvolvimento da tese.

Lista de abreviaturas

APV	Adjusted Present Value
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPEX	Capital Expenditure
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Discounted Cash Flows
DDM	Dividend Discount Model
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
FCF	Free Cash Flow
FCFE	Free Cash Flow to Equity
FCFF	Free Cash Flow to the Firm
GDP	Gross Domestic Product
MRP	Market Risk Premium
NWC	Net Working Capital
PIB	Produto Interno Bruto
PER	Price/Earnings
ROE	Return on Equity
ROIC	Return on Invested Capital
TV	Terminal Value
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WC	Working Capital
YTM	Yield to Maturity

Índice

1	Introdução	10
2	Revisão de Literatura.....	11
2.1	O processo de Avaliação: Introdução.....	11
2.2	Modelo dos Cash Flow Descontados.....	12
2.2.1	FCFF	13
2.2.2	FCFE	14
2.2.3	WACC.....	14
2.2.4	Custo da <i>Equity</i>	15
2.2.5	Custo da Dívida.....	17
2.2.6	Valor Terminal	18
2.3	APV	18
2.4	Avaliação por Múltiplos.....	19
3	Visão Global da Indústria.....	21
4	Visão Global da Empresa	26
4.1	Principais Marcas.....	26
4.2	Unidades de Negócio.....	27
4.3	Unidades Geográficas.....	28
4.4	Resultados Financeiros do ano 2022.....	30
4.5	Estrutura Societária	33
4.6	Performance Bolsista.....	34
4.7	Estrutura de Endividamento	35
5	Metodologia de Avaliação.....	37
5.1	Pressupostos de Avaliação	38
5.1.1	Receitas	38
5.1.2	Gross Margin	40
5.1.3	Demand creation expense & Operating overhead expense	41
5.1.4	CAPEX	42
5.1.5	Net Capital Expenditure	45
5.1.6	Working Capital	45
5.2	O Custo do Equity.....	47
5.2.1	Risk Free Rate	47
5.2.2	Beta.....	47
5.2.3	Market Risk Premium	47

5.3	Cost of Debt.....	48
5.4	Taxa de crescimento e Valor Terminal.....	49
5.5	Free Cash Flow to the Firm.....	49
5.6	Análise da Sensibilidade.....	51
5.7	Avaliação por Múltiplos.....	51
5.8	Avaliação por Múltiplos – Novo Peer Group.....	54
5.9	Conclusão da avaliação.....	57
6	Comparação entre avaliações.....	57
7	Conclusão.....	58
8	Bibliografia.....	59
Anexos.....		61
	Anexo I – Dividend Discount Model.....	62
	Anexo II - Visão da Indústria 2021.....	63
	Anexo III – Análise SWOT Nike.....	68
	Anexo IV – As 5 Forças de Porter.....	69
	Anexo V – Estrutura acionista.....	71

Índice de Figuras

- Figura 1 Crescimento EBIT e vendas da Nike entre 2015 – 2020
- Figura 2 - Expectativa de crescimento de mercado até 2025
- Figura 3 - As 5 tendências da indústria
- Figura 4 - Influência do *e-commerce*
- Figura 5 - Receitas por categoria
- Figura 6 - Receitas por segmento geográfico
- Figura 7 - Receitas da Nike na Região da América do Norte
- Figura 8 - Receitas da Nike na região EMEA
- Figura 9 - Receitas da Nike na região da China
- Figura 10 - Receitas da Nike na região APLA
- Figura 11 - Receitas da Nike Wholesale vs Nike Direct
- Figura 12 - Dados das Despesas da Nike registradas na Demonstração de Resultados
- Figura 13 - Principais acionistas da Nike
- Figura 14 - Performance Bolsista
- Figura 15 - Total de dívida da Nike 2017-2022
- Figura 16 - Estrutura de dívida longo prazo da Nike
- Figura 17 - Regressão linear das receitas da Nike tendo o PIB como variável explicativa
- Figura 18 - Sportswear Market Share
- Figura 19 - Receitas da Nike por categoria, canal de venda e segmento geográfico
- Figura 20 - Dados relativos a AFT da Nike
- Figura 21 - Dados relativos a Ativos Fixos Intangíveis da Nike
- Figura 22 - Modelo DCF
- Figura 23 - Resultados do modelo DCF
- Figura 24 - *Peer group 1*
- Figura 25 - Empresas selecionadas do *peer group 1*
- Figura 26 - Resultados obtidos através da avaliação de múltiplos
- Figura 27 - Grupo de empresas que a administração da Nike usa como comparáveis para a compensação dos seus Executivos
- Figura 28 - *Peer group 2*
- Figura 29 - Empresas selecionadas do *peer group 2*
- Figura 30 - Resultados obtidos através da segunda avaliação de múltiplos
- Figura 31 - Gráfico comparativo dos resultados entre a indústria *sportswear* e outro setor vestuário
- Figura 32 - Efeitos da Covid-19 nos diferentes desportos
- Figura 33 - 8 tendências da indústria de artigos desportivos em 2021
- Figura 34 - Análise SWOT
- Figura 35 - As 5 Forças de Porter
- Figura 36 - Os 10 principais acionistas da Nike

Índice de Tabelas

- Tabela 1 - Receitas da Nike por segmento geográfico 2018-2022
- Tabela 2 - Valor de mercado da dívida da Nike
- Tabela 3 - Forecast das receitas da Nike
- Tabela 4 - Estimativa das receitas da Nike e margem bruta

- Tabela 5 - Estimativa das despesas gerais operacionais da Nike
- Tabela 6 - Estimativa das depreciações da Nike
- Tabela 7 - Estimativa das Amortizações da Nike
- Tabela 8 - Estimativa do Capex da Nike
- Tabela 9 - Estimativa do NWC da Nike
- Tabela 10 - Estimativa do MRP da Nike
- Tabela 11 - Estimativa do custo da dívida
- Tabela 12 - Estimativa da taxa de crescimento na perpetuidade
- Tabela 13 - Análise de sensibilidade do modelo DCF

1 Introdução

O objetivo desta dissertação não é simplesmente aplicar os conhecimentos teóricos da metodologia da *Equity Valuation* para emitir uma recomendação de investimento. É um processo de *story telling* com base num profundo conhecimento da empresa tanto no seu histórico de resultados como perspectiva futura.

Escolhi a Nike pelo interesse que tenho por esta indústria e pela imagem que a marca representa. Os hábitos de fitness, bem-estar e *athleisure* tornaram-se elementos padrão de vida de muitas pessoas do quotidiano e a Nike Inc. enfrenta o desafio de se manter líder de mercado e de acompanhar as novas tendências e exigências da procura.

Ao longo da dissertação, foram analisados e definidos pressupostos específicos de acordo com as informações públicas recentes e previsões adicionais para a economia, mercado e indústria. Assim, o capítulo 2 é composto por literatura e metodologias relevantes que justificam os pressupostos utilizados na avaliação da Nike.

No capítulo 3 será feita uma análise macro da indústria onde se insere a Nike e onde será descrito detalhadamente as tendências do mercado e projeções futuras, revelando alguma informação que possa indicar o crescimento das empresas neste setor.

No capítulo 4 segue-se uma análise detalhada da empresa a ser avaliada com a informação dos resultados financeiros do ano fiscal de 2022, descrição das unidades de negócio e da estrutura de capital.

No capítulo 5, o modelo DCF e uma avaliação *Peers Group* são apresentados como os modelos assumidos para a defesa desta tese. Antes de concluir, o capítulo 6 compara os resultados desta dissertação entre um relatório de pesquisa e os resultados da avaliação determinada por mim.

2 Revisão de Literatura

Este capítulo tem como objetivo abordar as várias metodologias de avaliação de uma empresa, apresentando as principais vantagens e desvantagens para cada método, uma vez que a avaliação mais adequada estará dependente de outros fatores tais como o tipo de empresa, setor de atividade, propósito de avaliação e tipo de investidor.

Como tal, este capítulo ajudará a suportar a decisão da metodologia de avaliação da empresa Nike Inc., bem como a justificação dos pressupostos de avaliação.

2.1 O processo de Avaliação: Introdução

“Para entender o impacto de uma avaliação e a sua importância, deve-se fazer uma distinção entre o valor e o preço de uma empresa” Fernández (2002). O preço é o valor definido entre o comprador e vendedor para o investimento, enquanto o valor da empresa é subjetivo pois varia de investidor para investidor o que, na maioria das vezes, não coincide com o valor defendido pelo vendedor, uma vez que ambos têm interesses opostos Fernández (2007).

A avaliação pode ter uma utilidade para múltiplos propósitos como: definição do preço de aquisição; definição do preço de venda; apoio na tomada de decisão de venda ou de compra para uma determinada ação; implementar compensações aos gestores com base na criação de valor; identificando os *key drivers da* criação de valor ou suportar as decisões estratégicas.

“A avaliação está no cerne de muito do que fazemos em Finanças” (Damodaran, 2007) mas a sua relevância e impacto têm sido bastante subestimados quando, de facto, avaliações bastante imprecisas e pouco rigorosas podem levar decisões erradas que podem comprometer os resultados financeiros e estratégia da empresa. Para Reilly e Brown (2002), ao comparar o valor estimado com o seu valor de mercado, pode-se tomar a decisão de compra, de venda ou a de manter o investimento.

O número de técnicas de avaliação existentes reforça o desafio de obter uma correta perceção de valor. A subjetividade dos pressupostos assumidos pelos analistas inerentes a uma avaliação origina uma ampla gama de resultados diferentes (Damodaran, 2007). Neste capítulo, iremos considerar três métodos:

Método dos *Cash Flow* descontados - Representa o valor presente do ativo da empresa com base nos pressupostos utilizados para determinar os futuros FCF projetados e descontá-los a uma taxa de risco ajustada (o custo de oportunidade) para avaliar o valor do investimento ou da empresa.

APV – Deve ser utilizado em empresas onde o montante de endividamento varia bastante.

Avaliação de Múltiplos – através da seleção de empresas comparáveis, são utilizados para a estimativa de valor os múltiplos de métricas financeiras importantes.

Não vou considerar o modelo dos dividendos descontados para a avaliação da Nike, pois o pagamento de dividendos não representa a única fonte de valor para os acionistas. Além disso, a Nike possui um programa de recompra de ações, portanto, o recurso ao DDM como único método de avaliação levaria a uma subavaliação da Nike.

Por esta razão o DDM será descrito com maior detalhe no anexo I.

2.2 Modelo dos Cash Flow Descontados

O método de avaliação dos Cash-Flow descontados é a metodologia de avaliação mais usada (Copeland, et al., 2000). A principal razão para isso é que os métodos DCF dependem apenas do *cash flow* da empresa, que representam o final valor para as empresas (Koller, et al., 2010).

Essa metodologia nos permite realizar a avaliação tanto do valor patrimonial da empresa como um todo ou do valor da *equity* e consiste em avaliar a empresa através do cálculo do valor presente dos seus *Cash Flow* futuros esperados, descontados a uma taxa de risco ajustada tanto ao tipo de empresa como ao setor de atividade.

Assim sendo, serão necessários quatro inputs de acordo com os pressupostos assumidos a fim de se determinar o valor da empresa: projeção de *Cash Flow*, a taxa de desconto, a taxa de crescimento e o valor terminal (Damodaran, 2011). A fórmula abaixo representa a interação entre as variáveis acima mencionadas para a determinação do valor de avaliação:

$$V_0 = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + (\dots) + \frac{CF_t + TV_t}{(1+k)^t}, \quad TV_t = \frac{CF_{t+1}}{k-g}$$

Onde:

- V_0 = Valor da empresa no momento $t=0$, que é considerado como o valor presente;
- CF_t = *Cash Flow* esperados durante o período t ;
- k = risco ajustado à taxa de desconto (%);
- g = taxa de crescimento na perpetuidade (%);
- TV_t = valor terminal da empresa no fim do período t .

Estas variáveis diferem de acordo com o tipo de avaliação que estamos a realizar, isto é, se é relativa à empresa no seu todo ou apenas à *equity*. Consequentemente, a explicação detalhada destas variáveis e as suas diferenças ocorrerão quando a respetiva abordagem for descrita.

Damodaran (2011) afirma que na estimativa do valor do TV, a taxa de crescimento não deve ser superior à do crescimento da economia, pois é irreal uma empresa crescer mais que uma economia na perpetuidade.

Em segundo lugar, as características da empresa devem ser consistentes com a premissa de um crescimento estável, implicando que o uso de um custo de capital constante para uma empresa em crescimento pressupõe que o índice de endividamento da empresa seja mantido constante ao longo do tempo ou que para cada período o investimento em despesas de capital compense as despesas de depreciação (Damodaran, 2007).

2.2.1 FCFF

O FCFF é a soma de todos os fluxos de caixa que pertencem a todos os *stakeholders* incluindo os detentores de capital próprio e capital alheio. Segundo Mitra (2010), a estimativa do FCF é feita a partir dos resultados da Demonstração de Resultados, isto é, a partir do valor do lucro antes de juros e impostos (EBIT), adicionamos o valor da depreciação, visto que respeita a uma despesa contabilística e subtraímos o valor dos Capitais de Investimento e Fundo de Maneio.

$$FCF = EBIT (1 - \text{tax rate}) + \text{Depreciation} - \text{CAPEX} - \Delta WC$$

Uma vez que os custos financeiros da dívida não são considerados na fórmula acima, o *Cash Flow* livre é considerado como não alavancado. Desta forma, o *Cash Flow* livre para a empresa não considera nenhum dos benefícios fiscais devido ao pagamento de juros. Os benefícios fiscais justificados pelo pagamento de juros, quando aplicáveis, necessitam de serem considerados para o cálculo da taxa de desconto (Mitra, 2010).

2.2.2 FCFE

Conforme referido acima, uma empresa pode ser avaliada usando apenas a componente de *equity* em vez da empresa no seu todo, sendo que o raciocínio inerente a essa avaliação é a mesma ao descontar os *Cash Flow* livres, nomeadamente os que ficam livres para os acionistas associados a uma taxa de risco, considerado como o *custo da equity*. A fórmula abaixo representa a seguinte relação entre os *Cash Flow*:

$$FCFE = FCFF - \text{Juros} * (1 - \text{Impostos}) + \text{Variação da Dívida}$$

Nesta abordagem, aplica-se uma fórmula equivalente à do FCFF, sendo, portanto, também necessário determinar o valor terminal como antes.

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{TV}{(1 + K_e)^t}$$

Segundo Henry, *et al.* (2010), o FCFF deve ser utilizado quando uma empresa está alavancada, tem um FCFE negativo ou uma estrutura de capital em mudança, uma vez que o custo de capital próprio é mais sensível a mudanças na estrutura de capital.

2.2.3 WACC

O WACC não é um custo nem um retorno exigido: é uma média ponderada do retorno exigido por parte de todos os *stakeholders*.

De acordo com Pratt (2002), quando o objetivo é a avaliação da estrutura de capital de uma empresa composta por capitais próprios e alheios, deve-se usar a referência do WACC para esse objetivo.

Segundo Pratt (2002), o WACC por vezes também é utilizado para determinar indiretamente o valor da *Equity* na medida em que após a determinação do valor da empresa (obtida através do WACC) e o valor de mercado da dívida, a diferença entres estes dois corresponderá ao valor da *Equity*.

O cálculo do WACC é essencialmente utilizado para análises de investimento, onde o peso do capital próprio e da dívida podem variar consoante a especificidade do projeto (Pratt, 2002).

Para tal, deve-se calcular cada uma das componentes (dívida e capital) com base no seu valor de mercado e não contabilístico.

Uma vez que os *Cash Flow* livres são após o pagamento de impostos, a fórmula para o cálculo do WACC é:

$$\text{WACC} = (\text{Ke} \times \text{We}) + (\text{kd} [1 - t] \times \text{Wd})$$

Na fórmula acima, o WACC significa tal como descrito acima o custo médio ponderado do capital; **Ke** representa o custo do capital próprio; **We** o peso dos capitais próprios na estrutura de capital; **Kd** representa a remuneração exigida pelos credores; **Wd** o peso da dívida na estrutura de capital; e $[1 - t]$ representa a poupança fiscal com a emissão de dívida (Pratt, 2002).

O método de utilização mais utilizado para avaliação de projeto e é com o método do WACC. Este método permite estimar o valor do projeto ao descontar os *Cash Flows* Livres desalavancados por uma taxa de risco inerente ao projeto associando o risco assumido pelos diferentes *stakeholders* (Pratt, 2002).

Se o projeto é financiado simultaneamente por dívida e *equity*, o juro pago aos credores está isento de imposto pelo que o benefício destas poupanças fiscais é incorporado no cálculo da taxa de desconto. O custo da dívida é assim reduzido devido ao benefício fiscal resultante do pagamento de juros (Pratt, 2002).

