

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia



Monografia de Final de Curso

**UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA EMPRESA
AREZZO & CO**

Gabriela Frisch Rozes Dawidowitsch

Matrícula: 1313066

Professora Orientadora: Maria Elena Gava Alves

Coordenador de Monografia: Marcio Garcia

JUNHO 2017

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia



Monografia de Final de Curso

**UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA EMPRESA
AREZZO & CO**

Gabriela Frisch Rozes Dawidowitsch

Matrícula: 1313066

Professora Orientadora: Maria Elena Gava Alves

Coordenador de Monografia: Marcio Garcia

JUNHO 2017

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

AGRADECIMENTOS

Visto que este trabalho representa a conclusão de um ciclo no qual criei laços novos, fortaleci os antigos e, por meio deles, cheguei aqui, não poderia deixar de agradecer àqueles que atuaram como pilares na minha formação como economista e, acima de tudo, como pessoa.

Portanto, primeiramente, eu gostaria de agradecer imensamente a minha família, aos meus amigos e aos meus professores que estiveram ao meu lado ao longo dessa caminhada, apoiando e orientando cada uma de minhas escolhas.

Ademais, deixo aqui também o meu mais sincero obrigado ao Departamento de Economia da PUC-RJ, responsável por grande parte da minha formação acadêmica e que sempre presou pela excelência em âmbito geral - dos professores aos materiais didáticos, passando pelo conteúdo das aulas e pelas inúmeras palestras as quais sempre foram fontes de rico conhecimento.

Por fim, agradeço à querida professora Maria Elena que me orientou ao longo desse processo, sempre disposta a potencializar o meu trabalho, além de possuir um vasto conhecimento sobre o tema e uma disponibilidade ímpar.

“A coisa nunca é uma linha reta, sempre tem altos e baixos. O importante é sempre aprender com as dificuldades e sempre ver nas dificuldades uma oportunidade”

Jorge Paulo Lemann

RESUMO

DAWIDOWITSCH, Gabriela. Uma Análise Fundamentalista da Empresa Arezzo&Co. Rio de Janeiro, 2017. 77p. Monografia de final de curso - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O presente trabalho tem por objetivo encontrar, a partir da metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, o valor justo para as ações da maior empresa de calçados, bolsas e acessórios femininos do Brasil: a Arezzo&Co. Para tanto, realiza-se uma análise da empresa, considerando o setor de varejo ao qual a mesma participa, observando suas principais características no mercado. A fim de atingir esse objetivo, o presente trabalho parte da consideração macroeconômica do cenário brasileiro atual, realizando uma projeção das principais tendências para os próximos anos. Nesse sentido, considerando o método de *valuation* como uma ferramenta relevante de pesquisa e interpretação analítica, além de partir de uma perspectiva fundamentalista, no qual a avaliação da empresa deve ser realizada de acordo com seus fundamentos, este trabalho interpreta as demonstrações financeiras da Companhia a fim de descobrir se suas ações estão sendo negociadas com ágio ou deságio na Bovespa.

Palavras-chave:

Fluxo de Caixa Descontado; *Valuation*; Setor de Varejo; Arezzo&Co; Macroeconomia.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 01: Receita líquida e n° de lojas da Arezzo&Co.....	14
Figura 02: Receita bruta por marca.....	16
Figura 03: Receita bruta por canal.....	16
Figura 04: Composição da receita bruta.....	17
Figura 05: Histórico de lojas da Arezzo&Co.....	21
Figura 06: Pilares principais do modelo de negócios da Arezzo&Co.....	22
Figura 07: <i>Outsourcing</i> da Arezzo&Co.....	23
Figura 08: Equipe de gestão da Arezzo&Co.....	26
Figura 09: Gráfico das ações da Companhia entre 2012 e 2016.....	27
Figura 10: Discriminação do capital social da Arezzo&Co.....	28
Figura 11: Discriminação dos membros do Conselho Administrativo da Arezzo&Co.....	29
Figura 12: Concentração por operador.....	33
Figura 13: Abertura de novas lojas próprias e franquias entre 2014 e 2016.....	34
Figura 14: Estrutura simplificada de um balanço patrimonial.....	51
Figura 15: Projeções macroeconômicas em relação à inflação e taxa de juros.....	61
Figura 16: Número de pares vendidos por marcas.....	63
Figura 17: Preço médio por marca.....	63
Figura 18: Receitas bruta e líquida.....	64
Figura 19: Cálculo CAPEX para os próximos cinco anos.....	69
Figura 20: Impostos e contribuições da Arezzo&Co.....	70
Figura 21: Histórico do capital de giro da Arezzo&Co.....	72
Figura 22: Projeção do capital de giro da Arezzo&Co.....	73
Figura 23: Hipóteses na perpetuidade.....	73
Figura 24: Projeção dos fluxos de caixa da Arezzo&Co.....	75
Figura 25: Estrutura de endividamento da Arezzo&Co.....	76
Figura 26: Custo médio ponderado de capital (WACC)	76
Figura 27: Resultados da pesquisa.....	77

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

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
2. AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S/A	12
2.1 Histórico da Empresa	12
2.2 Principais Atividades da Companhia.....	13
2.3 As Cinco Marcas	18
2.3.1 <i>Arezzo</i>	18
2.3.2 <i>Schutz</i>	19
2.3.3 <i>Anacapri</i>	19
2.3.4 <i>Alexandre Birman</i>	19
2.3.5 <i>Fiever</i>	20
2.4 Modelo de Negócios.....	21
2.4.1 <i>P&D</i>	22
2.4.2 <i>Comunicação e Marketing</i>	24
2.4.3 <i>Sourcing e Logística</i>	24
2.4.4 <i>Distribuição Diversificada</i>	25
2.4.5 <i>Gestão</i>	25
2.5 Mercado de capitais	26
2.6 Composição Acionária.....	27
2.7 Governança Corporativa.....	28
2.8 Vantagens Competitivas.....	30
2.9 Estratégias de Crescimento.....	34
3. O SETOR DE VAREJO.....	36
3.1 Varejo: Conceitos e Definições	36
3.2 Aspectos do Varejo Brasileiro.....	36
3.3 O Varejo e o Cenário Macroeconômico Brasileiro.....	39
3.4 Tendências do Setor Varejista no Brasil.....	40
3.5 Avaliação de Empresas no Setor de Varejo.....	42
4. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	45
4.1 O que é Valuation?.....	45
4.2 Métodos de Avaliação de Empresas	45
4.3 Avaliação Intrínseca X Avaliação Relativa	46
4.4 Escola Técnica X Escola Fundamentalista	46
4.5 Análises <i>top down</i> e <i>bottom-up</i>.....	47
4.6 Demonstrativos Financeiros.....	48
4.6.1 <i>Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)</i>	48

4.6.2 <i>Balanço Patrimonial (BP)</i>	50
4.7 O Método do Fluxo de Caixa Descontado	51
4.7.1 <i>O Fluxo de Caixa do Acionista (FCFE)</i>	53
4.7.2 <i>O Fluxo de Caixa da Empresa (FCFF)</i>	54
4.8 O Cálculo do WACC	55
4.9 O Método de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)	57
4.10 Os Modelos de Avaliação por Múltiplos	59
4.11 O Valor Patrimonial (Book Value) e o Valor de Mercado	59
5. VALUATION DA AREZZO&CO	61
5.1 Projeções Macroeconômicas	61
5.2 Receita	61
5.3 Custos e Despesas	64
5.3.1 <i>Custo dos Produtos Vendidos e dos Serviços Prestados</i>	64
5.3.2 <i>Despesas Operacionais</i>	65
5.4 EBITDA	67
5.5 Depreciação e Amortização	67
5.6 Capex	68
5.7 ROIC	69
5.8 Impostos	70
5.9 Capital de giro	71
5.10 Perpetuidade	73
5.11 Fluxo de caixa da firma	74
5.12 Estimando o custo de capital	74
5.13 Valor justo da Arezzo&Co	76
6. CONCLUSÃO	78
7. Referências Bibliográficas	80

1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro é composto por títulos e valores mobiliários, como, por exemplo, ações e derivativos emitidos pelas empresas e regulado pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Apesar de ser um mercado relativamente novo, com mentalidade de curto prazo e altas taxas de juros, ele tem evoluído intensamente nos últimos anos. Além dos avanços na questão da regulação e no incentivo à governança corporativa, centenas de empresas abriram capital visando obter novas formas de financiamento e voltando a apresentar, como consequência, decentes taxas anuais de crescimento. No entanto, se comparada às bolsas de valores internacionais, a bolsa brasileira ainda possui muito poucas empresas de controle pulverizado. O Ibovespa - seu principal índice – frequentemente se encontra fortemente concentrado em empresas de um mesmo setor, por serem essas as mais negociadas no mercado.

A tendência de convergência das taxas de juros para patamares mais baixos e da evolução da renda familiar tem promovido uma revolução na forma do investidor brasileiro enxergar o conceito de risco. O tradicional preconceito em relação ao mercado de capitais brasileiro vem sendo substituído por uma visão mais moderna, de que este pode ser utilizado como uma importante forma de financiamento da economia e como alternativa de investimento. Apesar da predominância histórica da preferência por investimentos em títulos públicos, investidores têm buscado cada vez mais oportunidades de lucratividade em instrumentos de crédito e de renda variável, principalmente em ações de empresas com fundamentos sólidos no médio-longo prazo, aumentando assim a complexidade do mercado financeiro brasileiro.

Com a intensificação do processo de globalização dos mercados, o Brasil passou a receber cada vez mais capital estrangeiro, tornando ainda mais frequente o tema de avaliação de empresas, de tal forma que investidores passaram a buscar, por meio da avaliação de investimentos, oportunidades de negócios. Além disso, as peculiaridades existentes no mercado de capitais brasileiro criam discrepâncias entre o preço das ações das empresas e o seu valor justo, beneficiando assim os investidores que passam a ter um maior espaço para obterem lucros. Mesmo em períodos de crises econômica e política, conforme observado no Brasil recentemente pelos juros e inflação altos, queda dos investimentos e da oferta de crédito aos consumidores, aumento do desemprego e

redução da renda familiar, do consumo e do PIB, nada disso impede que investidores inteligentes consigam encontrar boas oportunidades de investimentos na bolsa de valores.

Encontrar o valor justo de uma empresa é uma tarefa bastante difícil e subjetiva, uma vez que exige a elaboração de premissas e de expectativas futuras, e varia de acordo com o ativo analisado e com o perfil de risco do comprador. Por outro lado, o “preço” é, por definição, um conceito objetivo, representado pelo ponto de interseção entre oferta e demanda por um bem ou serviço em determinado momento de tempo. Como os preços dos ativos atuam como um indicador essencial para a alocação de investimento e poupança, a convergência de preços a níveis compatíveis com os fundamentos de valor é essencial para o bom funcionamento de uma economia de mercado moderna. Essa busca constante pela conciliação entre o chamado “valor justo” e o preço de mercado está ganhando cada vez mais relevância, uma vez que representa uma potencial oportunidade de geração de lucros ou prejuízos aos compradores e vendedores do ativo em questão.

Considerando esse cenário, o objetivo principal do presente trabalho é chegar a um valor justo para a Arezzo&Co, maior empresa de calçados, bolsas e acessórios femininos do Brasil, por meio da ótica da análise fundamentalista, a qual sugere uma avaliação da empresa de acordo com os seus fundamentos, como a relação preço/lucro, o lucro líquido, o grau de endividamento, o pagamento de dividendos, etc. Para tanto, a partir das demonstrações financeiras e resultados passados da Companhia, será utilizado o método do fluxo de caixa descontado para descobrir se as suas ações estão sendo negociadas com ágio ou deságio na Bovespa.

Para atingir o objetivo proposto, primeiramente será realizada uma apresentação detalhada da Companhia, Arezzo Indústria e Comércio S/A, incluindo uma breve descrição do seu histórico, suas principais atividades e diferenciais em relação às demais empresas do setor. No segundo momento, será introduzido o setor de varejo brasileiro e analisada sua recente evolução, suas principais características e seu desempenho no atual cenário macroeconômico do país. Nos dois últimos capítulos, iremos apresentar os diferentes métodos de avaliação de empresas e demonstrar todo o processo de análise da empresa estudada, todos os cálculos e premissas desenvolvidas para chegar no seu valor justo. Por fim, apresentaremos os resultados obtidos.

2. AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S/A

2.1 Histórico da Empresa

A história da Arezzo&Co teve início no ano de 1972, na cidade de Belo Horizonte, Minas Gerais. A empresa foi fundada pela família Birman como forma de realização do seu desejo de interligar a produção brasileira à moda italiana, que estava passando por um forte processo de expansão internacional no período e exercendo grande influência nas tendências da moda mundial.

Inicialmente, a Companhia produzia apenas sapatos masculinos, mas, ao constatar uma altíssima demanda do mercado por sapatos femininos, logo redirecionou sua produção para tal segmento. Foi assim que, em 1979, com o lançamento de uma sandália Anabela revestida de juta, a marca efetivamente se consolidou no mercado brasileiro de calçados e tornou-se conhecida nacionalmente.

Nos anos 80, a empresa passou por um processo de verticalização da sua atividade devido à falta de incentivos e suporte à produção industrial em Belo Horizonte, o que possibilitou um maior controle do processo produtivo e, conseqüentemente, uma maior qualidade do seu produto final.