2.2.4 Custo da *Equity*

Para Mitra (2010), a taxa de desconto deve ser aplicada ao *Cash Flow* livre refletindo o grau de risco implícito para a obtenção desse resultado. Na sua estimativa, deve-se considerar o custo do capital próprio que representa o retorno exigido pelos acionistas em relação ao seu investimento de capital. Uma vez que as taxas de retorno exigidas não estão diretamente disponíveis, utilizamos um modelo que permita converter o risco associado a um negócio/investimento numa taxa de retorno sendo que o mais comum é o CAPM. O CAPM indica que o custo do capital próprio é igual à soma entre a taxa livre de risco e o prémio de risco de mercado multiplicado pelo beta (β) do título:

$$\text{Ke} = \text{rf} + \beta ([\text{Rm} - \text{rf}])$$

Na fórmula acima, o **K_e** representa o custo do capital próprio; **r_f** como a taxa de rendimento de um título sem risco associado; **β** um indicador de sensibilidade de mercado e **R_m** como o retorno expectável do mercado. A diferença entre o R_m e o r_f é o *Market Risk Premium*.

De acordo com Mitra 2010, a taxa de retorno sem risco é determinada pelo retorno esperado por uma dívida pública de um governo, nomeadamente de um país com *rating triple A* como é o caso das obrigações do governo Alemão, uma vez que são as que apresentam menor risco de *default*. A referência da *yield* associada às obrigações de tesouro é válida para a avaliação de empresas ou projetos de longo prazo.

Uma das desvantagens da implementação deste modelo é determinar o prémio de risco de mercado visto que não existe consenso sobre vários autores sobre como este indicador deve ser obtido.

β é uma medida de risco e representa a sensibilidade da correlação entre o retorno de uma ação e retorno de mercado. Para uma empresa cotada em bolsa, o **β** pode ser estimado a partir do histórico de valores de uma ação e a série temporal do preço da ação e do valor de um índice de referência. Desta forma, o **β** pode ser obtido estatisticamente através da regressão linear entre os retornos da ação e do índice de referência (Mitra,2010).

Damodaran (2011) sugere para empresas não cotadas ou com ausência de histórico utilizar um modelo alternativo.

De acordo com os estudos de Blume (1975), o **β** é passível de ser ajustado para um **β** suavizado de acordo com a seguinte fórmula:

$$\beta_{\text{suavizado}} = \frac{1}{3} + \left(\frac{2}{3} \times \beta_{\text{da empresa}}\right)$$

É possível, através de *peers* cotados da empresa que se pretende avaliar, obter os seus betas históricos, desalavancar os mesmos com base no seu rácio D/E e assim obter o **β unlevered** – isto traduz o risco do negócio/ativos a operar na indústria face ao mercado.

Para calcular o **β levered** da empresa (que traduz o risco da indústria e o risco específico associado ao nível de endividamento), deve ser alavancado o **β unlevered** da indústria com o rácio D/E da empresa a valores de mercado (Damodaran, 2011):

$$\beta \text{ unlevered} = \frac{\beta \text{ levered}}{\left[1 + (1 - \text{tax rate}) \times \left(\frac{\text{Debt}}{\text{Equity}}\right)\right]}$$

$$\beta \text{ levered} = \beta \text{ unlevered} \times \left[1 + \left((1 - \text{tax rate}) \times \left(\frac{\text{Debt}}{\text{Equity}}\right)\right)\right]$$

No modelo do CAPM, a taxa de retorno livre de risco e o prêmio de risco de mercado, que por sua vez é definido como a diferença entre o retorno de mercado e retorno de uma ação, são comuns a todas as empresas do mesmo setor pelo que apenas o β varia. Beta representa o risco adicional de uma ação para um investidor que detém um *portfolio* diversificado, onde o risco é definido como a medida em que a ação sobe e desce em conjunto com o mercado de ações agregado (Mitra,2010).

A estimativa do β no modelo do CAPM indica o risco de retorno de uma empresa em relação ao mercado numa perspectiva de obtenção de *Cash Flow* futuros e não históricos.

2.2.5 Custo da Dívida

O custo da dívida refere-se ao risco que os credores da empresa enfrentam que varia conforme a probabilidade de não serem remunerados, tendo em conta o tipo e condições atuais da empresa, bem como o setor de atividade da empresa.

Para Fernandez (2017), o custo da dívida é aproximadamente equiparado à *Yield to Maturity* exigida pelos investidores para instrumentos de dívida com risco e maturidade semelhantes.

O custo da dívida é a taxa efetiva que uma empresa paga sobre sua dívida atual e para determinar o valor do mesmo deve-se observar o rendimento médio até ao vencimento dos títulos emitidos pela empresa, caso sejam negociados publicamente, de forma a ter um valor mais preciso.

No entanto, se a empresa não for negociada publicamente, é preciso estimar um *spread* que representa um risco adicional à taxa de juro sem risco, para a empresa que estamos a avaliar, à qual está associado o risco de *default*.

Para a estimativa da taxa livre de risco, vários autores sugerem o recurso ao rendimento dos títulos governamentais nomeadamente as emissões de dívida a 10 anos, uma vez que representam o retorno esperado de um investimento de longo prazo cujo retorno é garantido. Neste sentido, a *bond* é a referência para uma taxa de juro sem risco, pois é a que apresenta um menor risco de *default*.

Em situações em que o risco é superior, devemos estimar um *spread* que cubra o risco de *default*. A forma mais utilizada é através do recurso a agências de *rating* que classificam os títulos consoante o grau de risco. Segundo Damodaran (2011), para empresas não cotadas, o *spread* pode ser estimado com base em indicadores financeiros como o índice de cobertura de juros.

2.2.6 Valor Terminal

Para determinar o valor de uma empresa é necessário calcular o valor terminal, pois não é expectável que a atividade de uma empresa seja limitada no tempo nem tão pouco seria possível estimar um *Cash Flow* eternamente.

O método mais utilizado para calcular o valor terminal é através do valor da empresa em perpetuidade quando se verifica estabilização das suas receitas, lucros e crescimentos (Damodaran, 2011).

Como tal, na avaliação de empresas deve-se definir o momento exato onde se calcula o valor terminal e o período em causa deve corresponder ao período necessário para atingir uma taxa de crescimento constante e estimar os fluxos de caixa durante esse período, usando o último período como referência para um *Cash Flow* para a perpetuidade com um crescimento estável.

Como afirmado anteriormente, uma das principais premissas é que a taxa de crescimento perpétua deve ser inferior à da economia onde a empresa atua e que tem um desenvolvimento estável dos lucros, fluxos de caixa livres e dividendos (Levin e Olsson, 2000).

$$Terminal\ Value_t = \frac{Free\ Cash\ Flow_{t+1}}{Cost\ of\ Capital - Perpetual\ Growth\ Rate}$$

2.3 APV

O APV é um modelo de avaliação de empresas que calcula o valor com base em dois pressupostos: o valor empresa não alavancada e valor dos benefícios fiscais resultante da dívida (Koller *et al.*, 2010).

Para Luehrman (1997), este modelo permite uma melhor perceção sobre as fontes de maior riqueza dentro da estrutura da empresa. O autor mencionou que a ideia básica por detrás do

APV é a criação de valor de cada um dos segmentos o que permite aos gestores uma melhor identificação sobre quais os setores que criam maior riqueza para a empresa.

Damodaran (2002) apresentou a equação do APV da seguinte forma:

$$APV = \text{unlevered firm value} + PV \text{ of tax benefits} \\ - \text{Expected bankruptcy costs}$$

Conseqüentemente, o primeiro passo é calcular o valor da empresa desalavancada, isto é, num cenário em que a empresa não tem dívida na sua estrutura de capital e, posteriormente, descontar os *Cash Flow* livres para a empresa a um custo de *equity*.

$$\text{value of unlevered firm} = \frac{FCFF_o}{\rho_u}$$

Onde o FCFF representa o Cash Flow operacional após pagamento de impostos para a empresa e ρ_u o custo do capital próprio desalavancado, que pode ser calculado através do modelo de CAPM (Parrino, 2005), conforme explicado acima.

O benefício fiscal é calculado em função da taxa de imposto que vigora na empresa e permite diminuir o nível de remuneração dos credores. A taxa de imposto a aplicar é a taxa de imposto marginal da empresa e é suposto utilizar a mesma ao longo do tempo, onde também assumimos um nível constante de dívida.

$$\text{Value of Tax Benefits} = (\text{Tax Rate})(\text{Debt})$$

Por último, é necessário determinar valor dos custos de risco de insolvência.

$$\text{PV of Expected Bankruptcy cost} = (\text{Probability of Bankruptcy}) (\text{PV} \\ \text{of Bankruptcy Cost})$$

Porventura, este será o cálculo mais complexo e subjetivo de executar. A determinação da probabilidade de falência pode ser feita através de ratings públicos ou probabilidades estatísticas.

2.4 Avaliação por Múltiplos

A avaliação por múltiplos permite determinar o valor da empresa ao multiplicar indicadores financeiros de empresas comparáveis (Kaplan *et al.*,1995).

Neste método de avaliação, podem ser utilizadas várias rubricas tais como o EBITDA; EBIT; Resultado Líquido, Receitas, etc. Adicionalmente, para a avaliação da empresa por este método, as empresas comparáveis devem ser semelhantes tanto em *Cash Flow* como nível de risco em relação à empresa avaliada.

De acordo com Massari *et al.* (2016), a avaliação por múltiplos é uma abordagem que compara o valor da *equity* e da empresa com o grupo de pares. Depende essencialmente das mudanças proporcionais entre o valor da empresa e suas medidas internas; segundo, a expectativa de taxa de crescimento e o nível de risco que devem ser constantes ao longo do período de avaliação.

Além disso, os mesmos autores identificaram as seguintes vantagens do uso de múltiplos:

1. Eficiência na avaliação das empresas, pois é uma abordagem simples de utilizar e bastante mais rápida em comparação com uma avaliação pelo método DCF.
2. É essencial que os pressupostos sejam bem utilizados.
3. É uma abordagem complementar para obter uma rápida compreensão da empresa e ajudar no processo de tomada de decisão para potencial aquisição da empresa.

Por outro lado, os múltiplos são demasiado simples, pois concentram-se apenas numa só variável o que originar conclusões imprecisas tendo em conta a falta de uma visão global da empresa.

Koller *et al* (2010) mencionaram que os investidores devem usar o múltiplo correto e recomendado começando pelo valor da empresa para o EBITDA em vez do múltiplo amplamente utilizado como o índice Valor da Empresa/Lucro (E/P), uma vez que não tem em conta a estrutura de capital. Depois disso, devem calcular consistentemente o múltiplo e seleccionar o correto grupo de pares certo com base no crescimento e ROIC.

Nesse contexto, Damodaran (1994), acrescentou que o objetivo da avaliação relativa é avaliar o valor da empresa a partir de uma comparação com ativos similares negociados no mercado.

Damodaran (1994) afirma que este método apresenta como vantagens, em comparação com o DCF, ser mais simples, claro, objetivo e menos complexo, uma vez que não exige tantos pressupostos.

Damodaran (2011), determinou 4 passos fundamentais para a aplicação do método de avaliação por múltiplos:

1. Os múltiplos devem ser especificados de forma consistente entre as empresas.

2. É necessário considerar a mesma indústria e todo o mercado para comparar esses múltiplos de uma forma fidedigna.
3. Analisar os pressupostos dos múltiplos e entender como as mudanças nesses pressupostos influenciam o índice.
4. Encontrar empresas semelhantes para comparar com a empresa em avaliação.

3 Visão Global da Indústria

A indústria de artigos desportivos continua a evoluir e a acompanhar as principais tendências do mercado como a consciencialização para um estilo de vida saudável, preocupação pela eficiência dos canais de venda digitais e a sustentabilidade. As principais marcas enfrentam um grande desafio para se moldarem. Os *players* da indústria necessitam de se adaptarem às cinco tendências de mercado que estarão em vigor em 2022. Relativamente às tendências do ano anterior, as mesmas são detalhadamente descritas no anexo II.

Embora a pandemia do COVID-19 continue a afetar vários setores empresariais em todo o mundo, o setor de artigos desportivos conseguiu recuperar os níveis de crescimento que se verificavam antes do início da COVID-19.

Durante 2020, as principais empresas concentraram os seus esforços em três tendências fundamentais: mudanças do perfil consumidor, transição digital e disrupções do setor. No ano de 2021, essas tendências mantiveram-se e incrementaram a sua influência na dinâmica deste setor.

Com o teletrabalho ainda em vigor em grande parte das empresas, o *athleisure* ganhou ainda mais representantes, refletindo novas preferências em relação ao vestuário, nomeadamente, para um estilo mais desportivo e casual durante o dia. O aumento da preocupação para a adoção de um estilo vida saudável deu uma maior abertura para a prática de atividade física.

O *e-commerce* ganhou preponderância, com grande parte dos consumidores a recorrerem ao *online* para fazerem as suas compras mesmo com o levantamento das restrições impostas anteriormente pelo contexto pandémico.

Também a prática desportiva auxiliada por meios de comunicação digital também ganhou popularidade no ano de 2021. Entretanto, a sustentabilidade é uma das principais preocupações

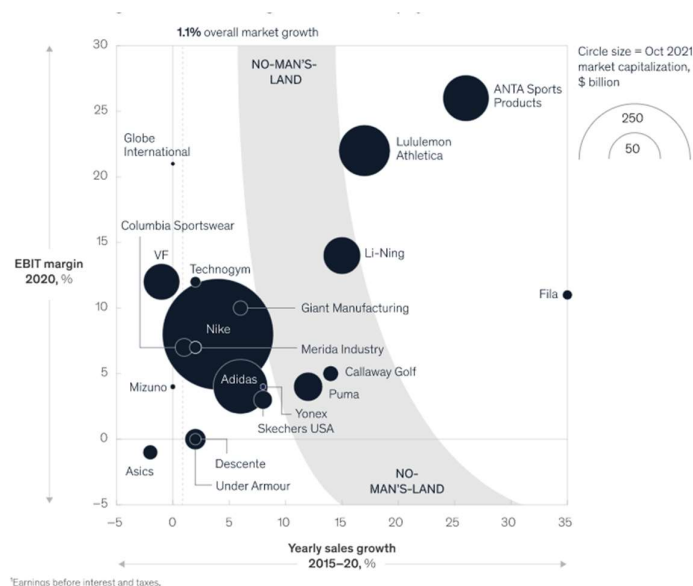
da comunicada, com a Conferência das Alterações Climáticas COP26 a responsabilizarem as empresas no sentido de aumentarem os seus esforços para atingir a meta da descarbonização.

No início da pandemia, as empresas de artigos esportivos, salvo algumas exceções, tiveram uma queda significativa nas receitas e margens conforme ilustrado na imagem abaixo.

Antes da pandemia, a maioria das empresas deste setor apresentavam um lucro antes de juros e impostos (EBIT) entre 8 a 15%, bem como um crescimento de vendas entre 5 a 10% nas vendas anuais.

Em 2020, algumas empresas conseguiram bons resultados com margens e crescimento de vendas em mais de 15% e a maioria das empresas de artigos desportivos geraram lucros acima da média global conforme ilustrado na figura.

Figura 1 Crescimento EBIT e vendas da Nike entre 2015 – 2020



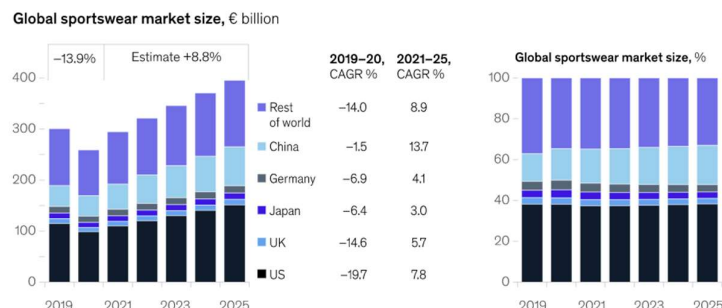
Fonte: McKinsey&Company (2022) Sporting goods 2022: The new normal is here

Em 2021, o setor de artigos desportivos retomou níveis de vendas pré-COVID-19, impulsionadas pelo mercado da China (crescimento de 23% face ao ano 2020) e dos Estados Unidos (15%). No geral, o crescimento anual de 14% em 2021 será mais que o dobro da taxa média de crescimento anual (CAGR) entre 2015 e 2019 (5%)

No início de 2022, existia a expectativa de manutenção das mesmas tendências observadas no ano anterior, apesar de alguma incerteza causada por novas variantes virais, como Omicron, e

restrições reforçadas. As projeções futuras indicam que o mercado global de roupas desportivas registrará um crescimento entre de 8 a 10% por ano até 2025 como ilustrado na figura.

Figura 2 - Esperativa de crescimento de mercado até 2025



Fonte: McKinsey&Company (2022) Sporting goods 2022: The new normal is here

No estudo publicado pela McKinsey, foram identificados 5 tópicos que terão impacto no setor dos artigos desportivos:

1. Utilização dos meios digitais para a prática de atividade física;
2. o crescimento do *e-commerce*;
3. o aumento da preocupação da sustentabilidade;
4. Reestruturação dos canais de distribuição;
5. Estratégia de novos canais de distribuição.

Nenhuma das tendências é novidade, mas ganharam bastante relevância desde o início da pandemia onde as principais empresas deste setor que têm apostado nestas tendências criaram uma vantagem competitiva e potenciaram os seus resultados.

Face a esta realidade, as empresas deverão ter de se adaptar e apresentar estratégias para corresponderem positivamente a estas tendências.

Figura 3 - As 5 tendências da indústria



Fonte: McKinsey&Company (2022) Sporting goods 2022: The new normal is here

Perfil do consumidor. Os consumidores continuarão com a consciencialização para a adoção de um estilo de vida saudável e uma maior procura pelo uso da via digital em detrimento dos canais convencionais. O estudo realizado pela McKinsey reporta que os consumidores com perfil etário mais jovem do mercado da China, Estados Unidos e Índia identificam o setor dos artigos desportivos como uma das suas preferências de consumo.

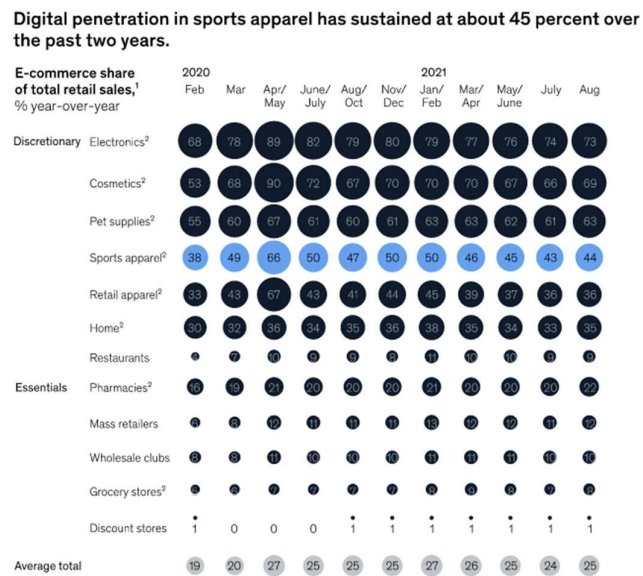
Marketing Digital. as principais empresas têm privilegiado na sua comunicação o recurso a *influencers* e comunidades digitais de modo a promover uma relação mais estreita e direta para com os consumidores. O ano de 2021 mostrou que as empresas que seguiram esta linha estratégica foram bem sucedidas, uma vez que aumentaram significativamente os seus lucros e *engagement* com o perfil dos consumidores, desde o website da empresa até às *apps* digitais e lojas físicas, utilizando os dados armazenados para o estudo de desenvolvimento de produtos e planos estratégicos para captação e retenção de procura. Verificou-se na Ásia uma consolidação do uso do *livestreaming* como ferramenta de promoção e venda de produtos, onde se espera que outros mercados geográficos sigam a mesma tendência. Alguns *players* neste setor tentam estabelecerem-se no setor *metaverse*, porém existe uma incerteza em relação ao impacto que esta área pode trazer ao setor.

Sustentabilidade. A pandemia e a COP26 ajudaram a acelerar a sensibilização da população mundial para a sustentabilidade, motivando as empresas a reinventarem-se e inovarem desde o desenvolvimento dos produtos até à sua venda de uma forma mais sustentável. À medida que as expectativas dos consumidores nesta área aumentam, a exigência para as empresas se diferenciarem e adaptarem também está a aumentar rapidamente. As grandes empresas da

indústria irão focar-se ainda mais em materiais sustentáveis, modelos de negócios circulares e ajudar os consumidores a fazer escolhas que correspondem aos seus valores.

Omnichannel. 2021 reforçou a importância do *e-commerce*, mesmo com a reabertura das lojas conforme ilustrado na figura 4. Os principais *players* da indústria aumentaram a presença *online* e a venda direta ao consumidor tornou-se mais eficiente. A expectativa de mercado é a que as marcas devem apostar num regime híbrido com uma oferta omnichannel, tentando melhorar a experiência do cliente nas lojas físicas. O abandono das lojas tradicionais poderia significar a entrada de outras marcas mais pequenas, criando uma vantagem competitiva para as mesmas com o ganho de visibilidade.

Figura 4 - Influência do *e-commerce*



Fonte: McKinsey&Company (2022) Sporting goods 2022: The new normal is here

Eficiência das cadeias de abastecimento. As cadeias logísticas estão a ser negativamente impactadas com as oscilações da procura, problemas na produção, aumento dos custos das matérias primas e do transporte. Porém, os consumidores mantêm a exigência de um serviço de entrega rápido e conveniente. Os principais *players* necessitam de desenvolver novas estratégias de planeamento logístico que permitam satisfazer as necessidades da procura e estarem melhor preparados para um futuro incerto.

4 Visão Global da Empresa

A Nike Inc. é uma empresa multinacional americana, fundada em 1967 e sediada em Oregon, Estados Unidos da América. A Nike é negociada na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) e a sua atividade principal é o design, desenvolvimento, marketing e venda de calçados desportivos, vestuário, equipamentos, acessórios e serviços.

É a empresa líder mundial no setor de calçado desportivo e vestuário. A empresa tem aproximadamente 76.700 funcionários em todo o mundo e vende os seus produtos numa ótica *omnichannel* através da venda por lojas físicas como canais digitais.

O seu *portfolio* é composto pelas marcas NIKE, Jordan, Hurley e Converse.

4.1 Principais Marcas

A **NIKE** é a marca principal que projeta e promove a venda de calçados e roupas desportivas principalmente para uso desportivo, embora uma grande percentagem dos produtos é utilizada para fins de lazer e circunstâncias informais.

Relativamente a atividades desportivas, a Nike desenvolve e promove sapatos e roupas para atividades ao ar livre tais como golfe, ténis, basebol, futebol, voleibol, ciclismo, torcida, luta livre, atividades aquáticas, caminhadas, entres outros usos desportivos.

Também desenvolve e promove equipamentos de performance que inclui bolas desportivas, patins, óculos, luvas, bastões e outros equipamentos necessários para a prática de várias modalidades desportivas, bem como, acessórios como relógios e outros aparelhos eletrónicos.

A **Jordan Brand** também projeta e promove a venda de artigos de vestuário e calçado desportivo com maior foco no basquetebol. As vendas da Jordan Brand estão incluídas nos segmentos de atuação geográfica da marca Nike.

A **Converse** é uma marca mais direcionada para o calçado apesar de também vender vestuário. As suas receitas são registadas individualmente.

A **Hurley International LLC** é outra subsidiária da empresa Nike, com sede em Califórnia, e é responsável por desenvolver e distribuir uma linha de vestuário desportivo direcionados essencialmente roupas para o surf, skate e snowboard, bem como roupas e calçado casual para uma procura de faixa etária mais jovem. As vendas da Hurley são registadas dentro dos resultados da América do Norte.

4.2 Unidades de Negócio

A gama de produtos da marca Nike é composta por seis categorias principais: *Running*, *Nike Basketball*, a marca *Jordan*, *Football*, *Training* e *Sportswear*.

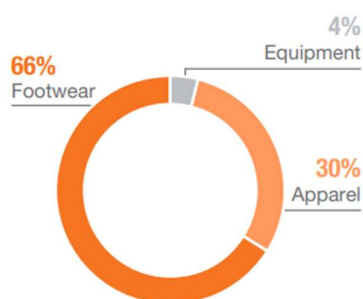
Embora a empresa Nike esteja caracterizada pelas categorias referidas acima, o seu relatório de contas reporta as suas receitas através das principais linhas de produtos: Calçado, Vestuário e Equipamentos, que contribuíram respetivamente, no ano fiscal de 2022, com 66%, 30% e 4% respetivamente para o total de receitas da Nike.

Calçado – Em 2022, as receitas referentes ao Calçado subiram 4% impulsionadas pelo crescimento no NIKE Direct, parcialmente compensado por um declínio da atividade grossista onde estão os estão envolvidos os fornecedores na cadeia de valor. O volume de vendas unitárias de calçados desceu cerca de 3%, no entanto, o preço médio unitário subiu aproximadamente 7 pontos percentuais. A utilização do canal de venda Nike Direct, teve um impacto positivo no crescimento de receitas, uma vez que se realizaram as vendas com maior preço de venda médio unitário e margem.

Vestuário – As receitas de vestuário da marca Nike aumentaram 6% no ano fiscal de 2022, impulsionadas principalmente pelo crescimento de procura do género masculino. As vendas unitárias de vestuário permaneceram estáveis relativamente ao ano fiscal anterior e o preço de venda médio por unidade subiu também pelas vendas efetuadas através do canal de venda Nike Direct.

Equipamentos – O relatório anual da Nike referente ao ano fiscal de 2022, reporta um aumento de receitas por parte da linha de equipamentos em aproximadamente 18%, embora não clarifique quanto à principal ou razão do crescimento destas receitas.

Figura 5 - Receitas por categoria



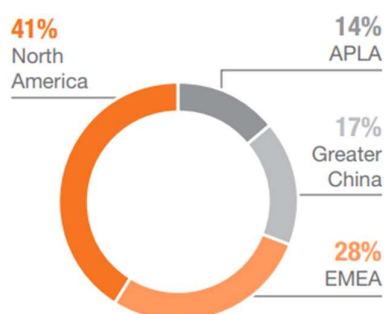
Fonte: Relatório de Contas da Nike 2022

4.3 Unidades Geográficas

Os resultados da Nike são segmentados pela localização geográfica onde se desenvolve o negócio da empresa.

Os segmentos geográficos da marca Nike são: América do Norte; Europa, Médio Oriente e África (EMEA); China; Ásia-Pacífico e América Latina (APLA). As operações da Nike Direct são geridas dentro de cada segmento geográfico.

Figura 6 - Receitas por segmento geográfico



Fonte: Relatório de Contas da Nike 2022

América do Norte – É o segmento geográfico com maior peso nas receitas da Nike, com uma representação de cerca de 41% da receita total. Comparativamente com o ano anterior registou um aumento de 7%.

Figura 7 - Receitas da Nike na Região da América do Norte

(Dollars in millions)	FISCAL 2022	FISCAL 2021	% CHANGE	% CHANGE EXCLUDING CURRENCY CHANGES	FISCAL 2020	% CHANGE	% CHANGE EXCLUDING CURRENCY CHANGES
Revenues by:							
Footwear	\$ 12,228	\$ 11,644	5%	5%	\$ 9,329	25%	25%
Apparel	5,492	5,028	9%	9%	4,639	8%	8%
Equipment	633	507	25%	25%	516	-2%	-2%
TOTAL REVENUES	\$ 18,353	\$ 17,179	7%	7%	\$ 14,484	19%	19%
Revenues by:							
Sales to Wholesale Customers	\$ 9,621	10,186	-6%	-6%	9,371	9%	9%
Sales through NIKE Direct	8,732	6,993	25%	25%	5,113	37%	37%
TOTAL REVENUES	\$ 18,353	\$ 17,179	7%	7%	\$ 14,484	19%	19%
EARNINGS BEFORE INTEREST AND TAXES	\$ 5,114	\$ 5,089	0%		\$ 2,899	76%	

Fonte: Relatório de Contas da Nike 2022

EMEA – A seguir à América do Norte, é a região com maior peso nas receitas da marca Nike, com 28% da receita total. Face ao ano anterior, registou um crescimento de 9%.

Figura 8 - Receitas da Nike na região EMEA

<i>(Dollars in millions)</i>	FISCAL 2022	FISCAL 2021	% CHANGE	% CHANGE EXCLUDING CURRENCY CHANGES	FISCAL 2020	% CHANGE	% CHANGE EXCLUDING CURRENCY CHANGES
Revenues by:							
Footwear	\$ 7,388	\$ 6,970	6%	9%	\$ 5,892	18%	13%
Apparel	4,527	3,996	13%	16%	3,053	31%	25%
Equipment	564	490	15%	17%	402	22%	19%
TOTAL REVENUES	\$ 12,479	\$ 11,456	9%	12%	\$ 9,347	23%	17%
Revenues by:							
Sales to Wholesale Customers	\$ 8,377	\$ 7,812	7%	10%	\$ 6,574	19%	14%
Sales through NIKE Direct	4,102	3,644	13%	15%	2,773	31%	25%
TOTAL REVENUES	\$ 12,479	\$ 11,456	9%	12%	\$ 9,347	23%	17%
EARNINGS BEFORE INTEREST AND TAXES	\$ 3,293	\$ 2,435	35%		\$ 1,541	58%	

Fonte: Relatório de Contas da Nike 2022

China – É a terceira região que mais contribuiu com receitas para a marca Nike, no entanto, foi o único segmento geográfico a registar quebra das receitas em comparação com o ano anterior. A diminuição das receitas reflete o impacto negativo da atual turbulência das cadeias de abastecimento, restrições governamentais devido ao COVID-19, bem como a dinâmica do mercado. As receitas referentes à roupa desportiva foi a que registou a quebra mais acentuada em aproximadamente 17%.

Figura 9 - Receitas da Nike na região da China

<i>(Dollars in millions)</i>	FISCAL 2022	FISCAL 2021	% CHANGE	% CHANGE EXCLUDING CURRENCY CHANGES	FISCAL 2020	% CHANGE	% CHANGE EXCLUDING CURRENCY CHANGES
Revenues by:							
Footwear	\$ 5,416	\$ 5,748	-6%	-10%	\$ 4,635	24%	19%
Apparel	1,938	2,347	-17%	-21%	1,896	24%	19%
Equipment	193	195	-1%	-6%	148	32%	26%
TOTAL REVENUES	\$ 7,547	\$ 8,290	-9%	-13%	\$ 6,679	24%	19%
Revenues by:							
Sales to Wholesale Customers	\$ 4,081	\$ 4,513	-10%	-14%	\$ 3,803	19%	14%
Sales through NIKE Direct	3,466	3,777	-8%	-12%	2,876	31%	26%
TOTAL REVENUES	\$ 7,547	\$ 8,290	-9%	-13%	\$ 6,679	24%	19%
EARNINGS BEFORE INTEREST AND TAXES	\$ 2,365	\$ 3,243	-27%		\$ 2,490	30%	

Fonte: Relatório de Contas da Nike 2022

APLA – É a região com a menor contribuição para o total de receitas da empresa, representando 14% da receita total e registou um crescimento de 11% no ano fiscal de 2022, impulsionado pelo crescimento em todas as principais categorias, liderado pela linha de roupa desportiva.

Figura 10 - Receitas da Nike na região APLA

<i>(Dollars in millions)</i>	FISCAL 2022	FISCAL 2021	% CHANGE	% CHANGE EXCLUDING CURRENCY CHANGES	FISCAL 2020	% CHANGE	% CHANGE EXCLUDING CURRENCY CHANGES
Revenues by:							
Footwear	\$ 4,111	\$ 3,659	12%	17%	\$ 3,449	6%	8%
Apparel	1,610	1,494	8%	12%	1,365	9%	10%
Equipment	234	190	23%	28%	214	-11%	-9%
TOTAL REVENUES	\$ 5,955	\$ 5,343	11%	16%	\$ 5,028	6%	8%
Revenues by:							
Sales to Wholesale Customers	\$ 3,529	\$ 3,387	4%	8%	\$ 3,408	-1%	2%
Sales through NIKE Direct	2,426	1,956	24%	30%	1,620	21%	22%
TOTAL REVENUES	\$ 5,955	\$ 5,343	11%	16%	\$ 5,028	6%	8%
EARNINGS BEFORE INTEREST AND TAXES	\$ 1,896	\$ 1,530	24%		\$ 1,184	29%	

Fonte: Relatório de Contas da Nike 2022

Em suma, os resultados financeiros por cada segmento geográfico têm sido estáveis ao longo do tempo relativamente ao seu peso sobre o total de receitas conforme ilustrado na figura abaixo.

Tabela 1 - Receitas da Nike por segmento geográfico 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
North America	43%	43%	41%	41%	41%
Europe, Middle East & Africa	27%	26%	26%	27%	28%
Greater China	15%	17%	19%	20%	17%
Asia Pacific & Latin America	15%	14%	14%	13%	13%
Global Brand Divisions	0%	0%	0%	0%	0%

Fonte: Elaboração Própria

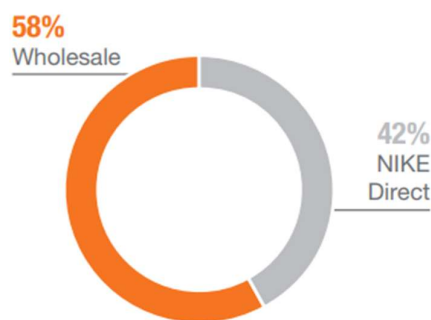
4.4 Resultados Financeiros do ano 2022

A Nike, Inc no ano fiscal de 2022 alcançou receitas record de 46,7 bilhões \$, que aumentaram 5% impulsionado pelo crescimento de receitas nas regiões EMEA, América do Norte e APLA que compensaram a quebra de receitas na China.

A marca NIKE, que representa mais de 90% das receitas da NIKE, Inc. também aumentou as receitas em 5% em comparação com o ano fiscal de 2021. A plataforma digital NIKE Direct cresceu as suas receitas em 14% justificado pelo aumento de 18% na NIKE Brand Digital, em

todos os segmentos geográficos com exceção para a China. Atualmente, as receitas obtidas pela Nike Direct representam 42% do total de faturação.