Na década seguinte, a marca abriu a sua primeira loja conceito (“*flagship store*”)¹ em uma das áreas comerciais de grifes mais importantes da cidade de São Paulo – a Rua Oscar Freire. A partir desse momento, a Companhia passou a investir cada vez mais na escolha e aquisição dos seus pontos de venda, na expansão da sua rede de franquias e na abertura estratégica de lojas próprias, o que possibilitou a distribuição dos seus produtos para todo território nacional.

Ainda nos anos 90, a Arezzo se voltou para as vendas no varejo e para a especialização em pesquisa e desenvolvimento (P&D) de novas tendências e modelos. Além disso, a empresa transferiu suas unidades fabris de Minas Gerais para a região

¹ Lojas criadas com o intuito de servirem como espaços experimentais, através das quais as marcas introduzem seus mais novos produtos ligados às últimas tendências da moda. Estes espaços são configurados de tal forma que visam aproximar o cliente da marca.

calçadista do Vale dos Sinos, no Rio Grande do Sul, e centralizou suas operações comerciais em São Paulo.

Em 2007, a marca Schutz - fundada pelos irmãos Birman em 1995 - foi incorporada ao grupo, trazendo importantes sinergias à gestão e complementariedade ao portfólio de marcas da Companhia, além do seu posicionamento e presença marcante no varejo nacional e internacional.

Posteriormente, em 2011, a Arezzo&Co abriu seu capital, passando a ter suas ações sendo negociadas na bolsa de valores brasileira, a BM&F BOVESPA, sob o ticker ARZZ3, e dando assim mais um passo em direção à institucionalização.

2.2 Principais Atividades da Companhia

Atualmente, a Arezzo&Co é uma sociedade anônima de capital aberto, com sede na cidade de Belo Horizonte, Minas Gerais. Ela se apresenta como a empresa líder no setor de calçados, bolsas e acessórios femininos no Brasil, comercializando mais de 10 milhões de produtos por ano. O grupo é hoje composto por cinco marcas – Arezzo, Schutz, Anacapri, Alexandre Birman e Fiever – que são extremamente reconhecidas no mercado varejista brasileiro por terem produtos que se destacam por sua qualidade, design, conforto e inovação, além de atenderem aos mais diversos públicos e ocasiões de uso.

A Arezzo Indústria e Comércio S.A., junto das suas controladas, tem como principais atividades a fabricação, o desenvolvimento, a modelagem e o comércio de calçados, bolsas, acessórios e itens de vestuário para o mercado feminino. Seus produtos são comercializados por meio de 494 franquias nacionais e internacionais, 49 lojas próprias e estão presentes em 2.190 lojas multimarcas no Brasil.

Durante seis anos consecutivos (de 2004 até 2009) e em 2011, a Arezzo&Co foi eleita a melhor franquia de calçados, vestuário e acessórios do Brasil, pelo anuário da revista “Pequenas Empresas e Grandes Negócios”. Além disso, seu modelo de franquia possui o selo de excelência da Associação Brasileira de Franchising (ABF) desde 2004, e já recebeu muitos outros prêmios de “Melhor Franquia”.

Além da Companhia em si, seus principais controladores, os membros da família Birman, também já foram premiados diversas vezes. Em 2012, Anderson Birman recebeu o prêmio de “Empreendedor do Ano” pela Revista “Isto É Dinheiro”. Em 2013,

Alexandre Birman recebeu os prêmios “Faz a Diferença” do jornal “O Globo” e “O Homem do Ano” da Revista “QG”. Em 2015, Anderson Birman foi premiado como “Empreendedor do Ano” pela ABF (Associação Brasileira de Franchising).

Desde a sua fundação, a Arezzo&Co já vendeu mais de 11,1 milhões de pares de sapatos femininos, 1,1 milhão de bolsas e 363 mil acessórios, o que foi responsável pela Companhia ter arrecadado, até o final do ano de 2015, uma receita operacional líquida consolidada de R\$1.239.110,0 milhões, um lucro líquido de R\$116,1 milhões e um EBITDA² de R\$177,1 milhões. Em comparação com o ano de 2015, a receita operacional líquida consolidada da Companhia aumentou em 10,6%, em 2016, movimento este contrário ao observado no segmento de varejo do País, principalmente no setor de tecidos, vestuários e calçados, que apresentou uma retração na receita nominal de vendas em 6,2% e uma queda no volume de vendas de 8,8%.

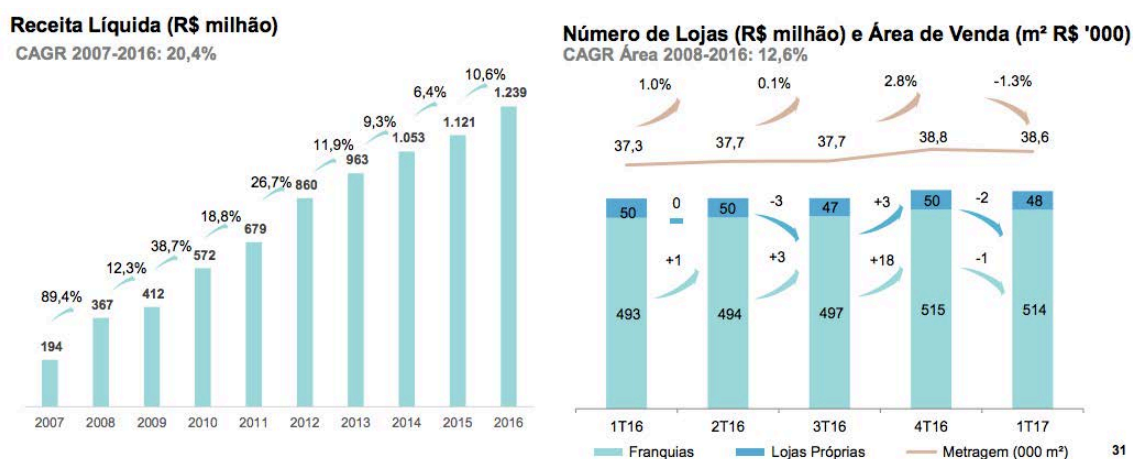


Figura 01: Receita líquida e nº de lojas da Arezzo&Co
Fonte: Apresentação Institucional Arezzo&Co (Arezzo&Co, maio 2017).

O aumento do desemprego formal, a redução no poder de compra da população e aumento da inadimplência do consumidor são alguns dos fatores que auxiliam a justificativa na diminuição significativa no volume de vendas. Ainda assim, o crescimento da receita nominal de vendas no comércio do setor se justifica devido a expansão do número de *shopping centers* no Brasil – acumulando um total de 4,5% ao ano. Com um fluxo médio de 439 milhões de visitantes mensais, os *shopping centers*

² Sigla em inglês para a expressão “Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização”. É um indicador financeiro que representa quanto uma empresa gera de recursos através das suas atividades operacionais, sem contar com os efeitos financeiros e o pagamento de impostos.

são o principal destino de consumo para a Classe A e B, visto que compreende em um único espaço uma pluralidade de produtos que atendem diversos tipos de consumidores. Além de oferecer facilidade de acesso, estacionamento e segurança, para citar alguns dos serviços associados. De acordo com a Associação Brasileira de Shopping Centers (ABRASCE), por exemplo, o faturamento atingiu R\$157,9 bilhões no período – crescendo 4,2% em 2016 em relação ao ano anterior (Arezzo&Co, 2017, p.81).

Em 43 anos de experiência, a Arezzo&Co desenvolveu uma extensa linha de produtos bastante diversificada, com foco em calçados, bolsas e acessórios femininos, que tem como prioridade satisfazer e agradar os consumidores. Seus produtos são marcados por uma alta qualidade, destacando-se por seu design, inovação e conforto, e estão associados a um estilo de vida diferenciado e desejado. Além disso, a Arezzo lança de quinze a dezoito coleções por ano, cujos produtos são gradual e semanalmente disponibilizados nos pontos de venda, o que a permite levar a seus clientes todos os últimos conceitos e novidades da moda ao longo de todo o ano (*fast fashion*).³

A Arezzo&Co possui um modelo de *sourcing* flexível⁴, no qual ela tem total autonomia para identificar e escolher o processo de fabricação mais adequado para cada um de seus produtos. Esses podem ser produzidos tanto internamente, na sua fábrica própria, localizada no Vale dos Sinos, Rio Grande do Sul (um dos maiores *clusters*⁵ calçadistas do mundo), quanto nas fábricas independentes, dentre as quais a Companhia compra produtos já acabados.

A Companhia acredita que as linhas de produtos oferecidas por suas cinco marcas se complementam, uma vez que cada uma visa atingir um público-alvo específico, conseguindo assim atender todos os nichos de mercado e oferecer produtos que podem ser demandados nas mais diversas ocasiões do dia a dia. Nos gráficos abaixo podemos observar a evolução da participação de cada uma das marcas na receita bruta total da Companhia, além da participação de cada um dos canais de comercialização dos seus produtos, comparando os últimos seis anos.

³ Conceito muito utilizado no meio empresarial para definir um padrão de produção e consumo no qual os produtos são fabricados, consumidos e descartados rapidamente. Este modelo de negócios depende da eficiência do processo de produção e distribuição, em termos de custo e tempo de comercialização dos produtos.

⁴ Metodologia de terceirização dos serviços e abastecimento de produtos, que garante às firmas um menor custo e maior eficiência no processo produtivo, além de uma melhor aplicação dos insumos adquiridos.

⁵ Grande concentração de empresas que se comunicam e colaboram entre si por possuírem características semelhantes e estarem localizadas em uma mesma região, tornando-se assim mais eficientes.

Receita Bruta por Marca – Mercado Interno (R\$ milhões)

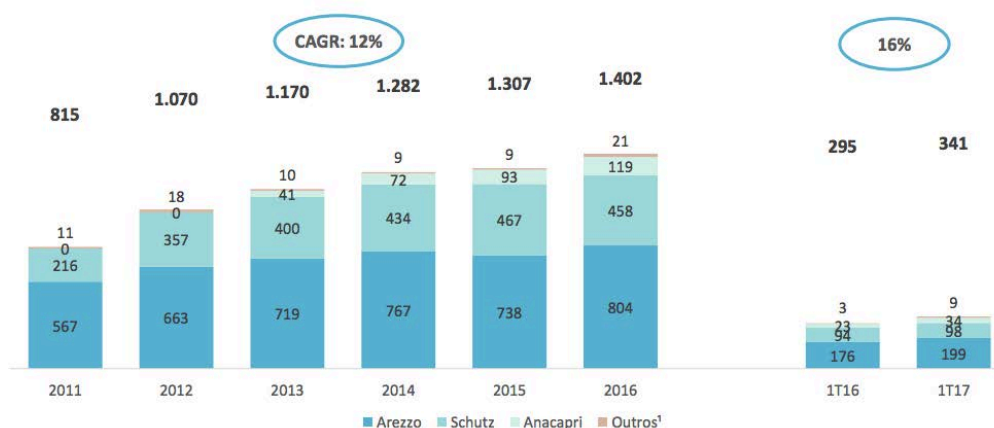


Figura 02: Receita bruta por marca
Fonte: Apresentação Institucional Arezzo&Co (Arezzo&Co, maio 2017).

Receita Bruta por Canal – Mercado Interno (R\$ milhões)

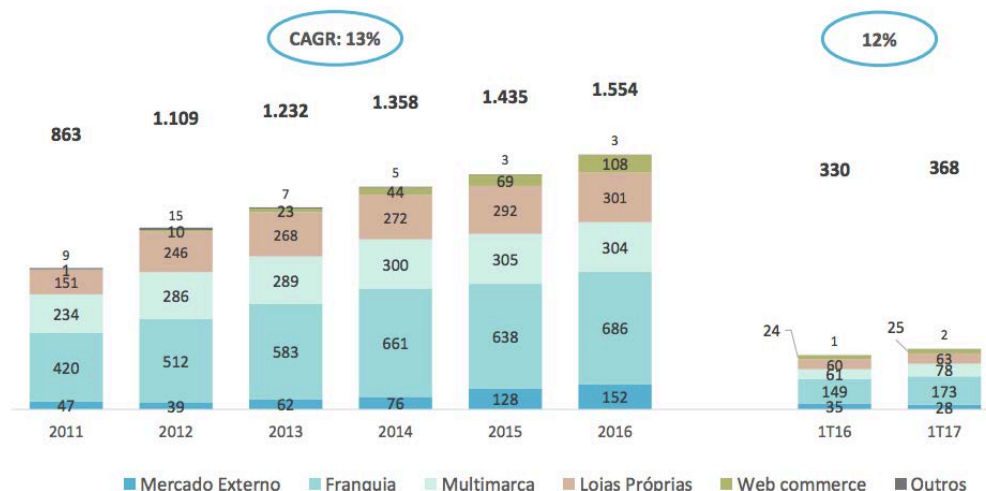


Figura 03: Receita bruta por canal
Fonte: Apresentação Institucional Arezzo&Co (Arezzo&Co, maio 2017).