Figura 11 - Receitas da Nike Wholesale vs Nike Direct



Fonte: Relatório de Contas da Nike 2022

Relativamente ao segmento *business to business* (B2B), onde são feitas encomendas por fornecedores em quantidades maiores, as receitas diminuíram cerca de 1% sobretudo devido ao impacto negativo da quebra na América do Norte e China.

As receitas da Converse aumentaram 6% essencialmente devido ao crescimento de vendas online que verificou um crescimento de receitas na ordem dos dois dígitos.

O EBIT permaneceu estável no ano fiscal de 2022, uma vez que as receitas mais altas, bem como o aumento da margem bruta foram compensadas por maiores despesas de vendas e administrativas.

A margem bruta da NIKE Inc. aumentou 120 pontos-base justificado pelo aumento do preço médio de venda na plataforma NIKE Direct e mudanças favoráveis na conversão cambial. No entanto, os custos logísticos elevados e de obsolescência também aumentaram em particular na China no último trimestre.

É possível que a margem operacional possa ser impactada negativamente no primeiro trimestre de 2023 causado pelas ações de promoção de produtos sazonais que podem não ser entregues devido à combinação do fecho temporário de algumas fábricas e constrangimentos nas cadeias logísticas que provocam um grande atraso. Para mitigar este efeito, a empresa compromete-se em recorrer ao seu inventário de forma a cumprir com as metas financeiras e operacionais como estratégia de curto prazo.

As despesas de vendas e administrativas aumentaram devido a maiores despesas operacionais e de marketing.

As despesas gerais operacionais aumentaram principalmente devido a maiores investimentos estratégicos em tecnologia, bem como aumentos nas despesas relacionadas a salários e custos variáveis do NIKE Direct.

Figura 12 - Dados das Despesas da Nike registadas na Demonstração de Resultados

<i>(Dollars in millions)</i>	FISCAL 2022	FISCAL 2021	% CHANGE	FISCAL 2020	% CHANGE
Demand creation expense ⁽¹⁾	\$ 3,850	\$ 3,114	24%	\$ 3,592	-13%
Operating overhead expense	10,954	9,911	11%	9,534	4%
Total selling and administrative expense	\$ 14,804	\$ 13,025	14%	\$ 13,126	-1%
% of revenues	31.7%	29.2%	250 bps	35.1%	(590) bps

Fonte: Relatório de Contas da Nike 2022

O aumento destas despesas está relacionado com a reestruturação no ano anterior, em que a empresa anunciou uma estratégia com foco na venda direta ao consumidor através dos canais digitais.

Em 2021, a Nike implementou a estratégia DTC para otimizar a relação com os seus clientes e para tal, teve a necessidade de uma reestruturação interna o que motivou custos elevados devido a rescisões contratuais, algo que não se verificou com o mesmo nível em 2022.

A despesa relacionada com o marketing aumentou principalmente devido à normalização de custos em relação às campanhas da marca e investimentos contínuos em marketing digital para dar suporte ao crescimento da procura por canais digitais.

Os custos relacionados com marketing consistem em custos de publicidade e promoção, incluindo custos de contratos de patrocínio, produtos complementares, publicidade na televisão, digital e impressa, bem como custos de media, eventos de marca e apresentação de marca de retalho.

O ROIC desceu de 48,8% para 46,5%.

As sanções económicas impostas à Rússia durante o último trimestre impactaram negativamente os negócios locais, bem como a valorização do rublo e risco cambial inerente. Consequentemente, a Nike desconsolidou a sua entidade legal russa, cujas receitas líquidas eram inferiores a um por cento das receitas líquidas consolidadas no ano fiscal de 2021. Após

o ano fiscal de 2022, a empresa Nike Inc. decidiu abandonar o mercado russo em virtude do conflito existente no Leste Europeu.

Embora o mercado cambial permaneça volátil, em parte devido à dinâmica geopolítica que levou ao valor do dólar americano mais forte, mantém-se a expectativa de haver oportunidades para impulsionar o crescimento de receitas e lucros futuros.

Desta forma, a empresa está focada em gerir os seus negócios de forma e mitigar os riscos do mercado financeiro de forma a atingir as metas financeiras a longo prazo ao executar as estratégias operacionais descritas acima.

Tanto a análise SWOT como as 5 forças de Porter são melhor descritas e analisadas nos anos III e IV respetivamente.

4.5 Estrutura Societária

No que diz respeito à estrutura acionista, no Relatório de Contas do ano fiscal de 2022, é possível verificar que a Nike tem 1.578.000.000 de *shares outstanding* e negocia na New York Stock Exchange.

As ações da Nike, Inc são divididas em duas classes: **Classe B e Classe A**.

As ações classe B são negociadas na New York Stock Exchange e à data de 31 de maio de 2022 compreendiam 1,273 mil milhões de ações, onde cada acionista tem direito a um voto nas assembleias anuais e elege três diretores.

As ações classe A não são negociadas publicamente, mas cada ação pode ser conversível numa ação das ações classe B. As ações classe A compreendiam 305 milhões de ações e cada acionista tem direito a um voto nas assembleias anuais e elege sete diretores.

Grande parte das ações da Nike são detidas por empresas conforme descrito na figura abaixo.

Figura 13 - Principais acionistas da Nike

	TITLE OF CLASS	SHARES BENEFICIALLY OWNED ⁽¹⁾	PERCENT OF CLASS ⁽²⁾
Sojitz Corporation of America 1211 S.W. 5th Ave, Pacwest Center, Ste. 2220, Portland, OR 97204	Preferred ⁽⁷⁾	300,000	100.0%
Philip H. Knight One Bowerman Drive, Beaverton, OR 97005	Class A	21,404,487 ⁽⁸⁾	7.0%
	Class B	34,740,174 ⁽⁹⁾	2.7%
Swoosh, LLC 22990 NW Bennett Street, Hillsboro, OR 97124	Class A	233,500,000 ⁽¹⁰⁾	76.6%
	Class B	233,500,000	15.6%
Travis A. Knight 2009 Irrevocable Trust II 22990 NW Bennett Street, Hillsboro, OR 97124	Class A	41,006,369 ⁽¹¹⁾	13.5%
	Class B	41,006,369 ⁽¹¹⁾	3.1%
The Vanguard Group 100 Vanguard Blvd., Malvern, PA 19355	Class B	106,359,777 ⁽¹²⁾	8.3% ⁽¹²⁾
BlackRock, Inc. 55 East 52nd Street, New York, NY 10055	Class B	89,983,773 ⁽¹³⁾	7.0% ⁽¹³⁾
All directors and executive officers as a group (16 persons)	Class B	5,612,297 ⁽³⁾⁽⁵⁾	0.4%

Fonte: Relatório de Contas da Nike 2022

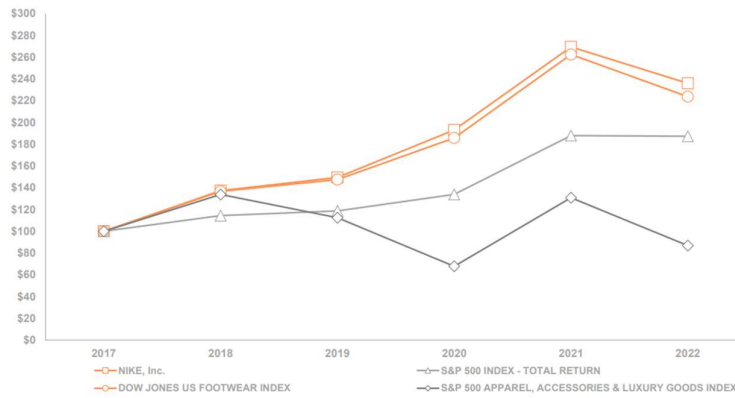
Em junho de 2022, o Conselho de Administração da Nike autorizou um programa de quatro anos para a recompra de ações Classe B em 18 bilhões \$ que substituirá o programa de recompra autorizado em 2018. Este novo programa não obriga a empresa a adquirir qualquer quantidade específica de ações ordinárias.

4.6 Performance Bolsista

O gráfico a seguir, retirado a partir do Relatório de Contas da Nike, demonstra uma comparação, ao longo de cinco anos, dos retornos totais acumulados para as ações classe B da NIKE; do índice de Ações Standard & Poor's 500; do índice Dow Jones U.S. Footwear Index e do índice da Standard & Poor's Vestuário, Acessórios e índice de Bens de Luxo.

Conforme mencionado no relatório de contas da Nike, o gráfico assume um investimento de \$ 100 em 31 de maio de 2017, em cada um dos índices e ações da Nike. Cada um dos índices pressupõe que todos os dividendos foram reinvestidos no dia da emissão.

Figura 14 - Performance Bolsista



Fonte: Relatório de Contas da Nike 2022

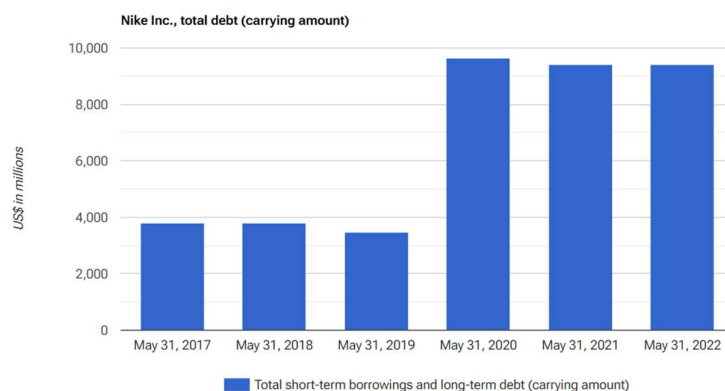
Os índices não abrangem todos os concorrentes da Nike, nem todas as categorias de produtos e linhas de negócios em qual a empresa está envolvida.

O desempenho das ações mostrado no gráfico de desempenho acima não é necessariamente indicativo do desempenho futuro, mas evidencia o comportamento histórico entre a performance das ações da Nike em comparação com os restantes índices.

4.7 Estrutura de Endividamento

A Nike aumentou substancialmente o seu nível de endividamento em 2020 com a emissão de 4 *bonds* com diferentes maturidades num valor total 5 mil milhões de USD. O objetivo da emissão de dívida foi poder financiar a Nike na estratégia DTC.

Figura 15 - Total de dívida da Nike 2017-2022



Fonte: www.stock-analysis-on.net¹

No ano fiscal de 2022, a Nike registra a emissão de 10 *bonds*, sendo que uma delas é *short term* enquanto as restantes têm uma maturidade superior a 1 ano. A figura que se segue abaixo foi retirada a partir do relatório anual da Nike onde resume toda a informação relativamente à estrutura de dívida longo prazo da Nike. No anexo V, estão identificados os 10 principais acionistas da Nike.

Figura 16 - Estrutura de dívida longo prazo da Nike

Scheduled Maturity (Dollars in millions)	ORIGINAL PRINCIPAL	INTEREST RATE	INTEREST PAYMENTS
Corporate Term Debt:⁽¹⁾⁽²⁾			
May 1, 2023	\$ 500	2.25 %	Semi-Annually
March 27, 2025	1,000	2.40 %	Semi-Annually
November 1, 2026	1,000	2.38 %	Semi-Annually
March 27, 2027	1,000	2.75 %	Semi-Annually
March 27, 2030	1,500	2.85 %	Semi-Annually
March 27, 2040	1,000	3.25 %	Semi-Annually
May 1, 2043	500	3.63 %	Semi-Annually
November 1, 2045	1,000	3.88 %	Semi-Annually
November 1, 2046	500	3.38 %	Semi-Annually
March 27, 2050	1,500	3.38 %	Semi-Annually
Total			
Less Current Portion of Long-Term Debt			
TOTAL LONG-TERM DEBT			

Fonte: Relatório de Contas da Nike 2022

Para efeitos de estimativa da relação entre peso da dívida e *equity*, a mesma deve ser feita a valores de mercado e não contabilísticos. Como tal, foi possível extrair a partir da base de dados

¹ www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Nike-Inc/Analysis/Debt

da Thomson Reuters as *Yield to Maturity* das várias obrigações emitidas e preços de mercado. Desta forma, foi possível calcular o valor de mercado da dívida não contabilizando para este efeito a dívida de curto prazo.

Tabela 2 - Valor de mercado da dívida da Nike

Issue Date	Maturity Date	Issued Amount	Coupon	Coupon Class	Yield	Last Price	MV Debt
27/03/2020	27/03/2025	1 000 000 000	2,40%	Fixed Coupon	4,51%	95,12	951 197 000
21/10/2016	01/11/2026	1 000 000 000	2,38%	Fixed Coupon	4,47%	92,27	922 736 000
27/03/2020	27/03/2027	1 000 000 000	2,75%	Fixed Coupon	4,54%	92,82	928 151 000
27/03/2020	27/03/2030	1 500 000 000	2,85%	Fixed Coupon	4,75%	88,14	1 322 046 000
27/03/2020	27/03/2040	1 000 000 000	3,25%	Fixed Coupon	5,09%	78,87	788 667 000
26/04/2013	01/05/2043	500 000 000	3,63%	Fixed Coupon	5,15%	80,76	403 777 000
29/10/2015	01/11/2045	1 000 000 000	3,88%	Fixed Coupon	5,10%	83,44	834 435 000
21/10/2016	01/11/2046	500 000 000	3,38%	Fixed Coupon	4,99%	77,53	387 655 500
27/03/2020	27/03/2050	1 500 000 000	3,38%	Fixed Coupon	4,96%	76,40	1 146 022 500
Total		9 000 000 000					7 684 687 000

Fonte: Elaboração própria

Desta forma, o valor de mercado da dívida é cerca de 7,7 milhões de USD e representa aproximadamente 33% da estrutura societária.

Adicionalmente, a Nike no dia 11 de março de 2022 obteve uma aprovação de crédito em cerca de 3 bilhões \$, dos quais 1 bilhão \$ com vencimento num ano e os restantes 2 bilhões \$ com maturidade de 5 anos. Tem sido recorrente a empresa obter a aprovação de linhas de crédito nestes valores. No entanto segundo o relatório anual, a empresa não utilizou nenhum montante deste valor e também não tem a intenção de recorrer ao mesmo. Por esta razão, não considerei este montante para o cálculo do valor de mercado da dívida.

5 Metodologia de Avaliação

Após analisar a indústria dos artigos desportivos e as principais características da Nike neste contexto, é agora possível definir a melhor metodologia de avaliação para esta empresa.

A metodologia aplicada foi a dos Cash Flow descontados uma vez que é necessário incorporar durante o período explícito o *forecast* de algumas rubricas de nível de incerteza relevante, tais como o crescimento das receitas futuras dado o contexto atual e estabilização da estrutura de capital.

Dado o elevado grau de estabilidade dos resultados financeiros da Nike, utilizou-se o período explícito de cinco anos, mas descontando o período de quatro anos (entre 2023 e 2026) para obter o valor presente do FCFF.

5.1 Pressupostos de Avaliação

Neste capítulo irei descrever o raciocínio aplicado aos pressupostos utilizados a partir das várias rubricas que constam nas demonstrações financeiras e que serviram de base à avaliação desenvolvida através do método DCF.

5.1.1 Receitas

Como descrito anteriormente nos capítulos 3 e 4, as receitas da Nike têm vindo a aumentar por um lado fruto de uma mudança de hábitos de consumo da população mundial através da implementação de um estilo de vida mais saudável que têm contribuído favoravelmente para o crescimento da indústria e por outro lado o facto de a Nike adaptar-se às novas exigências do mercado, nomeadamente através de um investimento em tecnologia que contribuísse para que a Nike criasse uma vantagem competitiva e ganhar quota de mercado.

Tendo em conta o descrito acima, considereirei três fatores que potencialmente explicam o crescimento de receitas da Nike: crescimento do PIB mundial; crescimento da indústria e crescimento da quota de mercado.

Sabendo que o consumo varia pró ciclicamente que o crescimento do PIB mundial, explorei a potencial relação entre este indicador e as receitas da Nike. Para tal, analisei estatisticamente estes dois indicadores através da regressão linear entre 2000 e 2020, tendo como variável explicativa as taxas de crescimento do PIB mundial.

A regressão indica-nos que o coeficiente de correlação entre as duas variáveis é relativamente elevado (0,60), a variável independente (*GDP World [%]*) é estatisticamente significativa (*p-value* 0,002858745).

Figura 17 - Regressão linear das receitas da Nike tendo o PIB como variável explicativa

SUMÁRIO DOS RESULTADOS

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,60491745
Quadrado de R	0,365925121
Quadrado de R ajustado	0,334221377
Erro-padrão	0,043542322
Observações	22

ANOVA					
	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significância</i>
Regressão	1	0,021882899	0,021883	11,54202	0,002858745
Residual	20	0,037918677	0,001896		
Total	21	0,059801576			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro-padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor P</i>	<i>95% inferior</i>	<i>95% superior</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Interceptar	0,022074226	0,019160285	1,152082	0,262873	-0,017893427	0,06204188	-0,017893427	0,06204188
GDP World	1,614383859	0,475188553	3,397354	0,002859	0,623157907	2,605609811	0,623157907	2,605609811

Fonte: Elaboração Própria

Os dados estatísticos obtidos para além de indicar que estas duas variáveis estão correlacionadas positivamente, referem que 36% da variação das receitas da Nike são explicadas pelo crescimento do PIB mundial.

Face ao exposto acima, considere a seguinte fórmula para estimar o crescimento de receitas da Nike:

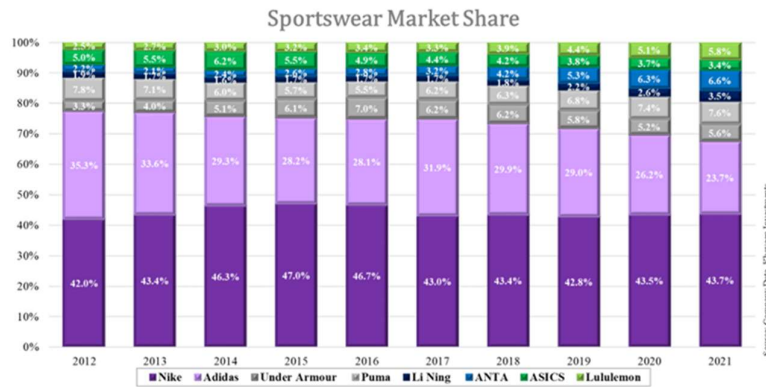
$$\text{Variação de receitas} = 35\% \text{ g PIB mundial} + 50\% \text{ g indústria} + 15\% \text{ g quota de mercado}$$

PIB Mundial – Para as projeções do crescimento do PIB mundial, utilizei como fonte os dados disponibilizados pelo FMI até 2027.

Crescimento da Indústria – Tal como descrito na secção 4, a McKinsey refere que a indústria onde se inclui a Nike poderá crescer entre 8% a 10% até 2025. Tendo em conta as circunstâncias atuais, tais como, o conflito internacional no Leste Europeu, inflação, perturbação das cadeias logísticas e a política COVID zero que se verifica atualmente na China faz com que seja mais prudente na estimativa do crescimento dada a grande incerteza e o potencial de impacto negativos dos *triggers* mencionados, pelo que desta forma opto pelos 8% de crescimento da indústria até 2026 e 6% em 2027 refletindo alguma desaceleração.

Crescimento de Quota de Mercado – Conforme ilustrado na figura abaixo, a Nike vem sendo líder de mercado nos últimos 10 anos.

Figura 18 - Sportswear Market Share



Fonte: Company Data Khaveen Investments

Tal como descrito anteriormente, a Nike tem se adaptado às novas exigências do mercado graças ao investimento na sua estratégia *Direct to Consumer* (DCT), uma vez que o *e-commerce* tem aumentado a sua procura desde o início da pandemia. Como tal, considere um aumento de 2% de quota de mercado até 2027.

Tabela 3 - Forecast das receitas da Nike

	2018	2019	2020	2021	2022	F 2023	F 2024	F 2025	F 2026	F 2027
Revenues	\$ 36 397	\$ 39 117	\$ 37 403	\$ 44 536	\$ 46 710	\$ 49 193	\$ 51 824	\$ 54 597	\$ 57 518	\$ 60 300
Forecasted Growth GDP World						2,9%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%
Forecasted Growth Industry						8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	6,0%
Forecasted Growth Market Share						2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Forecasted Growth Revenues						5,3%	5,5%	5,5%	5,5%	4,5%

Fonte: Elaboração Própria

Conforme apresentado na tabela acima, a fórmula desenhada para estimar o crescimento de receitas da Nike resultou em crescimentos acima dos 5%.

5.1.2 Gross Margin

Um dos pilares da estratégia DTC implementada pela Nike passa por aumentar as margens brutas em conjunto com o aumento de quota de mercado e crescimento da procura. Como referido acima na descrição dos resultados da Nike, o ano fiscal de 2022 registou um aumento de receitas *online* em cerca de 18% em comparação com o ano anterior e com margens operacionais superiores por este canal de vendas.

Figura 19 - Receitas da Nike por categoria, canal de venda e segmento geográfico

(Dollars in millions)	YEAR ENDED MAY 31, 2022									TOTAL NIKE, INC.
	NORTH AMERICA	EUROPE, MIDDLE EAST & AFRICA	GREATER CHINA	ASIA PACIFIC & LATIN AMERICA	GLOBAL BRAND DIVISIONS	TOTAL NIKE BRAND	CONVERSE	CORPORATE		
Revenues by:										
Footwear	\$ 12,228	\$ 7,388	\$ 5,416	\$ 4,111	\$ —	\$ 29,143	\$ 2,094	\$ —	\$ —	\$ 31,237
Apparel	5,492	4,527	1,938	1,610	—	13,567	103	—	—	13,670
Equipment	633	564	193	234	—	1,624	26	—	—	1,650
Other	—	—	—	—	102	102	123	(72)	—	153
TOTAL REVENUES	\$ 18,353	\$ 12,479	\$ 7,547	\$ 5,955	\$ 102	\$ 44,436	\$ 2,346	\$ (72)	\$ —	\$ 46,710
Revenues by:										
Sales to Wholesale Customers	\$ 9,621	\$ 8,377	\$ 4,081	\$ 3,529	\$ —	\$ 25,608	\$ 1,292	\$ —	\$ —	\$ 26,900
Sales through Direct to Consumer	8,732	4,102	3,466	2,426	—	18,726	931	—	—	19,657
Other	—	—	—	—	102	102	123	(72)	—	153
TOTAL REVENUES	\$ 18,353	\$ 12,479	\$ 7,547	\$ 5,955	\$ 102	\$ 44,436	\$ 2,346	\$ (72)	\$ —	\$ 46,710

Fonte: Relatório de Contas da Nike

Ao explorar os relatórios anuais da Nike ao longo dos anos, verifico que de 2016 até 2019, a Nike apresentava em média 45% de margem operacional. No entanto, a pandemia provocou um impacto negativo na margem operacional uma vez que a mesma diminuiu até aos 43%. No entanto, a estratégia da Nike tem contribuído para o aumento deste indicador pelo que terminou o ano fiscal de 2022 uma margem operacional de 46%.

Para estimativa das projeções futuras, considerei um aumento gradual até aos 48%, tendo em conta as estratégias e resultados das receitas *online*, conforme apresentado na tabela abaixo.

Tabela 4 - Estimativa das receitas da Nike e margem bruta

	2018	2019	2020	2021	2022	F 2023	F 2024	F 2025	F 2026	F 2027
Revenues	\$ 36 397	\$ 39 117	\$ 37 403	\$ 44 536	\$ 46 710	\$ 49 193	\$ 51 824	\$ 54 597	\$ 57 518	\$ 60 300
COGS	\$ 20 441	\$ 21 643	\$ 21 162	\$ 24 574	\$ 25 231	\$ 26 072	\$ 27 467	\$ 28 390	\$ 29 909	\$ 31 356
Gross Profit	\$ 15 956	\$ 17 474	\$ 16 241	\$ 19 962	\$ 21 479	\$ 23 121	\$ 24 357	\$ 26 207	\$ 27 609	\$ 28 944
Gross Margin	44%	45%	43%	45%	46%	47%	47%	48%	48%	48%

Fonte: Elaboração Própria

5.1.3 Demand creation expense & Operating overhead expense

Para além dos custos de mercadoria projetados acima, a empresa apresenta nas declarações anuais outros custos operacionais relacionados com a atividade.

Demand creation expense – Esta rubrica consiste em despesas relacionadas com publicidade e campanhas promocionais, incluindo contratos de patrocínio, produtos complementares, televisão, publicidade digital e impressa, bem como custos de media, eventos e apresentações da marca.

Embora em valores absolutos, as despesas relacionadas com esta rubrica têm vindo a aumentar com exceção para os anos 2020 e 2021 devido à pandemia. Em termos % do valor total das Receitas tem-se mantido relativamente constante próximo dos 10% (valores pré-pandemia), pelo que o pressuposto utilizado para a projeção desta rubrica será os 10% sobre as receitas.

Operating overhead expense – Esta rubrica refere-se a despesas gerais operacionais consistindo essencialmente em custos relacionados com salários e benefícios, custos de pesquisa e desenvolvimento, despesas com dívidas, bem como outras despesas administrativas, como rendas dos seus espaços comerciais, depreciação e amortização, investimentos em tecnologia, reuniões e viagens, entre outros.

Para esta rubrica, não existe qualquer informação relativamente à sua evolução nos períodos futuros, como tal, assumo o pressuposto de 23% sobre as vendas conforme registado no último ano fiscal 2022.

Tabela 5 - Estimativa das despesas gerais operacionais da Nike

	2018	2019	2020	2021	2022	F 2023	F 2024	F 2025	F 2026	F 2027
Revenues	\$ 36 397	\$ 39 117	\$ 37 403	\$ 44 536	\$ 46 710	\$ 49 193	\$ 51 824	\$ 54 597	\$ 57 518	\$ 60 300
Demand creation expense	\$ 3 577	\$ 3 753	\$ 3 592	\$ 3 114	\$ 3 850	\$ 4 919	\$ 5 182	\$ 5 460	\$ 5 752	\$ 6 030
% of Sales	10%	10%	10%	7%	8%	10%	10%	10%	10%	10%
Operating overhead expense	\$ 7 934	\$ 8 949	\$ 9 534	\$ 9 911	\$ 10 954	\$ 11 314	\$ 11 920	\$ 12 557	\$ 13 229	\$ 13 869
% of Sales	22%	23%	25%	22%	23%	23%	23%	23%	23%	23%

Fonte: Elaboração Própria

Posteriormente, analiso individualmente os valores de depreciação e de amortização para que possa estimar o valor do EBITDA por ano. Conforme explicado no relatório de contas da Nike, as depreciações e amortizações dos ativos fixos tangíveis e intangíveis estão incluídas nas rubricas de *Operating Overhead Expense*.

5.1.4 CAPEX

5.1.4.1 PP&E e Intangible Assets

Para a política de investimentos, as rubricas a serem analisadas são os Ativos Fixos Tangíveis e Intangíveis. Os valores de depreciações e amortizações estão subjacentes aos valores dos ativos.

Durante o ano fiscal de 2022, a Nike continuou a investir na sua infraestrutura para suportar o crescimento futuro, especificamente focado em recursos digitais e tecnologia avançada, nos seus escritórios e melhorias nas cadeias logísticas.

O Ativo Fixo Tangível é composto por terrenos, prédios, máquinas e equipamentos.

Figura 20 - Dados relativos a AFT da Nike

(Dollars in millions)	MAY 31,	
	2022	2021
Land and improvements	\$ 330	\$ 363
Buildings	3,170	3,365
Machinery and equipment	2,870	3,023
Internal-use software	1,616	1,391
Leasehold improvements	1,712	1,608
Construction in process	399	311
Total property, plant and equipment, gross	10,097	10,061
Less accumulated depreciation	5,306	5,157
TOTAL PROPERTY, PLANT AND EQUIPMENT, NET	\$ 4,791	\$ 4,904

Fonte: Relatório de Contas da Nike

O *Goodwill* representa os benefícios económicos futuros decorrentes de ativos anteriormente adquiridos, nomeadamente aquisição de marcas como a Converse em 2003 e aquisição de algumas subsidiárias como a Hurley.

Como a expectativa passa pelo contínuo desenvolvimento da marca, não é expectável quaisquer amortizações e imparidades nos períodos futuros relativamente ao *Goodwill*.

Por outro lado, os softwares, patentes, licenças e sites, são os que estão sujeitos a amortizações e imparidades.

Os ativos intangíveis identificáveis, líquidos consistem em marcas de vida útil indefinida, marcas adquiridas e outros ativos intangíveis. A tabela a seguir resume os ativos intangíveis identificáveis da empresa:

Figura 21 - Dados relativos a Ativos Fixos Intangíveis da Nike

(Dollars in millions)	MAY 31,					
	2022			2021		
	GROSS CARRYING AMOUNT	ACCUMULATED AMORTIZATION	NET CARRYING AMOUNT	GROSS CARRYING AMOUNT	ACCUMULATED AMORTIZATION	NET CARRYING AMOUNT
Indefinite-lived trademarks	\$ 259	\$ —	\$ 259	\$ 246	\$ —	\$ 246
Acquired trademarks and other	66	39	27	50	27	23
IDENTIFIABLE INTANGIBLE ASSETS, NET	\$ 325	\$ 39	\$ 286	\$ 296	\$ 27	\$ 269

Fonte: Relatório de Contas da Nike

5.1.4.2 Depreciations, Amortizations & Impairments

Com base no descrito acima, as Depreciações foram calculadas como uma percentagem do valor de PP&E. Contrariamente ao racional utilizado nos pressupostos anteriores, não relacionei o valor das depreciações às *Revenues* porque as mesmas estão associadas com a exploração dos ativos e não têm qualquer ligação com as receitas. Foi assumido uma depreciação anual de 7% sobre o valor líquido dos ativos fixos tangíveis e uma média de 52% de depreciação acumulada com base no registo histórico. A seguinte tabela mostra o racional por trás da estimativa das depreciações.

Tabela 6 - Estimativa das depreciações da Nike

	2018	2019	2020	2021	2022	F 2023	F 2024	F 2025	F 2026	F 2027
Gross PP&E	\$ 8 891	\$ 9 469	\$ 9 661	\$ 10 061	\$ 10 097	\$ 10 822	\$ 11 401	\$ 12 011	\$ 12 654	\$ 13 266
% of Sales	24%	24%	26%	23%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Annual Depreciations	\$ 0 747	\$ 0 705	\$ 0 721	\$ 0 744	\$ 0 717	\$ 0 758	\$ 0 798	\$ 0 841	\$ 0 886	\$ 0 929
Annual Dep/Gross PP&E	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Accumulated Depreciations	\$ 4 437	\$ 4 725	\$ 4 795	\$ 5 157	\$ 5 306	\$ 5 736	\$ 5 929	\$ 6 246	\$ 6 454	\$ 6 766
Acc Dep/Gross PP&E	50%	50%	50%	51%	53%	53%	52%	52%	51%	51%
Net PP&E	\$ 4 454	\$ 4 744	\$ 4 866	\$ 4 904	\$ 4 791	\$ 5 087	\$ 5 473	\$ 5 765	\$ 6 200	\$ 6 500

Fonte: Elaboração Própria

Relativamente às amortizações, o mesmo raciocínio foi aplicado. Foi assumido uma amortização anual de 38% sobre o valor líquido dos ativos fixos intangíveis com base no registo histórico e 12% de amortização acumulada com base no último registo conforme demonstra a tabela abaixo. Neste caso, o valor das amortizações & imparidades anuais apresentam uma volatilidade muito maior em relação às depreciações estimadas acima. Ainda assim, manteve o valor de amortização e imparidade registado no último ano fiscal dado o contexto de incerteza.

Tabela 7 - Estimativa das Amortizações da Nike

	2018	2019	2020	2021	2022	F 2023	F 2024	F 2025	F 2026	F 2027
Intangible Assets	\$ 0 303	\$ 0 303	\$ 0 293	\$ 0 296	\$ 0 325	\$ 0 342	\$ 0 361	\$ 0 380	\$ 0 400	\$ 0 420
% Intangible Assets/Sales	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Annual Amortizations & Impairments	\$ 0 027	\$ 0 015	\$ 0 398	\$ 0 053	\$ 0 123	\$ 0 130	\$ 0 136	\$ 0 144	\$ 0 151	\$ 0 159
Annual Dep/Intangible Assets	9%	5%	136%	18%	38%	38%	38%	38%	38%	38%
Accumulated Amortizations	\$ 0 018	\$ 0 020	\$ 0 019	\$ 0 027	\$ 0 039	\$ 0 041	\$ 0 043	\$ 0 046	\$ 0 048	\$ 0 050
Acc Amo. / Intan Assets	6%	7%	6%	9%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Net Intangible	\$ 0 285	\$ 0 283	\$ 0 274	\$ 0 269	\$ 0 286	\$ 0 301	\$ 0 317	\$ 0 334	\$ 0 352	\$ 0 369

Fonte: Elaboração Própria

5.1.5 Net Capital Expenditure

Finalmente, o Capex é definido como o total de investimento executado para compra, melhoria/manutenção de ativos tangíveis e intangíveis. A maior parte das despesas de Capex estão relacionadas com a remodelação das suas instalações, investimentos como remodelação e abertura de novas lojas e oferta de novos produtos para os consumidores.

A partir da informação disponível nos relatórios anuais, o Capex foi calculado através da soma das variações do ativo tangível e intangível, bem como o montante de depreciações e amortizações de cada ano previsto.