Os produtos da Companhia são distribuídos por meio de franquias, lojas próprias e multimarcas, tanto no Brasil quanto no exterior (em cerca de 50 países). Considerando um período de doze meses encerrado em dezembro de 2016, 44,2% da receita bruta consolidada de vendas de mercadorias e serviços resultaram de franquias, 19,5% resultaram de vendas para clientes multimarcas, 19,4% resultaram de lojas próprias, 7,0% resultaram de vendas via, 9,8% foram advindas de exportações, e 0,2% de outras receitas do mercado interno que não são específicas dos canais de distribuição, conforme podemos observar no gráfico abaixo:

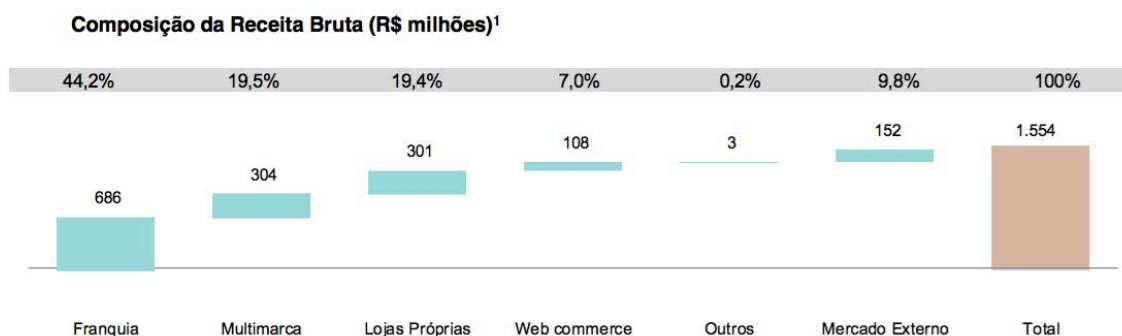


Figura 04: Composição da receita bruta
 Fonte: Apresentação Institucional Arezzo&Co (Arezzo&Co, março 2017).

A Companhia busca se adaptar a cada uma das regiões brasileiras onde seus produtos são comercializados e se preocupa em administrar todos os padrões de cada um dos seus pontos de venda, tais como: variedade de produtos, projeto arquitetônico, vitrines, disposição de produtos (*visual merchandising*), material publicitário e embalagens, visando assim proporcionar uma experiência de compra ao consumidor cada vez melhor. Além disso, a Arezzo acredita que o modelo de franquias possibilita ao consumidor uma maior acessibilidade aos produtos e permite a expansão da marca por todo território nacional de modo rápido, eficiente e rentável.

Por outro lado, as lojas próprias estão atualmente distribuídas de forma estratégica nas maiores cidades do país, como principalmente São Paulo e Rio de Janeiro. A marca Arezzo tem como estratégia a concentração das suas lojas próprias em poucas regiões do País, de modo que a Companhia possa aproveitar ao máximo as eficiências operacionais. Já a marca Schutz acredita na expansão das suas lojas próprias, inclusive das lojas conceito (*flagship stores*), como melhor estratégia, atingindo assim uma maior visibilidade da marca nas principais cidades do País. O melhor posicionamento e reforço da identificação da marca daí resultantes contribuem para sua consolidação, alavancando as vendas dos clientes multimarcas. Com maior rentabilidade, as lojas próprias auxiliam na aproximação da Companhia com os clientes finais, e permite também que a Companhia busque sempre as melhores práticas,

adquirindo um importante *know-how*⁶ de varejo. Com isso, pode oferecer o melhor serviço de suporte possível para as operações das franquias.

A distribuição de produtos por multimarcas se dá através de 2.117 lojas (até dezembro de 2016). Esse canal permite um aumento da penetração dos produtos, não apenas nas cidades grandes, mas também em cidades de médio e pequeno porte localizadas em todos os Estados brasileiros. Além disso, os produtos da Arezzo&Co são considerados produtos de margem alta nas lojas multimarcas, sendo assim utilizados para aumentar seu faturamento e atrair um fluxo maior de clientes, dado o reconhecimento das marcas. Essas lojas multimarcas também consolidam a força das marcas e aumentam suas relevâncias, por meio do preenchimento de lacunas de penetração abertas pelas franquias e lojas próprias.

2.3 As Cinco Marcas

2.3.1 Arezzo

A marca Arezzo foi fundada em 1972 pelos irmãos Anderson e Jefferson Birman e é, atualmente, uma das marcas preferidas e mais consumidas no setor de calçados femininos brasileiro. Seus produtos reúnem uma combinação de conceito, alta qualidade, um design contemporâneo e posicionamento *trendy*,⁷ qualidades estas que fazem da grife uma referência no lançamento de tendências no País. A marca lança entre quinze e dezoito coleções no ano, visando sempre a satisfação máxima do consumidor, e está presente nos editoriais de moda mais privilegiados do Brasil.

Ao longo do tempo, a marca foi desenvolvendo uma forte e extensa rede de distribuição, marcada por inúmeras franquias e presença em lojas multimarcas, o que garantiu a comercialização dos seus produtos em todo território nacional. Atualmente, a marca possui lojas próprias nos estados do Rio de Janeiro, São Paulo e Rio Grande do Sul, e vem expandindo suas vendas também para o mercado internacional, no qual já possui franquias e marca presença em lojas multimarcas.

⁶ Termo em inglês para a expressão "saber como". É um conjunto de conhecimentos práticos adquiridos por uma empresa ou um profissional que traz para si vantagens competitivas.

⁷ Termo em inglês que designa moderno e/ou estiloso.

2.3.2 Schutz

A Schutz iniciou suas atividades em agosto de 1995, com o intuito de oferecer ao público um conceito de produtos marcados por seu design, qualidade, moda e liberdade de expressão. A marca investe fortemente em pesquisas de tendências, desenvolvimento de material e tecnologia para a criação do seu portfólio, tendo assim como resultado a criação de coleções que visam refletir o espírito da mulher jovem contemporânea, induzindo o consumidor a ousar, buscar o diferente e desafiar o que é consenso.

Atualmente, os produtos da Schutz são comercializados em todos os Estados brasileiros, através de lojas próprias convencionais e de lojas conceito (as “*flagship stores*”) nos principais centros de moda fashion do Brasil. Em âmbito internacional, a marca possui duas lojas próprias, uma em Nova York e a outra em Los Angeles, além de estar presente em diversas lojas multimarcas.

2.3.3 Anacapri

Com a sua criação em novembro de 2008, a marca Anacapri recebeu o nome de uma ilha do Mar Mediterrâneo, devido ao seu objetivo principal de remeter o consumidor a um lugar simples, no qual fosse possível escapar da agitação dos grandes centros urbanos. Portanto, seus produtos são marcados por uma combinação de conforto, cores e moda acessível, criados para serem utilizados em ambientes mais casuais e pelo público “pop”.

Apesar de relativamente recente, a marca já se encontra bastante difundida no território brasileiro, sendo encontrada já em mais de quatro Estados, além de possuir lojas próprias nas cidades de São Paulo e Rio de Janeiro. Sua entrada no canal multimarcas foi marcada pela participação na tradicional Feira Couromoda de 2011, o que possibilitou ainda mais a expansão da venda de seus produtos.

2.3.4 Alexandre Birman

Recebendo o nome do criador da marca Schutz, a Alexandre Birman foi criada em 2009 com a intenção de conquistar pontos estratégicos do varejo no mundo. A grife possui uma produção artesanal e visa atingir um público marcado por mulheres

sofisticadas que buscam exclusividade, identidade e sedução. Seus produtos priorizam a qualidade, inovação e valor para todas as ocasiões, valores estes que fizeram com que a marca recebesse diversas premiações, como “Talento Revelação do Ano” e “Vivian Infantino – Talento Emergente”, sendo o primeiro brasileiro a receber um prêmio da revista Footwear News.

Além de ter sido a primeira marca brasileira a receber um prêmio da revista Footwear News⁸, a Alexandre Birman também foi a primeira a ter espaço ao lado dos maiores nomes da moda internacional. Atualmente, a grife possui três lojas próprias em São Paulo, e também pode ser encontrada em diversos pontos de venda de luxo no Brasil e no exterior.

2.3.5 Fiever

O nome faz alusão ao número 5 (*five* em inglês), por ser a quinta marca do grupo, e a palavra inglesa “*fever*”, que significa febre. A Fiever surgiu em dezembro de 2015 com o objetivo de atender ao público feminino jovem, como sendo uma marca urbana, *cool* e despretensiosa. A marca busca sempre inovar e evoluir, acompanhando o acelerado ritmo de crescimento e desenvolvimento dessa geração, e tem como ícone o tênis “*white sole*”, que traduz a essência prática, *cool* e versátil da marca.

Atualmente, a Fiever possui duas lojas próprias, que se encontram no Rio de Janeiro e em São Paulo, na Rua Oscar Freire – um dos principais centros de comércio varejista no Brasil.

⁸ Maior revista de sapatos, que traz aos seus leitores os últimos conceitos da moda da indústria de calçados.

Histórico de lojas	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17
Área de venda^{1,3} - Total (m²)	37.296	37.653	37.687	38.828	38.623
Área de venda - franquias (m ²)	31.033	31.131	31.410	32.440	32.374
Área de venda - lojas próprias ² (m ²)	6.264	6.522	6.278	6.387	6.249
Total de lojas no Brasil	536	537	537	558	555
Número de franquias	488	489	492	510	509
Arezzo	366	365	365	369	368
Schutz	52	52	55	61	61
Anacapri	70	72	72	80	80
Número de lojas próprias	48	48	45	48	46
Arezzo	15	15	15	15	15
Schutz	26	26	23	23	22
Alexandre Birman	2	2	2	3	3
Anacapri	4	4	4	4	4
Fiever	1	1	1	3	2
Total de lojas no Exterior	7	7	7	7	7
Número de franquias	5	5	5	5	5
Número de lojas próprias	2	2	2	2	2

(1) Inclui metragens das sete lojas no exterior

(2) Inclui oito lojas do tipo Outlets cuja área total é de 1952 m²

(3) Inclui metragens de lojas ampliadas

Figura 05: Histórico de lojas da Arezzo&Co

Fonte: Apresentação Institucional Arezzo&Co (Arezzo&Co, maio 2017).

2.4 Modelo de Negócios

A Arezzo&Co tem como foco a busca por antecipar o desejo de consumo da mulher brasileira e possui um Modelo de Negócios diferenciado, no qual a estrutura de suprimentos, aliada à sua equipe de pesquisa e desenvolvimento, estão preparadas para disponibilizar de 15 a 18 coleções por ano. Os produtos são disponibilizados nos pontos de venda semanalmente e de maneira gradual, possibilitando que as lojas tenham sempre novidades, o que, segundo a Companhia, estimula as visitas dos consumidores às lojas da marca.

Diferentemente das grandes empresas varejistas internacionais, no caso da Arezzo&Co todas as coleções são desenhadas internamente, o que possibilita essa constante inovação – fator este tão relevante e característico da marca. Ao mesmo tempo, o conceito de *fast fashion* altamente adotado pela Companhia, garante que as coleções estejam sempre atualizadas com as últimas tendências da moda internacional, o que confere à Arezzo uma posição de destaque no mercado, principalmente em comparação com os seus concorrentes, que não adotam as mesmas práticas.

Os modelos de recebimento e fornecimento dos produtos da Arezzo&Co são realizados por meio de um processo de *outsourcing*, no qual a Companhia utiliza fábricas próprias para uma parte do processo produtivo, e fábricas independentes para outra parte. As fábricas próprias atendem principalmente as marcas Alexandre Birman, Fiever e parte da Schutz, enquanto as independentes atendem as marcas Arezzo, Schutz e Anacapri.

Outra estratégia relevante que atua como um grande diferencial da Companhia é a proximidade de seus fornecedores e do centro de distribuição, que está estrategicamente localizado no Vale dos Sinos, no Rio Grande do Sul, um dos maiores *clusters* calçadistas do mundo.

O modelo de negócios da Arezzo&Co, que faz dela uma companhia única e com posição de grande destaque no seu setor, é baseado em 5 pilares principais:



Figura 06: Pilares principais do modelo de negócios da Arezzo&Co
Fonte: Arezzo&Co, s.d.⁹

2.4.1 P&D

A Arezzo&Co lança para seus clientes entre 15 e 18 coleções por ano. Para isso, é necessário sólido processo de pesquisa e desenvolvimento aliado a um estruturado modelo de *sourcing* e logística, que se dá em quatro etapas:

1. Pesquisa

⁹ Informações disponibilizadas no site da Companhia. Para maiores informações, ver: < <http://www.arezoco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

Esta primeira etapa do processo de pesquisa da Arezzo&Co consiste na busca pela identificação do comportamento dos consumidores e tendências da moda. Para tanto, a empresa monitora constantemente as tendências da moda dos principais centros de consumo mundial, o que possibilita a invenção e criação de inúmeros produtos pelo time interno da companhia.

2. Desenvolvimento

Durante o ano são criados cerca de 11.500 modelos, dos quais 7.245 são selecionados pela equipe de produtos da Arezzo&Co e apresentados para a equipe comercial em conjunto com os operadores. Finalmente, 5.980 modelos destes são escolhidos para serem produzidos e serem disponibilizados nas lojas. Com isso, a empresa garante levar para seus consumidores apenas aqueles produtos de maior sucesso e mais adequados à moda do momento.

3. Sourcing

A Companhia possui um modelo de *sourcing* flexível, no qual são conduzidas diversas análises e estudos para definir o processo de produção mais adequado. Os produtos da marca podem ser produzidos tanto internamente na sua fábrica própria, localizada no Vale dos Sinos, no Estado do Rio Grande do Sul, quanto por fábricas independentes, das quais a Companhia compra produtos acabados, e que são escolhidas de acordo com a especificidade do calçado a ser produzido. Os fabricantes confeccionam os itens com parte do material fornecido pela Arezzo&Co e seguindo as especificações técnicas, peça piloto e quantidades estabelecidas.



Figura 07: *Outsourcing* da Arezzo&Co
Fonte: Apresentação Institucional Arezzo&Co (Arezzo&Co, maio de 2017).

4. Entrega

A Arezzo&Co possui uma estrutura de distribuição extremamente sólida, com capacidade de movimentar dezenas de milhares de peças por dia, responsável por distribuir seus produtos de forma coordenada para todas as lojas do País. Todas as coleções são disponibilizadas ao mesmo tempo em todas as lojas do Brasil, e o ambiente das lojas é sempre atualizado para que não somente os produtos surpreendam, mas para que se proporcione uma experiência de compra única.

2.4.2 Comunicação e Marketing

A Arezzo&Co investe muito do seu tempo e dinheiro nas suas cinco marcas, criando continuamente campanhas de comunicação, uma vez que considera este um fator preponderante para posicioná-la como referência de mercado.

Sua estratégia de marketing envolve a constante presença de suas marcas na mídia especializada por meio da vinculação da marca à artistas em destaque no momento e da criação de lojas conceito instaladas estrategicamente nas principais capitais brasileiras. A criação dessas *flagship stores*, por sua vez, tem como objetivo proporcionar uma maior visibilidade para as marcas da Companhia e fomentar as vendas das outras lojas franqueadas, das lojas próprias e das multimarcas.

Desde catálogos com os novos produtos da coleção, o ambiente das lojas, os uniformes das vendedoras até as embalagens dos produtos, a Arezzo busca recorrentemente inovar e adequar cada um desses itens a cada uma de suas coleções, visando proporcionar aos seus clientes, então, a melhor experiência de compra possível.

2.4.3 Sourcing e Logística

A Arezzo&Co possui um *sourcing* que une a produção própria, realizada no parque industrial localizado na cidade de Campo Bom, no Rio Grande do Sul, com o sistema *façon*, caracterizado pela contratação de fábricas e ateliers independentes e especializados. O fornecimento de parte da matéria prima utilizada pelas fábricas independentes no processo produtivo é realizado pela Companhia, o que propicia

ganhos de escala na compra dos insumos, assim como mantém a qualidade e uniformidade dos materiais utilizados.

O modelo de *outsourcing*, por meio de fábricas e ateliers independentes, reduz a necessidade de investimento em capacidade instalada, além de contribuir para a otimização da produção, uma vez que utiliza a melhor mão de obra disponível em cada especialidade.

Após a produção, os produtos são distribuídos de forma simultânea para todas as lojas do País.

2.4.4 Distribuição Diversificada

O modelo múltiplo de distribuição utilizado pela Arezzo&Co permite a captura de valor na cadeia e amplia a capilaridade da distribuição e visibilidade das marcas.

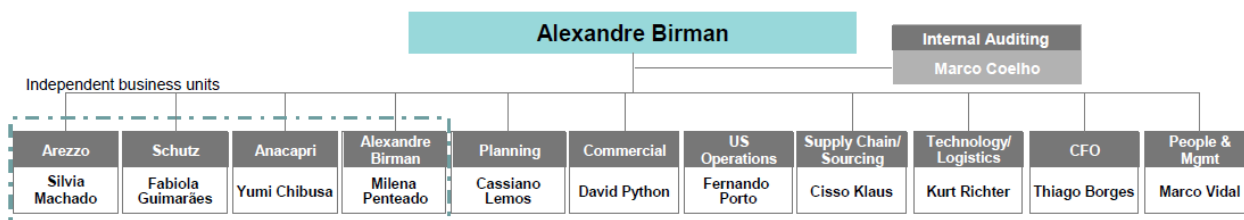
As lojas próprias da Companhia estão situadas em pontos estratégicos, o que garantem uma melhor absorção da demanda por seus produtos e visam, principalmente, o aprimoramento do conhecimento sobre o varejo. É através delas que a Companhia aumenta sua capacidade de interagir com o cliente final e desenvolve, ainda mais, os processos de varejo e gestão dos pontos de venda. Em especial, as lojas conceito são uma ferramenta muito utilizada para aumentar a visibilidade e promoção das marcas, intensificando as demais ações de marketing e propaganda do grupo.

O modelo de franquias adotado pela Arezzo&Co é extremamente bem-sucedido. Uma vez que permite uma rápida expansão das marcas de forma bem adaptada às necessidades dos lugares onde as lojas estão situadas. O canal de multimarcas, por sua vez, possui uma função complementar ao resto da estrutura, dado que possibilita uma maior capilaridade em cidades menores. As vendas para lojas multimarcas se dão em todo território brasileiro e atingem cerca de 50 países no exterior.

2.4.5 Gestão

A equipe de gestão da Arezzo&Co é composta por profissionais altamente experientes, que possuem amplo conhecimento sobre o negócio e o setor em geral. Sua cultura é fundada na ideia de meritocracia, o que leva à busca de pessoas com expertises

complementares e preza o perfil participativo, incentivando discussões e a disseminação da informação. Essa equipe de gestão é organizada da seguinte maneira:



Highly qualified management team

Name Title	Years of experience	Years at Arezzo	Name Title	Years of experience	Years at Arezzo
Alexandre Birman CEO	20	20	Thiago Borges CFO and Investor Relations Officer	16	8
Silvia Machado Arezzo	15	---	Cisso Klaus Officer – Supply Chain/Sourcing	50	13
Fabiola Guimarães Schutz	15	8	Kurt Richter Officer – CTO and Logistics Officer	35	15
Yumi Chibusa Anacapri	13	8	Marco Coelho Officer – Internal Auditing	45	35
Milena Penteadó Alexandre Birman	18	7	Cassiano Lemos Officer – Collection Planning	18	3
			David Python Officer – Commercial	13	5
			Fernando Porto Officer – US Operations	14	3
			Marco Vidal Officer – People & Mgmt	21	1

Figura 08: Equipe de gestão da Arezzo&Co
Fonte: Apresentação Institucional Arezzo&Co (Arezzo&Co, maio de 2016).

2.5 Mercado de capitais

A Arezzo é participante do Novo Mercado da BM&FBOVESPA e suas ações são negociadas sob o código ARZZ3. Seu capital social é composto por 88.836.247 ações ordinárias, nominativas, escriturais e sem valor nominal. No final de novembro de 2016, cada ação era cotada a R\$ 27,44, o que totaliza um valor de mercado da Companhia de R\$ 2,4 bilhões. Como pode ser observado no gráfico abaixo, desde a Oferta Pública realizada em 2011, as ações da empresa geraram um retorno total ao acionista de 35,82%, enquanto a carteira teórica do Ibovespa apresentou uma queda de 7,19%.

Performance ARZZ3 X IBOVESPA



Figura 09: Gráfico das ações da Companhia entre 2012 e 2016
 Fonte: Bolsa Financeira, 2017.¹⁰

2.6 Composição Acionária

O capital social da Arezzo&Co é composto por 88.836.247 ações ordinárias, nominativas, escriturais e sem valor nominal, que concedem direito de voto aos acionistas, dando à eles o poder de participação e liquidez da ação. Desse total, 46.372.521 ações pertencem aos acionistas controladores da Companhia - os Srs. Anderson Lemos Birman e Alexandre Café Birman - responsáveis por 52,0% do capital social da empresa. As demais ações em circulação são divididas entre quatro grandes grupos: a Aberdeen Asset Management possui 9,5%, os administradores da Companhia são responsáveis por 0,1% do capital social da empresa e os 38,4% restantes pertencem aos demais acionistas, como podemos ver no organograma abaixo.

¹⁰ Para maiores informações, ver: <<http://www.bolsafinanceira.com/cotacoes/resumo/ARZZ3>> Acesso em 20 jun 2017.

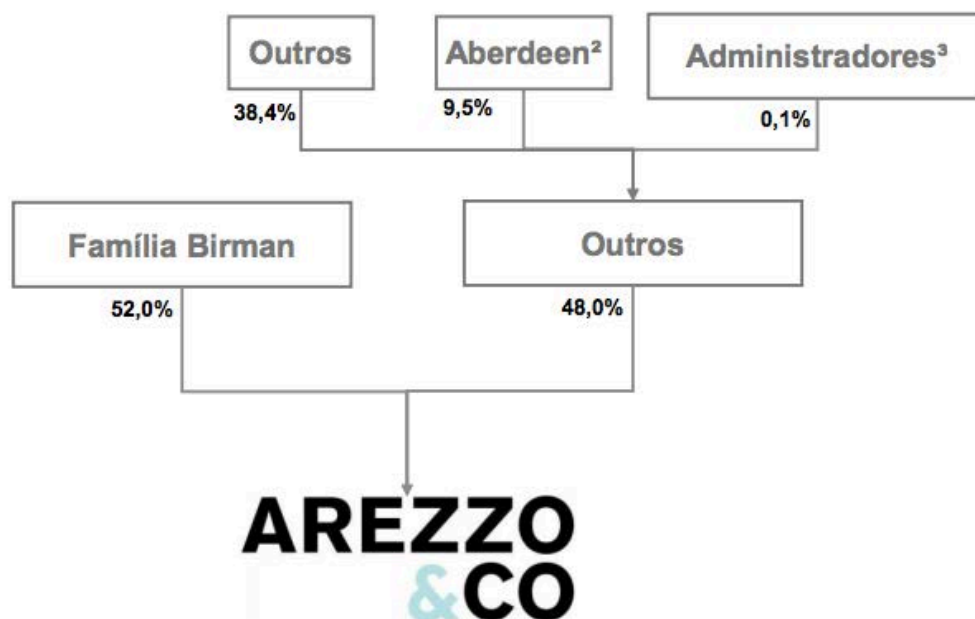


Figura 10: Discriminação do capital social da Arezzo&Co
 Fonte: Apresentação Institucional Arezzo&Co (Arezzo&Co, maio de 2017).

2.7 Governança Corporativa

A Arezzo é participante do Novo Mercado, o nível mais elevado em Governança Corporativa da BM&FBOVESPA e, por estar listada neste segmento, a Companhia está sujeita às suas determinações. Neste aspecto, as principais regras a serem seguidas são:

- (i) manter uma estrutura de capital social composta exclusivamente de ações ordinárias;
- (ii) garantir que as ações que representam 25% do capital social total em circulação sejam detidas por investidores que não sejam conselheiros, diretores ou quaisquer acionistas controladores;
- (iii) cumprir com os padrões mínimos de divulgação trimestral;
- (iv) cumprir estritamente as políticas de divulgação no que diz respeito às operações que envolvam seus valores mobiliários efetuadas por quaisquer acionistas controladores, conselheiros e diretores da Companhia;
- (v) apresentar um balanço patrimonial anual nos moldes ou conciliado ao GAAP dos Estados Unidos da América ou às Normas Intelectuais da Contabilidade;
- (vi) disponibilizar aos seus acionistas um cronograma dos eventos corporativos organizados; e
- (vii) exigir que pelo menos 20% do seu Conselho de Administração seja composto por conselheiros independentes.

Além disso, as posições de Presidente do Conselho e do Diretor Presidente (principal executivo) da Companhia são segregadas. Existe também uma Secretaria de Governança Corporativa, representada por um profissional com reporte direto ao Presidente do Conselho. A Arezzo&Co avalia anualmente o Conselho de Administração, os Comitês e seus membros, assim como o Diretor Presidente do Conselho de Administração.

A Companhia é administrada por um Conselho de Administração e por uma Diretoria com poderes conferidos pela Lei das Sociedades por Ações e de acordo com o Estatuto Social.

O Conselho Administrativo da Arezzo&Co é composto, atualmente, por sete membros, dentre os quais dois são independentes, e, além disso, o Conselho possui uma grande participação no planejamento estratégico da Companhia. O prazo do mandato dos conselheiros é de dois anos, sendo permitida a reeleição.

Nome	Cargo	Eleição	Mandato
Alessandro Giuseppe Carlucci	Presidente	AGO de 2017	AGO de 2019
José Ernesto Beni Bolonha	Vice Presidente	AGO de 2017	AGO de 2019
Paula Bellizia	Conselheiro Independente	AGO de 2017	AGO de 2019
Guilherme Affonso Ferreira	Conselheiro Independente	AGO de 2017	AGO de 2019
Alexandre Café Birman	Conselheiro Efetivo	AGO de 2017	AGO de 2019
Luiz Fernando Giorgi	Conselheiro Efetivo	AGO de 2017	AGO de 2019
Juliana Rozenbaum	Conselheiro Efetivo	AGO de 2017	AGO de 2019

Figura 11: Discriminação dos membros do Conselho Administrativo da Arezzo&Co
Fonte: Arezzo&Co, s.d.¹¹

Em contrapartida, a Diretoria Estatutária deve ser composta por, no mínimo dois e, no máximo, dez membros, podendo ser acionistas ou não, eleitos e destituíveis a qualquer momento pelo Conselho de Administração, sendo permitida a acumulação de cargos. Atualmente, a Diretoria da Arezzo&Co é composta por três membros, a saber: Alexandre Café Birman (Diretor Presidente), Daniel Levy (Vice Presidente Corporativo, CFO e Diretor de RI) e Marco Antônio Ferreira Coelho (Diretor sem designação específica).

¹¹ Informações disponibilizadas no site da Companhia. Para maiores informações, ver: < <http://www.arezoco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

A Diretoria da Companhia possui principal função a administração dos negócios sociais em geral e a prática, para tanto, de todos os atos necessários ou convenientes, tirando aqueles que cabem à Assembleia Geral ou ao Conselho de Administração. No exercício de suas funções, os Diretores poderão realizar todas as operações e praticar todos os atos de ordinária administração necessários à consecução dos objetivos de seu cargo, observadas as disposições do Estatuto Social quanto à forma de representação e à alçada para a prática de determinados atos, e a orientação geral dos negócios estabelecida pelo Conselho Administrativo.