Tabela 8 - Estimativa do Capex da Nike

	2018	2019	2020	2021	2022	F 2023	F 2024	F 2025	F 2026	F 2027
Total Capex	\$ 1 053	\$ 1 119	\$ 1 055	\$ 0 524	\$ 0 777	\$ 0 886	\$ 0 932	\$ 0 980	\$ 1 032	\$ 1 082
Addition Tangible Assets	\$ 1 028	\$ 1 119	\$ 1 086	\$ 0 695	\$ 0 758	\$ 0 866	\$ 0 912	\$ 0 961	\$ 1 012	\$ 1 061
% (capex tang. Assets/PP&E Gross)	12%	12%	11%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Addition Intangible Assets	\$ 0 025	\$ 0 000	-\$ 0 031	-\$ 0 171	\$ 0 019	\$ 0 020	\$ 0 020	\$ 0 019	\$ 0 020	\$ 0 021
% (capex intang. Assets/Intang Gross)	8%	0%	-11%	-58%	6%	6%	6%	5%	5%	5%
Total Dep.&Amo.	\$ 1 003	\$ 1 119	\$ 1 117	\$ 0 866	\$ 0 739	\$ 0 846	\$ 0 892	\$ 0 942	\$ 0 992	\$ 1 040
Capex / Dep.& Amo.	1,05	1,00	0,94	0,61	1,05	1,05	1,04	1,04	1,04	1,04

Fonte: Elaboração Própria

Como já era expectável, o montante de CAPEX e depreciação mantêm-se muito próximos e estáveis nos futuros períodos.

5.1.6 Working Capital

As demonstrações financeiras da Nike apresentam algumas rubricas no seu Balanço que devem ser analisadas para efeito das projeções financeiras, nomeadamente as que respeitam a pagamentos ao Estado e fornecedores ou dívidas de clientes, entre outros. Desta forma, utilizei a seguinte fórmula para o cálculo do Working Capital:

$$NWC = \text{Accounts Receivable} + \text{Inventories} + \text{Prepaid Expenses and Other Current Assets} - \text{Accounts Payable} - \text{Current Tax Liabilities} - \text{Other Current Liabilities}$$

A rubrica *Prepaid Expenses and Other Current Assets* registou um aumento do seu valor em mais de 40% justificado pela subida do investimento em instrumentos financeiros. Não havendo mais informação sobre a expectativa futura desta rubrica, assumo o mesmo valor declarado no relatório anual.

Os *Other Current Liabilities* apresentaram uma variação de 3% em relação a 2022 vs 2021. De acordo com o relatório anual, não é expectável grande variação do seu valor pelo que assumi o mesmo valor constante nos futuros períodos.

Para as rubricas *Deferred Tax Asset* e *Deferred Tax Liabilities* assumi uma média dos últimos 3 anos com base na relação entre este indicador e as receitas.

Os valores das rubricas de *Accounts Receivable*, *Inventories* e *Accounts Payable* foram estimados com base nos prazos médios respetivos.

- Prazo médio de recebimento (PMR) - verificou-se estabilidade nos últimos 5 períodos fiscais. Apresentam um desvio-padrão de 4,8 dias face à média de 34 dias, pressuposto utilizado para a projeção dos futuros períodos.
- Prazo médio de Inventários (PMI) - verificou-se alguma oscilação nos últimos 5 períodos. Segundo o Relatório de Contas, é expectável que este prazo se mantenha elevado no futuro devido ao panorama atual das cadeias logísticas, razão pela qual assumi para 2023 o mesmo valor do ano fiscal de 2022. Posteriormente, numa perspetiva otimista reduzi de forma gradual este indicador tendo em conta o investimento que a Nike está a fazer na estratégia de melhoria das suas cadeias de abastecimento. Um dos pilares da estratégia DTC da Nike passa por um serviço de entrega ao cliente no menor período possível e, com isso, reduzir o stock parado criando uma vantagem competitiva para os seus concorrentes. Por esta razão, assumi uma diminuição gradual deste indicador.
- Prazo de pagamento (PMP) – verificou-se estabilidade nos últimos 5 períodos fiscais. Apresentam um desvio-padrão de 3,7 dias face à média de 42 dias, pressuposto utilizado para a projeção dos futuros períodos.

Relativamente aos *Current Tax Liabilities*, analisou-se a sua proporção nos últimos 5 anos face ao EBIT reportado e aplicou-se a média desta proporção para o período explícito, nomeadamente 4%.

Tabela 9 - Estimativa do NWC da Nike

	2018	2019	2020	2021	2022	F 2023	F 2024	F 2025	F 2026	F 2027
Accounts Receivable	\$ 3 498	\$ 4 272	\$ 2 749	\$ 4 463	\$ 4 667	\$ 4 646	\$ 4 901	\$ 5 170	\$ 5 452	\$ 5 695
PMR (Days)	35	39	26	36	36	34	34	34	34	34
+ Inventories	\$ 5 261	\$ 5 622	\$ 7 367	\$ 6 854	\$ 8 420	\$ 8 701	\$ 8 393	\$ 8 281	\$ 8 308	\$ 8 710
PMI (Days)	93	94	125	100	120	120	110	105	100	100
+ Prepaid Expenses and Other Current Assets	\$ 5 261	\$ 5 622	\$ 7 367	\$ 6 854	\$ 8 420	\$ 8 420	\$ 8 420	\$ 8 420	\$ 8 420	\$ 8 420
+ Deferred Tax Assets	\$ 2 509	\$ 2 011	\$ 2 326	\$ 2 921	\$ 3 821	\$ 3 437	\$ 3 620	\$ 3 814	\$ 4 018	\$ 4 213
- Accounts Payable	\$ 2 279	\$ 2 612	\$ 2 248	\$ 2 836	\$ 3 358	\$ 3 042	\$ 3 204	\$ 3 312	\$ 3 489	\$ 3 658
PMP (Days)	40	43	38	42	48	42	42	42	42	42
- Current Tax Liabilities	\$ 0 150	\$ 0 229	\$ 0 156	\$ 0 306	\$ 0 222	\$ 0 275	\$ 0 290	\$ 0 328	\$ 0 345	\$ 0 362
- Other Current Liabilities	\$ 0 040	\$ 0 169	\$ 0 154	\$ 0 194	\$ 0 218	\$ 0 218	\$ 0 218	\$ 0 218	\$ 0 218	\$ 0 218
- Deferred Tax Liabilities	\$ 3 216	\$ 3 347	\$ 2 684	\$ 6 063	\$ 6 220	\$ 3 437	\$ 3 352	\$ 3 532	\$ 3 720	\$ 3 900
Net Working Capital (NWC)	\$ 10 844	\$ 11 170	\$ 14 567	\$ 11 693	\$ 15 310	\$ 18 232	\$ 18 269	\$ 18 295	\$ 18 425	\$ 18 899
Changes in NWC	-	\$ 0 326	\$ 3 398	-\$ 2 874	\$ 3 617	\$ 2 921	\$ 0 038	\$ 0 026	\$ 0 130	\$ 0 474

Fonte: Elaboração Própria

5.2 O Custo do Equity

Conforme indicado no capítulo 2, o modelo do CAPM é o mais utilizado para estimar o custo da *equity* e para o seu cálculo é necessário definir a *risk free rate*, o *Beta* e o MRP.

5.2.1 Risk Free Rate

Na definição da *risk free rate* atentou-se à escolha de um referencial na mesma moeda funcional em que a Nike reporta os seus relatórios e de acordo com a moeda em que estamos a estimar os *Cash Flow*.

Como tal, foi utilizado como referência a taxa de juros dos títulos de tesouro dos Estados Unidos a 10 anos por se considerar uma emissão sem risco cuja *yield* é 2,85%.

5.2.2 Beta

A estimativa do beta foi feita com base no seu valor de mercado segundo a base de dados *Thomson Reuters*, da qual foi possível extrair o valor do Beta alavancado. Numa linha temporal de 5 anos, com uma frequência de retorno semanais, o *levered Beta* para a empresa Nike é 0,96.

5.2.3 Market Risk Premium

Em relação ao MRP, a base de dados Damodaran foi usada para extrair este indicador nas diferentes regiões onde a Nike atua, nomeadamente as mesmas que são mencionadas nos relatórios anuais.

O valor consistiu na média ponderada dos MRP para cada segmento geográfico conforme ilustrado na tabela abaixo.

Tabela 10 - Estimativa do MRP da Nike

	% Receitas	Market Risk Premium
North America	41%	6,01%
EMEA	28%	7,87%
China	17%	7,00%
APLA	13%	8,91%
Total	100%	7,08%

Fonte: Elaboração Própria

5.3 Cost of Debt

Conforme mencionado na *Literature Review*, o custo da dívida corresponde à *Yield to Maturity* exigida pelos investidores para instrumento de dívida semelhantes, isto é, com risco e maturidade semelhantes.

Uma vez que a Nike apresenta dívida cotada com diferentes maturidades e YTM, considerei uma média ponderada das várias YTM de forma a obter um Cost of Debt para a estrutura societária.

A tabela abaixo mostra o racional aplicado para a estimativa do custo da dívida.

Tabela 11 - Estimativa do custo da dívida

Debt	Maturity Date	MV Debt	Weight	Cost of Debt	Cost of Debt Adjusted
Bond	2025	951 197 000	12,38%	4,51%	0,56%
Bond	2026	922 736 000	12,01%	4,47%	0,54%
Bond	2027	928 151 000	12,08%	4,54%	0,55%
Bond	2030	1 322 046 000	17,20%	4,75%	0,82%
Bond	2040	788 667 000	10,26%	5,09%	0,52%
Bond	2043	403 777 000	5,25%	5,15%	0,27%
Bond	2045	834 435 000	10,86%	5,10%	0,55%
Bond	2046	387 655 500	5,04%	4,99%	0,25%
Bond	2050	1 146 022 500	14,91%	4,96%	0,74%
Total		7 684 687 000	100%		4,80%

Fonte: Elaboração Própria

O uso do custo da dívida para o cálculo do WACC é após o pagamento de impostos, pelo que o valor a ser utilizado será de acordo com a seguinte fórmula:

Cost of debt after tax = Cost of debt * (1- taxes)

Cost of debt after tax = 4,80% * (1-21%) = 3,79%

5.4 Taxa de crescimento e Valor Terminal

Conforme anteriormente descrito no capítulo da *Literature Review*, a taxa de crescimento na perpetuidade deve ser inferior à da economia do setor onde atua a Nike. Damodaran (2011) refere que um dos erros mais comuns na modelação de Cash Flow é o pressuposto da taxa de crescimento sobretudo quando a mesma é assumida a um valor superior ao expectável, pois esta variável tem um impacto significativo no valor terminal.

A taxa de crescimento na perpetuidade foi calculada com base na inflação a longo prazo relativamente às principais geografias onde atua a Nike, procedimento semelhante feito à estimativa do MRP.

Tabela 12 - Estimativa da taxa de crescimento na perpetuidade

	% Receitas	CPI 2026
North America	41%	2,10%
EMEA	28%	3,11%
China	17%	3,10%
APLA	13%	3,74%
Total	100%	2,77%

Fonte: Elaboração Própria

5.5 Free Cash Flow to the Firm

Após as projeções de todos os pressupostos, foi possível apurar os FCFE até ao período do valor terminal.

Figura 22 - Modelo DCF

Discounted Cash Flow (Dollars in Millions)	2022	2023 (F)	2024 (F)	2025 (F)	2026 (F)	2027 (F)	Terminal Value
Net Sales	46 710	49 193	51 893	54 739	57 727	60 300	
EBIT	6 651	6 860	7 237	8 181	8 627	9 012	
Depreciation & Amortizations	0 739	0 846	0 892	0 942	0 992	1 040	
Change in Working Capital	3 617	2 921	0 038	0 026	0 130	0 474	
% of Revenues	7,7%	5,9%	0,1%	0,0%	0,2%	0,8%	
CF from operating activities	3 773	4 784	8 091	9 097	9 490	9 579	
Capex	0 777	0 886	0 932	0 980	1 032	1 082	
Capex / Depreciations	1,05	1,05	1,04	1,04	1,04	1,04	
(1-tax rate)	79%	79%	79%	79%	79%	79%	
FCFF	1 599	2 458	5 640	6 399	6 645	6 604	227 620
Year		1	2	3	4	5	5
Discount Factor		0,95	0,89	0,85	0,80	0,76	0,76
Discounted Cash Flow		2 324	5 043	5 411	5 314	4 993	172 117

WACC	5,7%
Growth Rate	2,8%

Fonte: Elaboração Própria

O Enterprise Value foi calculado através do valor presente do somatório de todos FCFF e valor terminal. Ao valor do Enterprise Value deduzi o valor da dívida, incluindo derivados, conforme registrado no balanço presente no Relatório de Contas do ano 2022.

Figura 23 - Resultados do modelo DCF

Somatório dos FCFF projetados	\$ 23 085 971 332	Implied price/Share 2022	\$ 116,29
Terminal Value	\$ 172 116 792 631	Close price 31/05/2022	\$ 118,50
Enterprise Value	\$ 195 202 763 963	Preço a desconto	-2%
Debt	\$ 11 697 000 000		
Minority Interest			
Market Value of Equity	\$ 183 505 763 963	Relative Valuation	\$ 111,47
Shares Outstanding	1 578 000 000		

Fonte: Elaboração Própria

Dividindo o valor da *equity* pelo número de ações estimamos um valor por ação de \$ 116,29 o que equivale a um desconto aproximadamente de 2%, uma vez que a ação da Nike transacionada à data de 31 de maio de 2022 era de \$ 118,50.

5.6 Análise da Sensibilidade

O valor da empresa sofre grandes variações consoante os ajustes feitos em alguns pressupostos como o WAAC e o crescimento longo prazo assumido no valor terminal. Como tal, desenvolvi uma análise de sensibilidade com alterações no WACC e crescimento de longo prazo. Uma vez que ambos os inputs alteram significativamente o preço da ação, optou-se por aplicar uma variação de 20 pontos base de modo a não haver variações exacerbadas no preço unitário da ação. Mantendo os outros pressupostos constantes, o preço/ação varia de \$ 102 a \$ 135, conforme a tabela a seguir resume:

Tabela 13 - Análise de sensibilidade do modelo DCF

Somatório dos FCFF projetados		WACC						
		5,1%	5,3%	5,5%	5,7%	5,9%	6,1%	6,3%
LT -Growth	2,2%	\$ 119	\$ 111	\$ 104	\$ 97	\$ 92	\$ 87	\$ 82
	2,4%	\$ 127	\$ 118	\$ 110	\$ 103	\$ 97	\$ 91	\$ 86
	2,6%	\$ 137	\$ 126	\$ 117	\$ 109	\$ 102	\$ 96	\$ 90
	2,8%	\$ 148	\$ 136	\$ 125	\$ 116	\$ 108	\$ 101	\$ 95
	3,0%	\$ 161	\$ 147	\$ 135	\$ 124	\$ 115	\$ 108	\$ 101
	3,2%	\$ 177	\$ 160	\$ 146	\$ 134	\$ 123	\$ 114	\$ 107
	3,4%	\$ 196	\$ 176	\$ 159	\$ 145	\$ 133	\$ 122	\$ 114

Fonte: Elaboração Própria

5.7 Avaliação por Múltiplos

Na avaliação por Múltiplos para uma correta seleção das empresas comparáveis foi extraída a partir da base de dados da *Reuters* as seguintes métricas: EV/Revenue; EV/EBITDA; P/E; P/BV; Return on Assets. Conforme já foi descrito na Literature Review, é importante avaliar múltiplos da empresa, mas também da equity.

Figura 24 - Peer group 1

Empresa	EV/Revenue	EV/EBITDA	P/E	Price to Book Value Per Share	Return on Assets
Under Armour Inc	0,54	6,42	22,50	2,12	7%
Lululemon Athletica Inc	5,67	22,53	37,25	14,78	26%
VF Corp	1,61	10,79	14,52	4,31	9%
Adidas AG	1,35	10,53	21,30	4,13	9%
Puma SE	1,23	14,64	23,92	3,30	11%
Asics Corp	1,26	16,44	44,40	2,53	6%
Foot Locker Inc	0,41	3,48	7,68	1,09	6%
Ross Stores Inc	1,57	12,24	20,84	7,40	11%
Gap Inc	0,28	9,14	N.a.	1,44	0%
Tapestry Inc	1,26	5,98	10,14	3,37	14%
Ralph Lauren Corp	0,94	6,00	12,21	2,66	11%
TJX Companies Inc	1,47	12,74	22,46	13,56	14%
Nordstrom Inc	0,34	4,19	7,91	4,66	5%
PVH Corp	0,55	4,14	4,02	0,66	5%
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	4,87	14,15	24,40	6,35	12%
Média	1,56	10,23	15,66	4,82	10%
Máximo	5,67	22,53	44,40	14,78	26%
Mínimo	0,28	3,48	4,02	0,66	5%
Nike Inc	2,57	17,61	3,83	11,75	4%

Fonte: Elaboração Própria

Esta primeira seleção permite-nos ter algumas considerações, tais como: existe uma razoável diversidade de empresas nesta amostra que não competem para o mesmo público-alvo, bem como, a dimensão da sua atividade geográfica e reconhecimento da sua marca. Uma segunda consideração é a grande amplitude em cada múltiplo entre o seu valor mínimo e o seu valor máximo.