O Conselho Fiscal, por sua vez, é de funcionamento não permanente, podendo ser formado e utilizado em qualquer exercício social, caso haja uma requisição por parte dos acionistas, nos termos da Lei das Sociedades por Ações. Até recentemente, a Arezzo não possuía nenhum conselho fiscal instalado.

Mesmo que a Companhia não possua comitês estatutários formados, o Conselho de Administração poderá formar Comitês técnicos e consultivos com objetivos e funções definidos, sendo integrados por membros dos órgãos da Administração da Companhia ou não, com o intuito de assessorá-los. Cabe ao Conselho Administrativo estabelecer as normas aplicáveis aos Comitês, incluindo regras sobre composição, prazo de gestão, remuneração e funcionamento.

Hoje em dia, a Arezzo&Co possui três comitês não estatutários instalados, são eles: o Comitê de Auditoria, Risco e Finanças, o Comitê de Pessoas e o Comitê de Estratégia, os quais todos foram criados em 2012 e possuem regulamentos internos que controlam seus comportamentos e funcionamentos.

2.8 Vantagens Competitivas

A Arezzo&Co acredita que as suas principais vantagens competitivas são:

1. Pesquisa e Desenvolvimento de coleções e modelo de suprimentos ágeis.

O setor de P&D da Companhia é preparado para produzir e disponibilizar às lojas de quinze a dezoito novas coleções por ano, cujos produtos são gradativa e semanalmente levados para os pontos de venda. Essa especificidade da Arezzo faz com que tenham sempre novidades nas lojas, estimulando assim a frequência de visitas dos consumidores (*fast fashion*). No entanto, isso só é possível pois as coleções da Arezzo são todas desenhadas internamente, reduzindo assim o ciclo de

P&D do produto, e também porque foi adotado um eficiente modelo de produção e fornecimento, no qual as coleções são divididas e determinados produtos são produzidos internamente, enquanto outros são comprados de fábricas independentes selecionadas pela Companhia, geralmente situadas próximas ao principal centro de distribuição, estrategicamente localizado no Vale dos Sinos, RS.

2. Marcas líderes e amplamente reconhecidas no setor brasileiro de calçados femininos.

Ao longo de 43 anos de presença no mercado brasileiro de moda feminino, a Arezzo&Co conquistou uma posição de forte liderança, marcada por uma grande aceitação e reconhecimento das marcas pelos mais diversos públicos e faixas etárias, obtendo como resultado a fidelização de seus clientes. As cinco marcas da Companhia - Arezzo, Schutz, Anacapri, Alexandre Birman e Fiever - seguem estratégias que visam alcançar públicos distintos e bem definidos, eliminando assim qualquer competitividade entre si.

A Companhia possui ainda equipes de comunicação e desenvolvimento internas que, juntamente aos *experts* mundiais em propaganda e publicidade, desenvolve campanhas publicitárias e determina a tecnologia utilizada, a forma de exposição dos produtos, a ambientação das lojas, entre outros fatores que contribuem para atribuir às marcas da Arezzo&Co a devida posição de liderança nos setores em que atuam.

Além disso, como parte da estratégia de fortalecimento das marcas, a Companhia participa tradicionalmente das principais feiras do setor calçadista no Brasil - a Francal e a Couromoda. Adicionalmente, a marca "Alexandre Birman" marca presença constante nas principais feiras de calçados mundiais - a Micam, que acontece na cidade de Milão, na Itália, e a FFANY (*Fashion Footwear Association of New York*), que ocorre em Nova York.

3. Presença destacada em todos os Estados do Brasil.

Dada sua política de distribuição que preza uma vasta cobertura geográfica, a Companhia encontra-se espalhada pelo território brasileiro, possuindo franquias, lojas próprias e multimarcas em todos os Estados do País, além de possuir também 5 franquias internacionais. Esta extensa cobertura nacional permite um amplo conhecimento e experiência quanto às particularidades de cada região, tais como

concorrência, preferências e características da população, o que garante um crescimento consistente em todas as regiões. Adicionalmente, todas as lojas próprias e franquias contam com o mesmo visual, facilitando o reconhecimento da marca e atraindo novos clientes.

Em conjunto, todas essas particularidades conferem à Arezzo vantagens competitivas para adaptar os produtos e lojas ao público-alvo de cada região. No mais, a Companhia acredita que sua presença nacional maximiza a rentabilidade, uma vez que assim é possível aproveitar os ciclos econômicos de cada região do País.

4. Forte geração de fluxo de caixa.

Ao longo dos anos, a Companhia tem gerado sólidos fluxos de caixa de modo recorrente, o que a permite dar suporte a um forte crescimento, com alta conversão do EBITDA (sigla em inglês para a expressão "Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortizações") em Fluxo de Caixa Livre. Ao final dos anos de 2013, 2014, 2015 e 2016, o Fluxo de Caixa Livre antes do pagamento de juros e de obrigações fiscais parceladas foi de R\$65,0 milhões, R\$110,0 milhões, R\$91,2 milhões e R\$101,7 milhões, respectivamente, e o retorno sobre o capital investido foi de 26,1%, 23,0%, 19,4% e 21,1%, proporcionado pelo modelo de negócios adotado pela Companhia marcado pelo baixo capital intensivo.

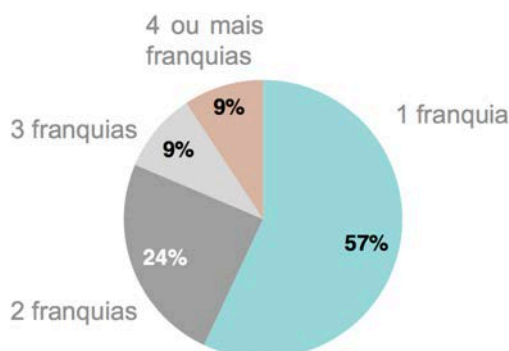
5. Eficiente modelo de gestão de franquias.

No período entre 2004 a 2009 consecutivamente, e, em 2011, a Arezzo foi premiada como a melhor franquia do setor de vestuário, calçados e acessórios do Brasil. A Companhia proporciona aos franqueados todo o suporte necessário para a comercialização dos produtos e fidelização dos clientes, além do treinamento constante de vendedores e coordenadores, com o objetivo de aprimorar suas técnicas de venda, aumentar seus conhecimentos sobre os produtos e, conseqüentemente, fazer com que as visitas às lojas sejam cada vez mais convertidas em vendas. A Companhia acredita que o modelo adotado de gestão de franquias é eficiente e permite um saudável e sólido relacionamento com os franqueados. Sua eficiência pode ser observada através do baixíssimo índice de inadimplência dos franqueados nos últimos anos, o que contribui para colocar a Arezzo&Co em uma posição de

vantagem com relação aos demais *players* do setor.

Concentração das Franquias por Operador

(Quantidade de Operadores por Quantidade de Franquias Detidas)



Notas:

1. 96% dos franqueados atuais indicaram que abririam uma franquia caso não fossem franqueados
2. Vendas anuais de R\$3,3 milhões + investimento médio inicial de R\$900 mil + capital de giro de R\$600 mil

Figura 12: Concentração por operador

Fonte: Apresentação Institucional Arezzo&Co (Arezzo&Co, maio de 2017).

6. Administração experiente.

A Administração da Companhia é composta por acionistas fundadores e por administradores profissionais, unindo um profundo conhecimento do setor varejista de calçados e acessórios femininos a uma visão empresarial clara e experiente, o que contribui para facilitar e agilizar o processo de tomada de decisões. Em média, os diretores da Arezzo&Co já estão há mais de dez anos na Companhia.

7. Tendências de mercado favoráveis.

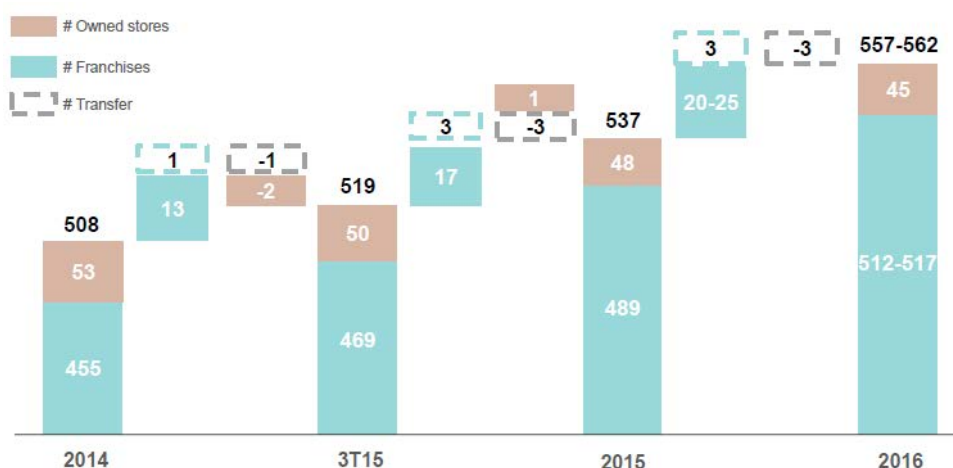
Tendo em vista o atual cenário macroeconômico brasileiro, marcado pela restrição do crédito ao consumidor, aumento do desemprego no país e aumento das taxas de juros, apesar de o setor varejista ter crescido em 2016, o segmento de vestuário, calçados e acessórios apresentou uma redução da receita nominal de 6,2% em relação ao mesmo período do ano anterior, de acordo com as pesquisas feitas pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). No entanto, a Companhia acredita que, mesmo neste cenário bastante complicado e desafiador, existe ainda

uma oportunidade de aumentar a sua participação no mercado e consolidar sua posição de liderança.

2.9 Estratégias de Crescimento

1. Continuar a expandir a base de lojas no Brasil e aumentar as vendas.

A Companhia acredita que existe espaço e oportunidades significativas de expansão da base de lojas no Brasil, por meio da abertura de novas franquias, expansão das vendas via clientes multimarcas, inauguração de lojas próprias e aumento da área de cobertura de vendas das lojas já existentes, aliada a uma contínua atualização e melhoria dos formatos das lojas. Tal estratégia tem como objetivo principal a captura de oportunidades de crescimento e o controle dos pontos de alta visibilidade, fortalecendo a consolidação e o crescimento das marcas da Companhia.



- ✓ In 2015, the Company will open 29 stores in Brazil, of which 19 are Anacapri's
- ✓ In 2016, initial guidance is 20-25 openings
- ✓ Following the multichannel strategy, in 2015/16 seven owned stores are planned to be transferred to franchisees

Figura 13: Abertura de novas lojas próprias e franquias entre 2014 e 2016.
Fonte: Apresentação Institucional Arezzo&Co (Arezzo&Co, maio de 2016).

2. Alavancar vendas por meio do investimento contínuo nas marcas.

A Companhia tem como foco e objetivo o fortalecimento das suas maiores marcas - Arezzo e Schutz - e o aumento da presença de mercado das outras marcas - Anacapri, Alexandre Birman e Fiever -, buscando intensificar suas vendas em âmbito nacional e internacional. Para tanto, a Companhia pretende investir

exponencialmente na construção e consolidação do *branding*, visando aumentar ainda mais a fidelidade dos clientes, e também, intensificar os investimentos nas suas lojas conceito (*flagship stores*) e nas demais lojas próprias, ampliando assim a visibilidade das marcas e coleções. Além disso, a Arezzo&Co manterá inalterada sua forma de tratamento e relacionamento com os franqueados, continuando a fornecer todo o suporte necessário para a padronização da rede de lojas monomarcas.

3. Aumento da produtividade e eficiência operacional.

De acordo com a Companhia, a continuidade do crescimento possibilitará um aumento em economia de escala, obtendo como resultado uma redução dos custos fixos e, conseqüentemente, uma maior produtividade e eficiência operacional. Acredita-se também que a expansão dos negócios a partir da implantação de novos pontos de venda levará a um aumento das vendas e, conseqüentemente, aumentará também a demanda pelos produtos fabricados por fornecedores, resultando em uma otimização das operações e na redução do tempo de entrega de novas coleções nos pontos de venda, devido aos ganhos de escala.

4. Ampliar a oferta de produtos.

Tendo sempre como foco a vontade de proporcionar uma experiência de compra única e diferenciada para seus clientes, a Arezzo&Co continuará a gerir seu *mix* de produtos mas pretende ampliá-lo, uma vez que acredita na existência de inúmeras oportunidades para expandir ainda mais a oferta de produtos de outras categorias, tais como bolsas, óculos e produtos de beleza, além de outros acessórios, para complementar a linha atual.

5. Avaliar oportunidades de aquisições estratégicas complementares no segmento de atuação.

A Companhia monitora constantemente o setor de varejo de calçados e acessórios femininos no Brasil e analisa oportunidades de aquisição de empresas com alto potencial de crescimento, que tenham maior foco no público feminino, boas métricas operacionais, sinergias com a operação atual, e que possam contribuir simultaneamente para o crescimento dos resultados e para a complementariedade do negócio.

3. O SETOR DE VAREJO

3.1 Varejo: Conceitos e Definições

Este capítulo se destina a analisar o setor de varejo. Para tanto, é interessante elucidar a concepção desse setor aplicada neste presente trabalho. Varejo é o termo utilizado para designar o conjunto de todas as atividades de venda de bens ou serviços de uma economia destinadas diretamente aos consumidores finais. O comércio de varejo se realiza, de forma geral, em pequenas quantidades, diferentemente da venda por atacado, que ocorre em larga escala. Esses produtos e serviços podem ser vendidos em lojas, nas ruas ou até na própria residência dos consumidores, e pode ocorrer por meio da venda pessoal, por telefone, pelo correio ou por máquinas de venda.

3.2 Aspectos do Varejo Brasileiro

O setor de varejo de calçados brasileiro possui um aspecto notoriamente competitivo devido a diversos motivos, destacam-se: a grande variedade de mercadorias e novos concorrentes, o número de lojas, propagandas, preços e descontos, qualidade dos produtos, experiência de compra, localização das lojas, reputação e disponibilidade de crédito para os consumidores, qualidade e eficiência de atendimento na venda e pós-venda, dentre outros. Além disso, as barreiras de entrada a esse mercado são relativamente baixas, o que leva a uma crescente importação de mercadorias de fabricantes estrangeiros que competem acirradamente com os fornecedores brasileiros, mesmo sendo estes protegidos por tarifas *antidumping*¹².

No âmbito internacional, o Brasil é um dos países mais importantes do setor calçadista, ocupando a oitava posição no ranking dos maiores exportadores mundiais de calçados e o terceiro lugar no ranking dos países com maior produção em 2014, com mais de 998 milhões de pares fabricados. Dos produtores internacionais, seu maior concorrente é a China, que compete acirradamente com os produtos brasileiros devido ao seu baixíssimo custo de produção. Tendo em vista essa competição externa, o governo brasileiro impôs tarifas antidumping, além das tarifas de 30% já existentes para

¹² Tarifas específicas impostas aos produtos importados com o objetivo de proteger o comércio interno.

produtos importados, com o intuito de proteger a indústria manufatureira brasileira de calçados contra uma eventual importação em massa de calçados de outros países.

No entanto, essa competição tem um impacto maior nas indústrias com processos produtivos longos e pouco fragmentados, enquanto o segmento industrial com processo de produção mais curto e com rápida distribuição de produtos (como é o caso da Arezzo&Co) é raramente afetado pela competição externa, visto que o ciclo de venda dos produtos é menor e os produtos importados demoram mais tempo para chegar ao país (PwC, 2016). Tendo em vista que toda a produção da Companhia é destinada ao abastecimento de suas franquias, lojas próprias e multimarcas, ela acaba ainda por se beneficiar com essa maior competição no setor, na medida em que 91% dos calçados vendidos a seus canais de distribuição são produzidos por fornecedores independentes.

Essa competitividade, caracterizada pela disputa pelo consumidor que, por sua vez, gradativamente mais exigente e informado, passa a apresentar diferentes perfis e hábitos, levando, então, as empresas a multiplicarem suas estratégias e a redefinirem o tipo de loja e de serviço oferecido. Essas, por sua vez, ampliam suas atividades tradicionais ou passam a se dedicar a nichos específicos de mercado como forma de adaptação a essa crescente variedade de consumidores. Assim, não há um formato ideal de varejo a ser adotado, de forma que a busca pela eficiência no negócio escolhido e a definição de opções estratégicas consistentes passam a ser o foco dos varejistas.

Essa concorrência característica do mercado varejista de calçados brasileiro é, no entanto, fragmentada regionalmente, e a Companhia acredita apresentar uma proposta diferenciada, por oferecer calçados dos mais diversos estilos, desde casuais até pares de luxo, além de outros acessórios, para mulheres em uma faixa etária bastante abrangente, dos 20 aos 50 anos. Dentre as principais concorrentes da Arezzo, com as quais são disputados clientes e pontos para instalação de lojas, encontram-se as seguintes marcas de calçados e acessórios femininos: Dumond, Capodarte, Corello, Carmen Steffens, My Shoes e Santa Lolla.

O segmento de lojas especializadas em calçados femininos no Brasil é caracterizado por uma ampla presença de competidores nacionais, dado que as grandes marcas internacionais encontram barreiras para se instalar no país, em virtude das particularidades de cada região, que afetam a logística de produção, e dos elevados impostos incidentes sobre os produtos estrangeiros. Assim, este mercado de varejo é composto, predominantemente, por empresas familiares de pequeno e médio porte, além de outras pequenas empresas e lojas varejistas locais que, de maneira geral, carecem de

escala, fornecedores e eficiência operacional. Ainda, fazem parte deste mesmo setor os atacadistas, hipermercados, as lojas de departamento e as lojas especializadas, entre outros participantes.

Já na produção de calçados em geral, encontra-se uma grande variedade de empresas, tanto em termos de faturamento, como de especialização e participação no mercado, o que resulta em uma forte heterogeneidade produtiva. Essa grande variedade é muito relevante para o padrão de concorrência da indústria de calçados, uma vez que possibilita a segmentação de mercado, marcada pela atuação de empresas de diversos portes, e estimula o surgimento de empresas voltadas para etapas específicas do processo produtivo, que se tornam fornecedoras de parte da produção.

Ainda, além de competitivo, o setor de varejo no Brasil possui também um caráter sazonal de vendas, dado que estas são extremamente afetadas por datas comemorativas, tais como o Natal no fim do ano, e pelo número de lançamentos de novas coleções, que geralmente acontece também no segundo semestre – momento marcado por níveis mais elevados de vendas. O mercado varejista de calçados brasileiro é também afetado por mudanças nas condições climáticas: períodos prolongados de altas temperaturas durante o inverno ou mais frias durante a coleção de verão podem levar a um aumento indesejado dos estoques e, conseqüentemente, a um impacto negativo nos resultados financeiros das Companhias. Ainda, uma eventual instabilidade climática pode aumentar o preço de algumas matérias-primas, o que prejudica as empresas já que elas podem não ser capazes de repassar esse aumento de preços para os consumidores finais de seus produtos (PwC, 2016).

Por fim, o setor de varejo é extremamente suscetível à política econômica, de forma que o volume de vendas responde rapidamente às mudanças na conjuntura macroeconômica e nos indicadores de renda da população, além da disponibilidade de crédito aos consumidores. Períodos de retração econômica marcados por uma situação política instável, uma elevação dos juros e da inflação, um crédito mais caro e escasso, e uma queda dos investimentos, levam ao desânimo dos consumidores quanto a prosperidade do país, o que por sua vez tem como consequência uma diminuição do poder de compra e da confiança da população, levando a uma retração do consumo das famílias e afetando, assim, diretamente as vendas do setor de varejo.

Apesar dessas dificuldades encaradas pelo varejo brasileiro, de maneira geral, observa-se que este setor é responsável por integrar diversas funções clássicas de operação comercial, como a procura e seleção de produtos, aquisição, distribuição,

comercialização e entrega, sendo assim um dos maiores geradores de renda e empregos no país. Ainda que essa mão de obra seja historicamente menos qualificada do que a empregada no setor industrial e de possuir uma alta rotatividade, essas características vêm mudando com o emprego de tecnologias que substituem o trabalhador e exigem uma melhor qualificação dos empregados.

3.3 O Varejo e o Cenário Macroeconômico Brasileiro

O Brasil está, no presente, passando por um período de forte retração econômica, o que implica um impacto direto em diversos setores da economia, entre eles o de varejo e bens de consumo. Esse cenário econômico adverso tem como consequências o desânimo dos consumidores com relação à prosperidade do país e um adiamento dos planos de investimento das empresas (PwC, 2016).

Nos dois últimos anos, o país registrou a pior crise já vista na economia brasileira, segundo especialistas. Este período de recessão foi marcado por um PIB (Produto Interno Bruto)¹³ decadente e que, somente agora no primeiro trimestre de 2017, está começando a apresentar sinais de recuperação. Esse trágico resultado teve forte influência do contínuo recuo do consumo das famílias, que representa cerca de 60% desse indicador, causado pela alta dos juros, a restrição de crédito e a queda da renda dos indivíduos, e da retração dos investimentos, devido à queda da produção interna e da importação de bens de capital. Não somente, o recuo no último ano dos três setores que entram no cálculo do PIB - agropecuária (-6,6%), indústria (-3,8%) e o setor de serviços (-2,7%) - também contribuiu negativamente para o indicador, que só não teve um resultado pior graças à contribuição positiva do setor externo na economia, com o aumento das exportações de bens e serviços.

Tradicionalmente, o setor varejista brasileiro tem se mostrado extremamente suscetível a períodos de desaquecimento econômico, uma vez que estes momentos de retração na economia são geralmente marcados por uma forte redução dos gastos dos consumidores. O sucesso do setor de varejo está diretamente relacionado à fatores que afetam a renda dos consumidores e a economia como um todo, como a taxa de juros, inflação, tributação, a disponibilidade de crédito aos consumidores, o nível de confiança

¹³ O PIB é a soma de todos os bens e serviços produzidos no país e serve para medir a evolução da economia.

dos investidores com relação às condições econômicas futuras, os níveis de emprego e os salários. Desta forma, situações econômicas desfavoráveis levam à redução da renda disponível da população, o que reduz o seu poder de compra e, como consequência, afeta negativamente as vendas, o resultado operacional e a situação financeira das empresas.

No caso específico brasileiro, o Governo Federal exerce influência significativa sobre a economia do país, dado que as suas medidas tomadas para controlar a inflação e o câmbio, além de outras políticas e normas, implicam variações nas taxas de juros, nos preços de mercado, nas políticas fiscais, no câmbio, entre outros fatores que podem causar um efeito adverso relevante nas atividades das empresas.

De maneira recorrente em sua história, o Brasil registrou altíssimas taxas de inflação, o que teve como consequência um clima de incerteza econômica e um aumento da volatilidade do mercado brasileiro de valores mobiliários. Além disso, um aumento da inflação pode levar também a um aumento significativo dos custos e despesas operacionais das Companhias, uma vez que os seus fornecedores geralmente aumentam preços para refletir a depreciação da moeda, e também de suas dívidas que estão atreladas a inflação, caso as mesmas não sejam capazes de repassar todo ou parte desse acréscimo aos seus clientes. No entanto, frente a esse processo inflacionário crônico característico da economia brasileira, as empresas e lojistas adotaram uma postura mais ofensiva, marcada pela prévia e constante remarcação de preços, ao invés de aumentarem a competição com base em estratégias de redução de custos e preços.

Ainda a delimitação de um cenário atual extremamente negativo, conforme discorrido acima, as expectativas para os próximos anos são menos pessimistas, visto que muitos desses erros estão sendo corrigidos, como, por exemplo, a redução do endividamento das empresas e famílias, bem como o retorno do equilíbrio fiscal. Em uma visão mais de longo prazo, o país se mantém promissor com um grande potencial de investimento, tanto para estrangeiros como locais, dado seu amplo mercado interno, sua população composta em grande maioria por jovens e propensa ao consumo, além de uma rede varejista com vasta cobertura geográfica.

3.4 Tendências do Setor Varejista no Brasil

O comércio varejista brasileiro fechou o ano de 2016 com o pior resultado da série histórica da Pesquisa Mensal de Comércio (PMC): houve uma retração de 6% nas vendas do varejo, uma queda de 3,2% no PIB e uma inflação de 6,8%, para além do número de desempregados que já se encontra em mais de 12 milhões de pessoas. Esse cenário econômico negativo intensificou o nível de exigência dos consumidores, que passaram a adotar novos comportamentos de consumo. As principais tendências do setor de varejo brasileiro para o ano de 2017 estão relacionadas diretamente ao constante avanço da tecnologia e à necessidade de adaptação das empresas à uma nova realidade.

Em primeiro lugar, o *Omnichannel*, que consiste na convergência de todos os canais de venda utilizados por uma empresa, isto é, a integração de lojas físicas, virtuais e o comprador, de forma a explorar todas as possibilidades de interação, é uma tendência de evolução do conceito de multicanal, pois tem como foco principal a experiência de compra do consumidor. Deve-se observar que as vendas por meio de lojas físicas continuam fortes, mas, porém, há uma tendência de expansão dos meios de comércio online, dado que a combinação de *smartphones* e ferramentas sociais faz cada vez mais parte do cotidiano da população e do seu processo de consumo - desde o despertar do desejo de produtos e serviços até a busca de informações e a tomada de decisão de compra. No entanto, a grande barreira à extensa implementação do *Omnichannel* não é a tecnologia, que está cada vez mais acessível, mas sim a mentalidade estratégica das empresas e organizações brasileiras, que ainda aparentam ser bastante resistentes às mudanças.

Uma outra característica relevante do setor de varejo atual e que está sendo cada vez mais explorada é o foco na experiência de compra do consumidor. A geração Y, composta por indivíduos nascidos entre 1980 e 2000, conhecidos como *millennials*, é vista como a geração da experiência. Isso significa que estes valorizam mais a experiência de compra e a felicidade do que a própria posse de produtos. Outra nomenclatura atribuída a esses indivíduos é “Nativos digitais”, que mostra como essa geração pensa, age e o que valoriza na relação com as marcas, bem como o oposto, que são os “Imigrantes digitais”, que possuem a necessidade de adaptação e precisam “movimentar-se” para este novo mundo. Desta maneira, as empresas de varejo devem passar a se preocupar mais com toda a experiência de compra do cliente, de forma que esta tenha uma forte conexão emocional, do que em entregar apenas produtos.