Uma vez que a dimensão da amostra é heterogénea e com um número alargado de empresas, foi feita uma seleção mais restrita com base no *core business* de cada empresa, isto é, foco na atividade no setor desportivo e com uma escala de dimensão de negócio bastante relevante. Como tal, inclui neste grupo mais restrito a Adidas AG (principal concorrente), a Under Armour e a Puma SE.

Figura 25 - Empresas selecionas do *peer group* 1

Empresa	Market Cap	Ponderação	EV/Revenue	EV/EBITDA	P/E
Under Armour Inc	3 439 424 298	9%	0,54	6,42	22,50
Adidas AG	24 836 592 191	68%	1,35	10,53	21,30
Puma SE	8 510 877 794	23%	1,23	14,64	23,92
Média Simples			1,04	10,53	22,57
Média Ponderada			1,25	11,10	22,02
Nike Inc (2022)			Revenue	EBITDA	EPS
			46 710	7 390	3,83
Nike Inc EV (1)			48 531 850 009	77 819 611 672	
Nike Inc EV (2)			58 303 966 206	82 021 746 054	
Nike Inc Price per Share (1)			30,76	49,32	86,45
Nike Inc Price per Share (2)			36,95	51,98	84,34

Fonte: Elaboração Própria

No cálculo dos Múltiplos foi efetuada uma média ponderada tendo em conta a capitalização bolsista de cada empresa. Desta forma, optou-se pela estimativa do *price target* dos múltiplos através da média simples e ponderada, sendo que neste último caso obteve-se as seguintes ponderações: Under Armour – 9%; Adidas AG (68%); Puma SE (23%).

Figura 26 - Resultados obtidos através da avaliação de múltiplos



Fonte: Elaboração Própria

A razão pela qual todos os *market multiples* serem bastante inferiores tanto ao valor apurado pelo método DCF como ao preço fechado à data de 31/05/2022, é a que todos os indicadores de rentabilidade das empresas comparáveis são bastante inferiores aos apresentados pela Nike. Tal como referido anteriormente, a Nike tem sido líder de mercado neste setor com uma distância relativa perante os seus concorrentes e que desde a pandemia com a alteração dos

hábitos de consumo e com os novos desafios é das empresas que tem respondido melhor e consequentemente ganho quota de mercado.

A média dos três múltiplos da Nike é de \$ 56, o que me leva a entender que este método não é o mais adequado para estimar o valor da empresa, uma vez que os seus *peers* têm indicadores muito inferiores.

5.8 Avaliação por Múltiplos – Novo Peer Group

Na minha opinião, quando desenvolvemos dois métodos de avaliação diferentes o resultado entre os dois métodos deve oferecer resultados semelhantes. Quando tal não se verifica deve-se rever os pressupostos assumidos, pois a sua incorreta análise é um dos erros mais comuns numa avaliação.

Como tal, este subcapítulo consiste no desenvolvimento da avaliação com a seleção de outros *peer group*.

Conforme mencionado na revisão de literatura, os múltiplos comparáveis podem também ser definidos com base nos indicadores económico-financeiros, pelo que alarguei a minha pesquisa para empresas que não atuam dentro da mesma indústria que a Nike.

Após análise a uma das declarações anuais da Nike, Inc. nomeadamente relativa ao encontro anual dos acionistas, pude apurar que a administração usa um *peer group* com base na dimensão, mercados, valor de mercado, entre outros, para definir um sistema de compensação aos seus executivos.

Figura 27 - Grupo de empresas que a administração da Nike usa como comparáveis para a compensação dos seus Executivos

American Express Company	Kellogg Company	Pepsico, Inc.
Best Buy Company, Inc.	Kimberly-Clark Corporation	Procter & Gamble Company
The Coca-Cola Company	McDonald's Corporation	Starbucks Corporation
Colgate-Palmolive Company	Microsoft Corporation	Target Corporation
Comcast Corporation	Mondelez International, Inc.	TJX Companies
The Gap, Inc.	Oracle Corporation	The Walt Disney Company

Fonte: investors.nike.com | Annual Meeting of Shareholders

A tabela acima mostra o *peer group* utilizado no ano fiscal 2021, mas uma nota na mesma declaração oficial da empresa refere que a administração retirou do grupo dos comparáveis as

empresas Colgate-Palmolive Company; Comcast Corporation; The Gap; Kellogg Company e incluiu as empresas Netflix e Lowe's Companies.

Face ao exposto acima, inclui para análise dos múltiplos as empresas mencionadas acima.

Figura 28 - Peer group 2

Empresa	EV/Revenue	EV/EBITDA	Return on Equity	Long Term Debt/ Equity (%)	Long Term Growth (%)
Best Buy Co Inc	0,32	4,80	45%	29%	8%
Kimberly-Clark Corp	2,39	13,97	199%	82%	6%
TJX Companies Inc	1,53	13,24	66%	33%	11%
Mondelez International Inc	3,22	15,34	15%	38%	5%
Starbucks Corp	3,55	18,14	-37%	215%	7%
Netflix Inc	3,72	5,96	22%	43%	9%
Lowe's Companies Inc	1,57	10,54	-66%	141%	9%
McDonald's Corp	2,90	19,74	-80%	123%	7%
Oracle Corp	8,82	17,25	246%	88%	10%
Walt Disney Co	5,84	13,58	10%	29%	37%
PepsiCo Inc	2,92	19,67	49%	57%	8%
Coca-Cola Co	3,23	18,15	42%	55%	5%
Procter & Gamble Co	6,72	21,26	33%	29%	6%
Walmart Inc	4,19	16,28	21%	25%	6%
Microsoft Corp	0,70	11,60	37%	26%	15%
Média	3,44	14,64	40%	68%	10%
Máximo	8,82	21,26	2,46	2,15	37%
Mínimo	0,32	4,80	-0,80	0,25	5%
Nike Inc	2,57	17,61	40%	35%	5%

Fonte: Elaboração Própria

Em comparação com o *peer group* anterior, nesta seleção incluí outros critérios que admito serem mais importantes na comparação com a Nike e onde atribuí maior importância na formação de um grupo *cluster*, nomeadamente a perspectiva de crescimento de longo prazo e a rentabilidade.

Da lista acima, excluí as empresas com retorno negativo ou excessivamente alto considerando os mesmos como *outliers*. Analisando os dois critérios essenciais como o crescimento e rentabilidade, selecionei para análise dos múltiplos as empresas Pepsi Co; Coca-Cola e Procter&Gamble com base na sua semelhança com a Nike nestes indicadores

Uma vez que as empresas comparáveis são diferentes da Nike quanto à sua *market capitalization*, optei neste modelo analisar apenas os múltiplos EV/Revenue e EV/EBITDA.

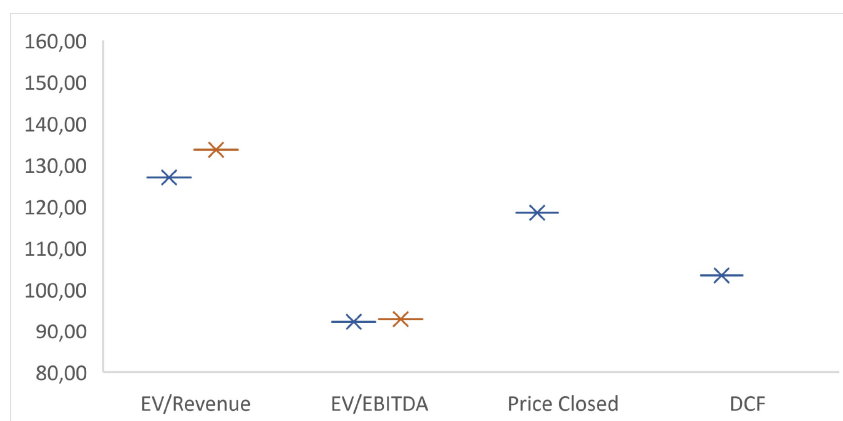
Figura 29 - Empresas selecionadas do *peer group* 2

Empresa	Market Cap (USD M)	Ponderação	EV/Revenue	EV/EBITDA	P/E
PepsiCo Inc	230 626	29%	2,92	19,67	24,65
Coca-Cola Co	245 552	31%	3,23	18,15	25,81
Procter & Gamble Co	310 353	39%	6,72	21,26	22,42
Média Simples			4,29	19,69	24,29
Média Ponderada			4,52	19,82	24,13
Nike Inc (2022)			Revenue	EBITDA	EPS
			46 710	7 390	3,75
Nike Inc EV (1)			200 370 934 424	145 543 304 666	
Nike Inc EV (2)			210 931 913 284	146 501 420 267	
Nike Inc Price per Share (1)			126,98	92,23	91,10
Nike Inc Price per Share (2)			133,67	92,84	90,50

Fonte: Elaboração Própria

Tal como feito anteriormente, neste modelo foi efetuada uma média ponderada tendo em conta a capitalização bolsista de cada empresa. Desta forma, optou-se pela estimativa do *price target* dos múltiplos através da média simples e ponderada, sendo que neste último caso obteve-se as seguintes ponderações: PepsiCo Inc –29%; Coca-Cola Co (31%); Procter&Gamble (40%).

Figura 30 - Resultados obtidos através da segunda avaliação de múltiplos



Fonte: Elaboração Própria

A média dos três múltiplos da Nike neste novo modelo é de \$ 111,47, o que me apresenta um valor mais enquadrado com a avaliação através do modelo *Cash Flow* descontados e com o valor real da empresa, o que me leva a concluir que esta nova seleção de *peer group* é mais adequada para uma avaliação por múltiplos para uma empresa como a Nike.

Após o desenvolvimento das duas avaliações, constato que o valor da avaliação por DCF é cerca de 4% superior ao valor da Avaliação por Múltiplos - \$116,29 vs \$111,47.

5.9 Conclusão da avaliação

Considero que a metodologia DCF apesar de mais complexa, é mais precisa neste tipo de análises, pois inclui uma análise mais completa a um maior número de *inputs* que contribuem bastante para a valorização da empresa. Contudo, ambos os modelos de avaliação indicam valores semelhantes entre si.

Face ao exposto acima e tendo em conta a diferença entre o valor avaliado e o preço da ação transacionado à data de 31 de Maio de 2022, inferior a 15%, a minha recomendação é de manter as ações – **hold**.

6 Comparação entre avaliações

Neste capítulo vou comparar a minha avaliação efetuada com outra externa obtida a partir da Zacks Investment Research. Esta avaliação obtida optou pelo método de *market multiples* e indica um *price target* para o ano fiscal de 2022 num valor de \$ 102.

Uma vez que desenvolvi a minha avaliação com duas metodologias diferentes, decidi optar pela avaliação por múltiplos para servir de comparação.

A primeira diferença tem a ver com o período de projeção de Cash Flow, pois enquanto esta avaliação estima a projeção de múltiplos a 3 anos, enquanto a avaliação desenvolvida por mim não foi feita com base em *forward multiples*.

Outra diferença tem a seleção do *peers group*. A avaliação obtida pela Zacks Investment Research utiliza como comparáveis, empresas que atuam na mesma indústria que a Nike. Das principais empresas da indústria apresentadas no relatório de avaliação, escolheram a Adidas AG, Skechers e a Under Armour, algo semelhante ao que apresentei na primeira avaliação de pares. Na avaliação da Zacks Investment, também utilizaram como comparáveis os índices bolsistas S&P 500 e da indústria onde se inclui a Nike.

Tal como concluído anteriormente, os principais indicadores económicos da Nike (EV/EBITDA; P/E; D/E, entre outros) não são semelhantes com o grupo de comparáveis utilizado.

Por último, a avaliação da Zacks Investment determina o valor da ação através do múltiplo dos EPS. Se calculassem o valor da ação através do múltiplo EV/EBITDA ou EV/Revenues, os

valores seriam semelhantes aos da avaliação desenvolvida por mim, uma vez que as projeções de Receitas e EBITDA são mais próximas.

7 Conclusão

A avaliação desenvolvida através do modelo DCF indicou-me um *price target* de \$ 116,29 o que corresponde a um desconto de cerca de 2% face ao último valor da ação transacionado à data de 31 de maio de 2022 cujo valor foi \$ 118,50.

Os resultados obtidos pelos dois métodos apresentados anteriormente apesarem de estarem relativamente próximos do valor transacionados, indicam-me sinais de alguma prudência quanto à evolução do mercado, onde o contexto atual pode provocar impactos bastantes negativos na indústria em específico e na economia mundial: conflitos geopolíticos; política Covid zero na China; inflação descontrolada a nível mundial; perturbações nas cadeias logísticas.

A análise de sensibilidade permitiu-me perceber quanto o valor de uma ação pode variar principalmente se a mesma (variação) se der a partir de pequenos ajustes no custo do capital seja o mesmo alavancado ou não.

Na avaliação por múltiplos, percebi o quão importante é a escolha do *peer group* e que nem sempre a sua escolha é tão óbvia como meramente escolher empresas dentro da mesma indústria. Mais importante, é preciso ter a capacidade numa avaliação de analisar criticamente os resultados obtidos e, em caso disso, rever e alterar os pressupostos assumidos na avaliação.

Por fim, o desenvolvimento desta tese permitiu-me não só desenvolver e estruturar um raciocínio que me permita avaliar uma empresa, mas também compreender a indústria dos artigos desportivos onde se insere a Nike, as dinâmicas do mercado e a importância da estratégia da empresa que foi essencial para conseguir obter um ótimo desempenho num período tão adverso como foi aquele causado pela COVID-19.

8 Bibliografia

- Branch B. (2002). The costs of bankruptcy: *International Review of Financial Analysis*, vol. 11, issue 1, 39-57.
- Blume, M., 1975. «Betas and Their Regression Tendencies», *The Journal of Finance*, Vol. 30, n.º 3, pp. 785-795
- Copeland, T., Koller, T. and Murrin, J. (2000) *Valuation—Measuring and Managing the Values of Companies*. John Wiley Sons, New York.
- Damodaran, A. (1994). *Value multiples* (Vol. 1).
- Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Editora John Wiley & Sons, 2ª Edição.
- Damodaran, A. (2007). *Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence*. *Foundations and Trends® in Finance*, 1(8), 693-784.
- Damodaran, A., (2007). *Corporate Finance: Theory and Practice*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, A., (2011). *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. John Wiley & Sons.
- Fernandes, N., 2002. *Valuation Method and Shareholder Value Creation*.
- Fernández, P. (2007). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. IESE Business School – University of Navarra, 1-27.
- Fernandez, P., 2019. «WACC: Definition, Misconceptions and Errors» *Business Valuation Review*, pp. 138–144.
- Henry, E., Pinto, J., Robinson, T., Stowe, J., 2010. *Equity Asset Valuation*. 2nd ed. John Wiley & Sons Inc.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation measuring and managing the value of companies* (5th ed.). Hoboken, N.J: Wiley.
- Korteweg, Arthur G. (2007), *The Costs of Financial Distress Across Industries*.
- Luehrman, T. (1997, May-June). «Using APV: A Better Tool for Valuing Operations», *Harvard Business Review*, pp. 145-154.
- Lawrence A. Weiss (1990). *Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims*.
- Levin, Joakim & Olsson, Per M., 2000. "Terminal Value Techniques in Equity Valuation - Implications of the Steady State Assumption,"
- Massari, M., Gianfrate, G., & Zanetti, L. (2016). *Corporate valuation: Measuring the value of companies in turbulent times*. Hoboken: Wiley.

- Mitra, S. K. (2010). Note on cash flow valuation methods: comparison of WACC, FTE, CCF and APV approaches.
- Parrino, R. (2005). Choosing the Right Valuation Approach. In: CFA, ed., Valuation Techniques. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, pp.259–278.
- Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2002). Investment analysis and portfolio management. CITIC Editor.
- Shannon P. Pratt, CFA, FASA, MCBA. (2002). Cost of Capital - Estimation and Applications
- Shapiro, A. C. and S. Titman (1985). “An Integrated Approach to Corporate Risk Management”, Midland Corporate Finance Journal, 3, 41–56
- Van Binsbergen, J., Graham, J. R., & Yang, J. (2010). The Cost of Debt. The Journal of Finance, 65 (6), 2089-2136

Anexos

Anexo I – Dividend Discount Model

Este modelo desenvolvido por John Williams (1938) afirma que o retorno do investidor, após a compra de uma ação, é a soma de todos os dividendos esperados sobre a mesma. Portanto, o preço de venda é o valor presente de todos os pagamentos de dividendos futuros ao longo do período de detenção, descontados conforme fórmula abaixo:

$$PV = \sum \frac{E[DPS]_t}{(1+r)^t} + \frac{E[P]_n}{(1+r)^n}$$

Onde:

$E[DPS]_t$ = Montante dos dividendos esperados por ação no fim do ano t

$E[P]_n$ = Preço esperado por ação no ano n

Este é um modelo bastante intuitivo com apenas uma suposição subjacente, nomeadamente a taxa de crescimento dos dividendos a receber. Os dividendos são “o único fluxo de caixa de a empresa que é tangível para os investidores” Damodaran (2007).

Apesar disso, é difícil estimar todos os dividendos futuros numa taxa de crescimento e , além disso, a política de dividendos é mais uma escolha política do que económica (Fernández, 2004).