De maneira geral, a evolução da tecnologia, cada vez mais disponível para empresas e consumidores, tem provocado grandes transformações no meio dos negócios e na sociedade como um todo. A Realidade Virtual, como é conhecida a tecnologia que permite que os indivíduos sintam-se em outros lugares ou vivenciem experiências que, de fato, eles não estão ou que não existem, e que estão sendo criadas a partir de um computador, e a Realidade Aumentada, tecnologia que permite que o mundo virtual seja misturado ao mundo real, são exemplos de novas tecnologias que estão se tornando cada vez mais acessíveis, tanto às empresas como aos consumidores, e que estão transformando o processo de compra dos indivíduos.

A Era Digital traz diversas oportunidades e desafios para as empresas, visto que o contato direto com o cliente obriga o setor a se modernizar e se reinventar constantemente. Revoluções como as descritas acima, junto do uso de sensores, câmeras e *wi-fi* para apoiar nas métricas de varejo, estão aumentando a velocidade de acesso à informação e das respostas que os consumidores esperam das marcas com quem interagem. Dessa forma, torna-se cada vez mais necessário que as empresas acompanhem essas mudanças e estejam preparadas para enfrentar essas transformações, com o objetivo de acelerar processos, aumentar a produtividade e melhorar a experiência de compra do consumidor, que por sua vez é colocado cada vez mais como o centro da estratégia de vendas do varejo.

3.5 Avaliação de Empresas no Setor de Varejo

Considerando a premissa que o mercado de varejo não pratica um preço padronizado, ou seja, visto que seu produto não é uma *commodity*, existe uma certa incerteza com relação aos preços praticados pelo mercado de maneira geral. Esses preços são principalmente influenciados pelos seguinte fatores:

- **Risco de crédito:** por ser um país em desenvolvimento e com baixa renda per capita, a grande maioria da população brasileira depende fortemente da concessão de crédito para adquirir seus bens materiais e de consumo, de tal forma que o consumo brasileiro está diretamente ligado à disponibilidade de crédito para a população. As leis vigentes do país possuem um caráter protecionista do consumidor, o que significa que, mesmo com a existência de

órgãos responsáveis pelo bloqueio de crédito para consumidores devedores, estes ainda conseguem adquirir crédito junto a outros estabelecimentos comerciais, o que acaba por gerar um mercado consumidor com mau histórico de pagamento.

- **Taxa de juros doméstica:** ainda que a taxa de juros brasileira esteja em um processo de queda, considerando que há um ano atrás ela estava 14,25% e atualmente está em 10,25%, ela ainda é consideravelmente alta quando comparada a níveis internacionais. Uma taxa de juros alta afeta diretamente os investimentos das empresas e o consumo das famílias, tendo em vista que a Selic é referência para aplicações e empréstimos, isto é, quanto maior a taxa de juros, mais caro fica para obter financiamento e, com isso, há uma queda dos investimentos na economia como um todo e do consumo. Outra consequência da alta do juro é o aumento da inadimplência, o que prejudica ainda mais o comércio.
- **Taxa de Câmbio:** uma taxa de câmbio elevada significa uma desvalorização do real com relação ao dólar, o que significa que as empresas fornecedoras das empresas varejistas preferam exportar suas mercadorias a vendê-las no mercado interno. Isso acontece pois os exportadores conseguem oferecer preços mais competitivos no exterior, já que os dólares recebidos viram mais reais, e assim, conseguem aumentar seus lucros. Uma taxa de câmbio alta também torna a importação de produtos estrangeiros mais cara e dificulta a entrada de concorrentes de outros países na base da cadeia de fornecedores, o que beneficia os produtores locais e prejudica os consumidores.
- **Aumento de renda no Brasil:** a renda da população brasileira passou por um processo de expansão nos últimos anos, mas, apesar desse avanço, o país ainda possui um nível de desigualdade muito elevado quando comparado com outros países no mesmo estágio de desenvolvimento, o que indica que ainda há margens para expansão de renda, o que resultaria em um consumo maior.

- **Distribuição de renda:** uma das principais características da economia brasileira é a má distribuição de renda, o que impacta negativamente o comércio do país, dado que, no setor de varejo, quanto maior a distribuição de renda, mais os consumidores gastam e assim, maior o volume de vendas.

4. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

4.1 O que é Valuation?

Por definição, “*valuation*” é um termo proveniente da língua inglesa (recorrentemente utilizado por analistas, investidores e gestores de recursos) para designar “análise de empresas”. Em outras palavras, *valuation* caracteriza o processo por meio do qual se estima o valor de uma empresa a partir de modelos quantitativos, determinando, assim, o seu preço justo e o retorno de um investimento em suas ações.

Esse processo demanda um vasto conhecimento de mercado e, especialmente, daquele setor específico no qual a empresa está inserida. Além disso, ele também envolve certa subjetividade no julgamento do analista ao definir as premissas que serão utilizadas em seu modelo e selecionar fontes de dados, o que faz com que os resultados sejam variáveis e reflitam puramente uma percepção de mercado. Por não existir exatidão nos cálculos, é a sensibilidade do analista para entender as forças internas e externas da empresa que levará a obtenção de uma projeção justa de crescimento futuro e de um valor intrínseco para a empresa.

Essa comparação entre o preço atual de mercado das ações da empresa e o valor obtido no processo de *valuation* servirá de suporte à tomada de decisão em relação a realização de um investimento.

Diante disto, este capítulo se destina a fundamentar essa metodologia considerando o estudo de caso definido previamente: a Companhia Arezzo&Co.

4.2 Métodos de Avaliação de Empresas

Os métodos de avaliação servem para fornecer uma estimativa de valor para uma empresa. No entanto, conforme dito anteriormente, em *valuation* não existe necessariamente um juízo específico de certo ou errado, pois não há um modelo de análise considerado melhor ou pior. A escolha do método que será utilizado para obter um valor justo para a empresa varia de acordo com o cenário e depende do propósito da

avaliação, das características da empresa e da confiabilidade das informações disponíveis (Copeland et al, 2000; Pignataro, 2013).

Adicionalmente, a análise de uma empresa é realizada com base em uma série de variáveis, não apenas relacionadas à situação atual da companhia, mas principalmente informações de comportamento passado, tanto da própria empresa como também de suas ações. Dessa forma, cabe a cada analista interpretar esses dados da sua própria maneira, com o objetivo de determinar qual será o futuro da companhia e o valor de suas ações (Póvoa, 2012).

O principal objetivo de toda e qualquer empresa não beneficente é obter lucro, que reflete na geração de caixa para os seus acionistas. Assim, o valor justo de uma empresa é a sua capacidade de geração de retorno futuro, trazida a valor presente por uma taxa de desconto (Copeland et al, 2000; Pignataro, 2013). Este valor é calculado, normalmente, por meio do método de fluxo de caixa descontado, que será o foco do presente capítulo.

4.3 Avaliação Intrínseca X Avaliação Relativa

Existem duas metodologias de avaliação de empresas: a avaliação intrínseca e a relativa. Na primeira abordagem, o valor de um ativo é definido com base no seu fluxo de caixa esperado e no grau de incerteza a ele associado: quanto menor o risco, maior vida útil e mais estável for o fluxo de caixa do ativo, maior será o seu valor. Já na segunda abordagem (avaliação relativa), o preço de um ativo está atrelado ao preço de mercado de ativos de empresas semelhantes.

É de extrema relevância sabermos diferenciar essas duas abordagens para análise de uma companhia, para assim decidirmos qual será o método mais adequado na avaliação do investimento. Por um lado, a avaliação intrínseca oferece uma visão mais ampla dos fatores determinantes do valor de uma empresa, enquanto por outro lado, a avaliação relativa proporciona estimativas mais realistas do seu valor de mercado.

4.4 Escola Técnica X Escola Fundamentalista

Existem duas “escolas” básicas de análise de empresas no mercado financeiro: a escola técnica, ou gráfica, que é mais utilizada em análises de curto prazo, e a escola fundamentalista, mais utilizada em análises de médio e longo prazo. Ambas correntes têm como objetivo principal tentar prever o comportamento dos preços das ações e identificar oportunidades de investimento.

Conforme o próprio nome já diz, a análise fundamentalista tem como foco os fundamentos macro e microeconômicos das empresas. A partir do estudo destas características financeiras, como a perspectiva de crescimento e o perfil de risco da companhia, o analista projeta o fluxo de caixa futuro e o traz a valor presente, com o objetivo de encontrar o preço justo de sua ação. Qualquer desvio do seu valor verdadeiro significa que as ações da empresa estão sub ou sobrevalorizadas. Se o valor de mercado desta ação estiver abaixo do seu preço justo, significa que vale a pena comprá-la, mas se o valor de mercado estiver acima do preço justo, devem-se vender estas ações. Esta escola assume que as informações disponíveis no mercado são assimétricas e, portanto, os preços não refletem o “valor justo” dos ativos, uma vez que estas informações são recebidas pelos agentes de mercado em diferentes momentos e interpretadas de maneira diferente por cada um de acordo com a sua percepção de risco. Enquanto que na escola de análise técnica, os preços dos ativos refletem todos os dados existentes sobre a empresa em um dado período de tempo e são determinados a partir do estudo das suas variações históricas. Essa tendência de seguir um padrão, repetindo comportamentos passados, possibilita a previsão de seus movimentos futuros. O analista técnico quer ganhar quando uma empresa sobe e vender antes que ela caia, de forma a se aproveitar de oscilações diárias para maximizar ganhos no curto prazo. Assim, não é necessário um vasto conhecimento de mercado, do segmento no qual a empresa está inserida ou da conjuntura econômica. O mais importante é saber analisar os gráficos que buscam sugerir padrões de comportamento dos preços de ativos voláteis e de difícil previsão. Por ter um caráter mais amplo, a análise técnica pode ser utilizada não somente no mercado de ações, mas para todo e qualquer ativo financeiro que tiver uma série histórica de dados.

4.5 Análises *top down* e *bottom-up*

Existem dois tipos de abordagem dentro da análise fundamentalista: a *top down* (de cima para baixo) e *bottom-up* (de baixo para cima). Ambas as metodologias são utilizadas para realização de previsões financeiras. Todavia, a principal diferença entre elas é a ordenação da importância dos fatos que geram ou destroem valor das empresas.

A análise *top-down* parte do princípio de que o valor de uma ação é determinado pelos fatores macroeconômicos que influenciam diretamente o desempenho da companhia, como inflação, juros, valorização ou desvalorização da moeda, risco político, entre outros. Nessa visão, as decisões de compra e venda de ativos financeiros são tomadas primeiramente a partir de um conjunto de informações mais amplo, antes de qualquer projeção mais detalhada. Por outro lado, a análise *bottom-up* utiliza todas as informações disponíveis da empresa para calcular seu valor justo dentro de um modelo determinado.

É importante ressaltar que estas duas abordagens não são opostas nem excludentes, uma vez que as variáveis *top-down* são fundamentais na mensuração do valor justo de qualquer empresa e alimentam os modelos *bottom-up*. A grande diferença está no tempo de reação.

Diante do exposto, este trabalho irá abordar o tema *valuation* a partir de uma análise fundamentalista, no qual as duas vertentes – *top-down* e *bottom-up* – estão extremamente relacionadas, de forma que os fatores macroeconômicos serão fundamentais para alimentar os modelos de precificação, principalmente em uma economia tão imprevisível e instável como a brasileira.

4.6 Demonstrativos Financeiros

4.6.1 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

A DRE é uma demonstração contábil que resume todas as informações de uma empresa em um dado período de tempo. A formação desse resultado se dá através da definição de todas as receitas, despesas, custos e impostos da empresa, o que possibilita determinar seu resultado líquido, isto é, se a mesma teve lucro ou prejuízo resultante da operação naquele período. Tradicionalmente, as empresas de capital aberto divulgam esses resultados ao fim de cada trimestre e ao fim do ano contábil ou fiscal.

Segue, em seguida, a estrutura simplificada de um DRE:

= RECEITA OPERACIONAL BRUTA

Vendas de Produtos
Vendas de Mercadorias
Prestação de Serviços

(-) DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA

Devoluções de Vendas
Abatimentos
Impostos e Contribuições Incidentes sobre Vendas

= RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA**(-) CUSTOS DAS VENDAS**

Custo dos Produtos Vendidos
Custo das Mercadorias Vendidas
Custo dos Serviços Prestados

= RESULTADO OPERACIONAL BRUTO**(-) DESPESAS OPERACIONAIS**

Despesas Com Vendas
Despesas Administrativas

(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS

Despesas Financeiras
(-) Receitas Financeiras
Variações Monetárias e Cambiais Passivas
(-) Variações Monetárias e Cambiais Ativas

OUTRAS RECEITAS E DESPESAS

Resultado da Equivalência Patrimonial
Venda de Bens e Direitos do Ativo Não Circulante
(-) Custo da Venda de Bens e Direitos do Ativo Não Circulante

**= RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO IMPOSTO DE RENDA E DA
CONTRIBUIÇÃO SOCIAL SOBRE O LUCRO**

(-) Provisão para Imposto de Renda e Contribuição Social Sobre o Lucro

= LUCRO LÍQUIDO ANTES DAS PARTICIPAÇÕES

(-) Debêntures, Empregados, Participações de Administradores, Partes Beneficiárias, Fundos de Assistência e Previdência para Empregados

(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO¹⁴

4.6.2 Balanço Patrimonial (BP)

O Balanço Patrimonial é uma das principais demonstrações contábeis de toda e qualquer empresa, uma vez que contém praticamente todas as suas informações relevantes, e tem como principal objetivo apresentar a situação econômica e financeira de uma entidade, quantitativa e qualitativamente, em uma determinada data. O patrimônio de uma empresa é dividido em duas partes: ativos (bens e direitos) e passivos (exigibilidades, ou seja, o que ela tem a pagar). Além desses dois elementos, o BP também fornece o patrimônio líquido da companhia, que é calculado pela diferença entre o total de ativos e o total de passivos, e representa o valor pertencente aos acionistas.