O modelo mais simples e mais utilizado é o modelo Gordon, que é utilizado para empresas em “*steady state*”, portanto, neste cenário, é possível assumir uma taxa de crescimento constante de dividendos indefinidamente. Assim, o valor da ação é combinado em dividendos futuros.

$$PV = \frac{\text{Dividend} * (1 + g)}{r - g}$$

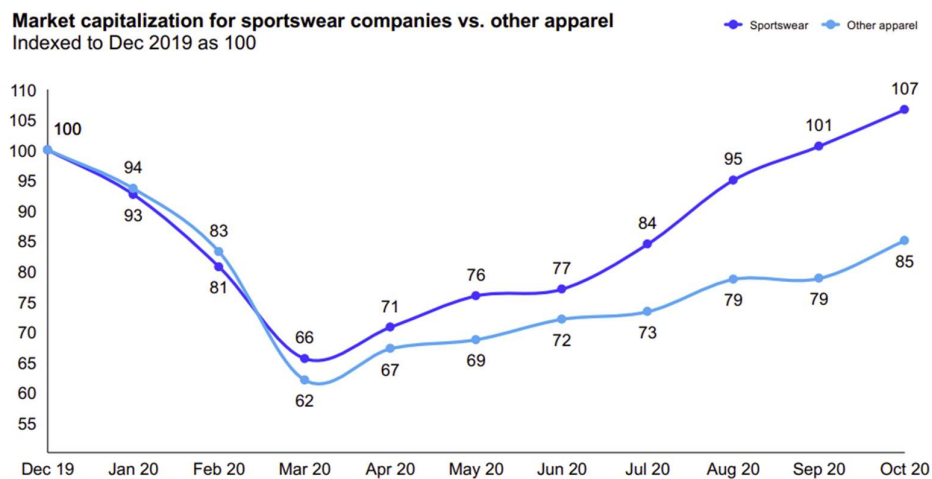
No entanto, nem sempre o mesmo crescimento se verifica devido à volatilidade dos resultados. De acordo com Damodaran (2011) só funciona para empresas que têm uma taxa de crescimento igual ou inferior que a taxa de crescimento nominal da economia e para empresas que já definiram as suas políticas de pagamento de dividendos para o futuro.

Anexo II - Visão da Indústria 2021

Em 2020, a indústria do Deporto e, nomeadamente, dos artigos desportivos enfrentou pela primeira vez desde a crise financeira de 2007 e 2008, uma desaceleração do seu crescimento. A maioria das marcas, retalhistas e fabricantes terminou o ano significativamente em prejuízo, apesar de uma recuperação verificada na segunda metade do ano, principalmente entre a primeira e a segunda vaga pandémica causada pelo vírus COVID-19.

Apenas o mercado chinês manteve a mesma tendência de crescimento após uma expansão média de 16,5% ao ano (CAGR) de 2015 a 2019. As empresas de artigos esportivos viram as suas avaliações de mercado a serem revistas em baixa essencialmente nos primeiros meses da pandemia. Contudo, no decorrer do ano começou a ver uma retoma do seu valor, em particular os fabricantes de equipamentos desportivos. As empresas de roupas desportivas também foram mais resilientes em comparação com a restante da indústria do setor do vestuário.

Figura 31 - Gráfico comparativo dos resultados entre a indústria *sportswear* e outro setor vestuário



Fonte: McKinsey&Company (2021) Sporting goods 2021: The next normal for na industry in flux

A pandemia do COVID-19 teve um impacto profundo no mercado global de roupas desportivas em 2020, com a maioria das empresas a registarem uma quebra nas receitas. Várias modalidades desportivas foram gravemente afetadas, em particular as mesmas cujos eventos decorrem em ambientes fechados. Em contraciclo, modalidades desportivas individuais ao ar livre e a prática desportiva em casa registaram um aumento da procura onde se associa o efeito das medidas de confinamento impostas pelos vários Estados membros. Um dos destaques nas receitas do ano

2020, foi o aumento da procura de roupa feminina motivada pela obrigatoriedade do confinamento o que levou à necessidade de exercícios em casa, tais como a corrida, ioga, pilates, entre outros.

Adicionalmente ao impacto na performance da empresa, a pandemia também acelerou mudanças ao longo de toda a cadeia logística neste setor. O contexto pandémico causado pelo vírus COVID-19 originou alterações à dinâmica de mercado que até este ponto se verificava, tais como a crescente procura pelo e-commerce; o requisito da sustentabilidade e o aumento de exercícios individuais ao ar livre. Estas alterações obrigaram as empresas a responderem prontamente de modo a poderem-se adaptar às necessidades dos clientes.

Perspetivas para 2021

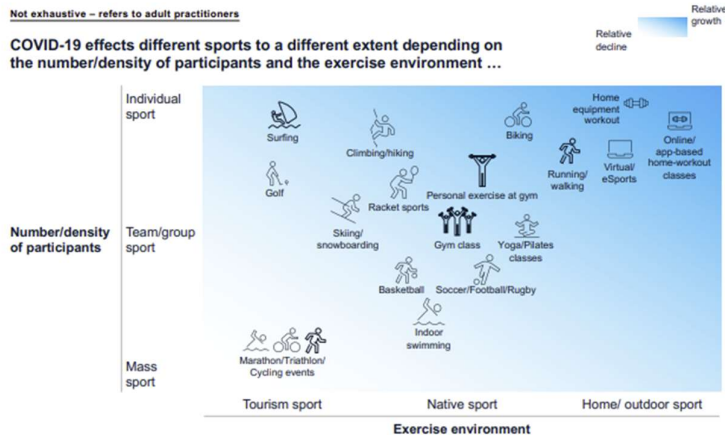
Para o ano de 2021 mantém-se a incerteza relativamente à evolução da COVID-19 e a possível resposta à vacinação global que se prevê para durante o ano de 2021 o que permite uma perspetiva mais positiva face ao ano anterior.

Os gestores estão cautelosamente otimistas e focados nas oportunidades de crescimento: 64% dos entrevistados da pesquisa WFSGI-McKinsey Sporting Goods afirmaram que têm boas expectativas em relação às condições de mercado. Os maiores desafios para o ano de 2021 são a gestão das cadeias de abastecimento e a incerteza da recuperação pandemia causada pelo COVID-19, incluindo a retoma de todas as atividades desportivas sem qualquer limitação.

As maiores oportunidades, entretanto, estão associadas ao potencial regresso de grandes eventos desportivos, incluindo, potencialmente, os Jogos Olímpicos e Paralímpicos, as principais competições internacionais como o Europeu de Futebol, NBA, entre outros. Simultaneamente, existe a expectativa de manter um bom desempenho das modalidades desportivas que registaram uma boa performance no ano de 2020.

As restantes modalidades que sofreram um maior impacto preveem-se que apresentem uma retoma gradual embora a um ritmo insuficiente de modo a apresentar os mesmos valores de 2019.

Figura 32 - Efeitos da Covid-19 nos diferentes desportos



Fonte: McKinsey & Company (2021) Sporting goods 2021: The next normal for na industry in flux

Tendências de Mercado em 2021

O relatório apresentado pela McKinsey & Company sugere 8 principais tendências de mercado que poderão impactar a dinâmica deste setor. A maioria das tendências apresentadas já estavam a emergir antes do início da pandemia, no entanto, o contexto pandémico os eventos dramáticos do ano passado aceleraram sua introdução na dinâmica do setor.

O mesmo relatório sugere a importância das várias empresas em se alinharem com estas tendências de modo a manterem a sua vantagem competitiva. As tendências podem ser resumidas em três principais categorias: mudanças do perfil do consumidor, investimento no e-commerce e disrupção da indústria.

Figura 33 - 8 tendências da indústria de artigos desportivos em 2021

Eight trends are expected to shape the sporting goods industry in 2021.



McKinsey & Company

Fonte: McKinsey & Company (2021) Sporting goods 2021: The next normal for na industry in flux

1. **Athleisure.** Embora já havia iniciado antes do início da pandemia, os consumidores impulsionaram esta tendência para um nível de procura muito mais elevado do que verificado em 2019. Atualmente, existe uma crescente aceitação para o uso de roupas desportivas e confortáveis em contextos anteriormente considerados como mais formais. As marcas desportivas têm uma oportunidade para alargar a sua participação no setor do vestuário para o uso de roupa de lazer podendo competir com outras marcas quer até ao momento não eram seus concorrentes.
2. **Necessidade de um melhor estilo de vida saudável.** A pandemia também levou a que muitas pessoas se comesçassem a preocupar com a sua saúde e estilo de vida e adotarem medidas para combaterem o sedentarismo. Neste contexto, as marcas desportivas dispõem de uma oportunidade para corresponder às necessidades dos clientes.
3. **Sustentabilidade.** A sustentabilidade tornou-se uma prioridade cada vez mais urgente dos consumidores da comunidade em geral, sendo uma tendência acelerada pela pandemia e as empresas responderam introduzindo produtos mais sustentáveis. A responsabilidade parte das empresas com a obrigatoriedade de garantirem cadeias de abastecimento sustentáveis. Para tal, a empresa deverá introduzir conceitos inovadores e disruptivos face ao que se verificava, de modo a cumprirem com os requisitos da sustentabilidade.
4. **Uso do digital no exercício físico.** No ano de 2020 devido à obrigatoriedade do distanciamento físico e confinamento, houve um aumento ao recurso da via digital para a prática de exercício físico. Os treinos digitais não substituirão o modelo presencial, mas poderão levar à adopção de um modelo híbrido. O impacto positivo para este setor é o aumento de praticantes de atividade desportiva na comunidade.
5. **E-Commerce.** Esta tendência acelerou com o surgimento da pandemia, uma vez que grande parte das lojas físicas foram fechadas devido ao surto da COVID-19. Este cenário motivou várias marcas a aumentarem a oferta e eficiência do mercado *online*, incluindo as vendas diretas ao consumidor. Para o ano de 2021, prevê-se que as vendas online representarão cerca de 25% do total de vendas. As marcas desportivas necessitam de investir nas suas cadeias de distribuição e na eficiência dos canais de venda digital

de forma a poder corresponder às expectativas dos clientes, cuja tendência é a procura pela oferta *omnichannel*.

6. **Marketing digital.** Uma das maiores rubricas de despesas nas empresas deste setor estão relacionados com o investimento em marketing. O marketing digital era tradicionalmente focado em ativos com ampla visibilidade como patrocínios de clubes, ligas ou eventos. Com eventos desportivos cancelados, adiados ou decorridos em estádios vazios e com os consumidores a possuírem cada vez mais tempo online, as empresas necessitam de investir num marketing cada vez mais digital. Para tal, as empresas do setor necessitam de trabalhar cada vez mais diretamente com atletas individuais como *influencers*, pois teoricamente conseguem mais *leads* e *engagement* com a comunidade conseguindo um maior alcance do que eventos ou associações.
7. **Pressão no retalho físico.** As lojas físicas já estavam sob pressão antes da COVID-19, e as medidas de confinamento aceleraram a crise no retalho com o encerramento de lojas físicas e crescente pressão financeira. Para atrair os consumidores de volta às lojas, o retalho tradicional necessita de se reposicionar e inovar com o propósito de oferecer novas experiências e novos níveis de conveniência que não podem ser conseguidos por via digital.
8. **Cadeias de abastecimento.** As cadeias logísticas enfrentam um grande desafio em que necessitam de garantir flexibilidade e agilidade. Num cenário pós-COVID-19 caracterizado por ciclos de procura mais curtos, comércio eletrónico e estreitamento da relação com o consumidor, as cadeias de abastecimento necessitam de se adaptar de forma a poder adaptarem-se e responder às necessidades.

Anexo III – Análise SWOT Nike

Figura 34 - Análise SWOT

Forças	Fraquezas
<ul style="list-style-type: none">• Imagem da Marca• Expansão internacional• Baixo custo de produção• Extensa rede de distribuição• Diversidade de Produtos• Inovação	<ul style="list-style-type: none">• Demasiada dependência do mercado dos Estados Unidos• Dependência do Vietname, Indonésia e China para a produção dos seus artigos• Os retalhistas têm uma forte influência
Oportunidades	Ameaças
<ul style="list-style-type: none">• Fusões e Aquisições• Inovação Digital• Mercados Emergentes• Implementação de medidas sustentáveis na produção• Diminuir dependência dos retalhistas convencionais	<ul style="list-style-type: none">• Aumento da pressão de novos competidores• Produtos Contrafeitos• Riscos cambiais• Incerteza económica e geopolítica• Aumento de constrangimentos na cadeia logística

Fonte: Elaboração Própria

Anexo IV – As 5 Forças de Porter

Ameaça de Novos Concorrentes (Baixa): Hoje em dia, não é fácil entrar na indústria do calçado, existem vários fatores que criam barreiras à entrada. As novas empresas necessitam de investimento significativo em marketing para obter reconhecimento da marca, bem como, a criação de toda a cadeia de valor. No entanto, o comércio online pode facilitar a entrada de pequenos *players*.

Poder de Negociação dos Fornecedores (Baixo): A maior parte da produção da Nike é feita por *outsourcing* espalhados por mais de 40 países, nos quais a empresa mantém uma relação próxima. Apesar do papel relevante dos fornecedores nesta indústria, os mesmos têm um baixo poder de negociação na medida em que existe uma ampla oferta de matéria prima. Contudo, a inflação mundial e as perturbações nas cadeias logísticas têm levado ao aumento do custo das matérias primas.

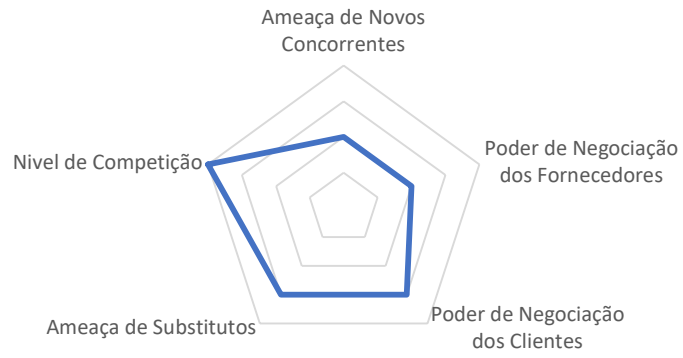
Poder de negociação dos clientes (Moderado): o risco é maior para poder de negociação com clientes porque os mesmos são sensíveis ao preço e têm uma grande variedade de marcas para escolher. Nos dias de hoje, os consumidores têm muita informação, eles podem facilmente encontrar um artigo com o melhor preço possível. No entanto, a diferenciação do produto, bem como a oferta de uma maior conveniência no serviço de venda aos consumidores que faz com que os mesmos optem pela compra de um artigo mesmo que implique um preço mais elevado.

Ameaça de Substitutos (Moderado): Existem poucos concorrentes locais e internacionais que oferecem produtos sob uma ampla gama de preços. Alguns deles atendem às necessidades do cliente final, enquanto os concorrentes locais oferecem substitutos a preços mais baixos. Hoje em dia, alguns consumidores podem estar inclinados a experimentarem substitutos, pois têm a possibilidade de comprar calçados ou roupa desportiva um preço inferior de grandes marcas como Nike e Adidas.

Nível de Competição (Alto): Na indústria de calçados, existem muitas empresas a competir para serem a melhor numa área específica que não seja pelo preço. As empresas estão aumentando sua gama de produtos a fim de capturar maior quota de mercado. O marketing e a publicidade são muito importantes para atrair os consumidores. A percepção da marca e o *engagement* do cliente são grandes fatores que determinam as preferências dos consumidores.

Figura 35 - As 5 Forças de Porter

As 5 Forças de Porter



Fonte: Elaboração Própria

Anexo V – Estrutura acionista

Figura 36 - Os 10 principais acionistas da Nike

1	The Vanguard Group, Inc.	Turnover:
	8.52% 107.63M shares 30-06-2022 +0.61M shares	LOW
2	BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	Turnover:
	4.78% 60.40M shares 30-06-2022 -0.29M shares	LOW
3	State Street Global Advisors (US)	Turnover:
	4.32% 54.56M shares 30-06-2022 -2.01M shares	LOW
4	AllianceBernstein L.P.	Turnover:
	2.24% 28.27M shares 30-06-2022 +0.88M shares	LOW
5	Wellington Management Company, LLP	Turnover:
	2.10% 26.51M shares 30-06-2022 +8.47M shares	LOW
6	Geode Capital Management, L.L.C.	Turnover:
	1.79% 22.66M shares 30-06-2022 +0.60M shares	LOW
7	Fidelity Management & Research Company LLC	Turnover:
	1.47% 18.54M shares 30-06-2022 -3.68M shares	LOW
8	T. Rowe Price Associates, Inc.	Turnover:
	1.30% 16.43M shares 30-06-2022 -4.05M shares	LOW
9	Edgewood Management LLC	Turnover:
	1.09% 13.77M shares 30-06-2022 -0.91M shares	LOW
10	Capital World Investors	Turnover:
	1.07% 13.48M shares 30-06-2022 -0.44M shares	LOW

Fonte: Thomson Reuters Database