Segue abaixo a estrutura simplificada de um Balanço Patrimonial:

BALANÇO PATRIMONIAL (Lei 6404/76)	
ATIVO	PASSIVO
<p>Ativo Circulante (As disponibilidades, os direitos realizáveis no curso do exercício social subsequente e as aplicações de recursos em despesas do exercício seguinte - liquidez imediata e curto prazo)</p>	<p>Passivo Circulante (Obrigações que vencem no curso do exercício seguinte)</p>
<p>Não circulante</p>	<p>Passivo não circulante</p>

¹⁴ Modelo extraído de: PORTAL DE CONTABILIDADE. Demonstração do Resultado. **Portal de Contabilidade website, s.d. Disponível em:** <<http://www.portaldecontabilidade.com.br/guia/demonstracaodoresultado.htm>> Acesso em: 20 jun. 2017.

<p>Realizável a longo prazo (Direitos realizáveis após o término do exercício seguinte)</p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ Investimentos ◦ Imobilizado ◦ Intangível <p>Total de Ativo</p>	<p>Exigível a longo prazo (Obrigações que vencem após curso do exercício seguinte)</p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ Obrigação a fornecedores ◦ Obrigações financeiras ◦ Outras obrigações <p>Patrimônio Líquido</p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ Capital Social ◦ Reservas ◦ Lucro ou prejuízos acumulados <p>Total de Passivo</p>
--	---

Figura 14: Estrutura simplificada de um balanço patrimonial
Fonte: Geocities, 2017.

A principal diferença entre os demonstrativos apresentados acima é o período ao qual cada um se refere. Por um lado, o DRE apresenta informações referentes a um período de tempo, enquanto que, por outro lado, o BP fornece informações apenas de uma data específica.

4.7 O Método do Fluxo de Caixa Descontado

O método do Fluxo de Caixa Descontado é o mais utilizado atualmente pelos agentes de mercado para avaliar empresas. Seu principal objetivo é encontrar o valor de uma empresa a partir da sua capacidade de geração de riqueza. Esse modelo parte do pressuposto de que o valor de um negócio é uma função dos benefícios futuros que ele irá produzir. Através deste modelo é possível trazer a valor presente o fluxo de caixa futuro de uma empresa, mediante a uma taxa de desconto que reflete o risco associado ao investimento. Assim, quanto mais arriscada for a empresa, maior será a taxa de desconto e vice-versa. Essa taxa de desconto é chamada de custo médio ponderado de capital ou WACC (do inglês, *weighted average cost of capital*).

A fórmula que permite calcular o valor da empresa pelo FCD (Damodaran, 2007) é a seguinte:

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

- r é a taxa de desconto
 CF_t é o fluxo de caixa
 n é o período de vida do ativo

No modelo do Fluxo de Caixa Descontado é necessário estimar o fluxo de caixa futuro da empresa e calcular uma taxa de desconto apropriada que incorpore o custo de oportunidade e todos os riscos associados ao negócio. Desta forma, segundo Damodaran (2012), um dos maiores especialistas no tema de valoração de empresas, essa metodologia é mais facilmente utilizada no caso de empresas que tenham fluxos de caixa positivos e estáveis, que sejam confiáveis para prever seu comportamento em períodos posteriores, e onde exista um substituto para risco que possa ser utilizado para obtenção da taxa de desconto.

Os fatores descritos acima são de extrema importância para que se chegue a valores coerentes para os fluxos de caixa futuros e para que o risco seja projetado com confiabilidade, a fim de encontrar uma taxa de desconto apropriada. Logo, esse método de análise não é recomendado para empresas que estejam passando por dificuldades financeiras, dado que o seu futuro é incerto, isto é, não se sabe se ela voltará a crescer, se manterá estável ou se irá à falência, ou para empresas cíclicas, cujo sucesso depende de uma situação econômica favorável, dado que o futuro de um país é difícil de ser previsto.

Outro fator relevante na avaliação através do método do Fluxo de Caixa Descontado é a quantidade de anos que poderão ser projetados, de forma que os fluxos de caixa futuros da empresa sejam previstos de forma realista. Esse período de projeção varia de acordo com a natureza do negócio e com o grau de previsibilidade das variáveis relevantes. No entanto, a maioria dos analistas utiliza um período de 5 a 7 anos em suas projeções. Após o fim do período de projeção, os próximos fluxos serão quantificados por meio do valor de perpetuidade, ou valor terminal, isto é, o valor estimado com base no fluxo de caixa livre do último período de projeção ajustado pela expectativa de

crescimento futuro. Geralmente a perpetuidade tem uma grande importância na avaliação das empresas.

Existem dois métodos diferentes de fluxo de caixa descontado que podem ser utilizados para valorar uma empresa. O primeiro é o fluxo de caixa do acionista (FCFE), que visa avaliar o caixa gerado pelos recursos aplicados apenas pelos investidores da empresa. O segundo é o fluxo de caixa da firma ou fluxo de caixa livre (FCFF), que leva em consideração o caixa da firma como um todo, isso é, tanto o capital gerado por recursos próprios dos acionistas como o capital de terceiros.

Apesar de os dois modelos possuírem o mesmo objetivo final, eles utilizarão diferentes taxas de desconto e, conseqüentemente, possuirão diferentes cálculos dos fluxos de caixa. Essa diferenciação ocorre uma vez que as empresas contemplam diversos agentes que esperam diferentes formas de remuneração para o seu capital: juros, no caso dos credores, e dividendos no caso dos detentores de ações.

4.7.1 O Fluxo de Caixa do Acionista (FCFE)

O Fluxo de Caixa do Acionista calcula o caixa que sobra para os donos e sócios da empresa após a dedução de todos os gastos e despesas. Esse montante restante dos lucros gerados pela empresa após o pagamento de juros aos credores é o quanto está de fato disponível para ser distribuído aos acionistas. Nesse caso, a taxa de desconto utilizada é a taxa de remuneração do capital próprio (K_e), que representa as expectativas de retorno dos cotistas da empresa dados todos os riscos incorridos pela firma. Esse valor tende a ser mais alto do que a taxa de remuneração do capital de terceiros, uma vez que o investimento de capital próprio está atrelado a riscos muito maiores.

O método do Fluxo de Caixa do Acionista (Damodaran, 2007) pode ser representado da seguinte forma:

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Equity}_t}{(1+K_e)^t}$$

Onde:

K_e é o custo do capital próprio

CF to equity_t é a expectativa de fluxo de caixa para o acionista no período t

n é o período de vida do ativo

Abaixo, podemos observar um cálculo mais detalhado do fluxo de caixa dos acionistas:

Receitas
(-) Despesas operacionais
(=) Lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA ¹⁵)
(-) Depreciação e Amortização
(=) Lucro antes do pagamento de juros e impostos (EBIT ¹⁶)
(-) Impostos
(=) Lucro Líquido
(+ Depreciação e Amortização
(-) Desembolsos de Capital
(-) Variação do Capital de Giro
(=) Fluxo de Caixa do Acionista (FCA) ou Free Cashflow to Equity (FCFE) ¹⁷

4.7.2 O Fluxo de Caixa da Empresa (FCFF)

O fluxo de caixa da empresa, ou fluxo de caixa livre, é o saldo de caixa disponível após serem feitos todos os pagamentos obrigatórios da empresa. Esse montante é utilizado para recompensar todos os credores da empresa, incluindo acionistas, bancos, debenturistas e qualquer outro meio de financiamento financeiro que a empresa possua. Enquanto o FCFF é calculado antes do pagamento das dívidas da companhia, o FCFE leva em consideração os empréstimos e o pagamento de juros. Assim, o fluxo de caixa da firma é o caixa remanescente após o abatimento dos custos operacionais e dos investimentos realizados. Nesse caso, a taxa de desconto utilizada é o

¹⁵ A sigla EBITDA significa em inglês “*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*”, o que pode ser traduzido para o português como “Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização” (LAJIDA).

¹⁶ A sigla EBIT em inglês é “*Earnings before interest and taxes*”, o que pode ser traduzido para o português como “Lucro antes de Juros e Impostos”.

¹⁷ Para maiores informações, ver: WIKIPEDIA. Fluxo de Caixa do Acionista. **Wikipedia**, s.d. Disponível em: <https://pt.wikipedia.org/wiki/Fluxo_de_Caixa_do_Acionista> Acesso em: 20 jun. 2017.

WACC, que é uma média ponderada entre o custo de capital próprio (K_e) e o custo de capital de terceiros (K_d).

O modelo do fluxo de caixa da empresa (Damodaran, 2007) pode ser representado pela seguinte fórmula:

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Firm}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Onde:

WACC é o custo de capital ponderado da companhia
 CF to firm_t é o fluxo de caixa esperado para a companhia no período t
 n é o período de vida do ativo

Podemos observar um cálculo mais detalhado do FCFE no esquema abaixo:

Receitas
 (-) Despesas operacionais
 (-) Custo de vendas
 (=) Lucro antes do pagamento de juros e impostos (EBIT) (1- alíquota fiscal)
 (+) Depreciação e Amortização
 (=) EBITDA
 (-) Desembolsos de Capital / Investimentos
 (+) Gastos de Capital (Capex)
 (-) Ganhos de Capital
 (=) Fluxo de Caixa Livre (FCL) ou Fluxo de Caixa da Empresa (FCE)¹⁸

4.8 O Cálculo do WACC

Conforme visto anteriormente, para avaliar uma empresa, os fluxos de caixa livres e o valor da perpetuidade deverão ser atualizados em função de uma taxa de desconto que revele os riscos e o custo de oportunidade de investir naquela empresa. Porém, como o capital empregado em uma empresa geralmente não é originado de uma

¹⁸ Para maiores informações, ver: WIKIPEDIA. Cálculo de Fluxo de Caixa Livre. **Wikipedia**, s.d. Disponível em: <https://pt.wikipedia.org/wiki/Fluxo_de_caixa_livre> Acesso em: 20 jun. 2017.

fonte única, é necessário encontrar uma taxa que reflita o custo médio do capital e sua participação na empresa. Essa taxa é conhecida como WACC (*weighted average cost of capital*), que representa uma média ponderada do custo do capital próprio (K_e) e de terceiros (K_d), com base na participação de cada uma dessas formas de financiamento na empresa. Este indicador é utilizado como taxa de desconto no modelo do fluxo de caixa descontado para a firma, que por sua vez é extremamente indicado para empresas que pensam em alterar a sua estrutura de capital no futuro, uma vez que o WACC leva em consideração o peso de cada forma de financiamento.

Segundo Damodaran (2007), a melhor forma de encontrar o WACC é a seguinte:

$$WACC = K_e * \left(\frac{E}{(D+E)} \right) + K_d * \left(\frac{D}{(D+E)} \right) * (1 - t)$$

Onde:

K_e	é o custo do capital próprio
K_d	é o custo do capital de terceiros
E	é o valor de mercado da empresa
D	é o valor de mercado da dívida
$E/(D+E)$	é o capital próprio em relação ao capital total da companhia
$D/(D+E)$	é o capital de terceiros em relação ao capital total da companhia
t	é imposto

Além dos dividendos, outra forma das empresas distribuírem seus lucros para os seus acionistas é através do pagamento de Juros Sobre Capital Próprio (JCP). Essa metodologia é benéfica para a empresa pois, diferentemente do dividendo, nesse caso o investidor paga imposto de renda sobre o montante recebido, e acaba isentando a empresa do pagamento de impostos, uma vez que ele é contabilizado como uma despesa da firma. Dessa forma, esse benefício deve ser refletido no WACC, o que podemos observar na seguinte fórmula:

$$WACC = (K_e - T_{JLP} (T_{pj} - T_a)) * \left(\frac{E}{(D+E)} \right) + K_d * \left(\frac{D}{(D+E)} \right) * (1 - T_{pj})$$

4.9 O Método de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)

O Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (mais conhecido como CAPM - do inglês *Capital Asset Pricing Model*) tem como principal objetivo determinar a taxa de retorno para um ativo apropriado em relação a uma carteira de outros ativos perfeitamente diversificada. Essa taxa mede o retorno mínimo esperado por um investidor dado o risco de investir na empresa. Assim, para que um investidor esteja disposto a investir em um ativo arriscado, ele deve receber um retorno mínimo acima do oferecido por um ativo livre de risco (Póvoa, 2012). Quanto maior o risco, maior o retorno exigido.

Este modelo considera que todo ativo de mercado é afetado por duas formas de risco: o risco diversificável e o não diversificável (também conhecido como sistêmico ou risco de mercado). O risco diversificável de uma carteira está relacionado ao risco que um único investimento proporciona a um conjunto de ativos, seja em respeito a um mercado, ao país ou a própria empresa. Este risco é causado por fatores internos da própria empresa, que podem acabar por comprometer e prejudicar o rendimento de suas ações. Por outro lado, o risco não diversificável está relacionado a um risco que afeta o mercado como um todo como resultado de fatores conjunturais, como uma crise ou uma recessão, por exemplo.

No início da década de 60, William Sharpe¹⁹ provou matematicamente o modelo CAPM e o interpretou como sendo um medidor da sensibilidade de um ativo em relação ao risco de mercado, que é normalmente representado por um índice, como o Ibovespa (Póvoa, 2012). Essa sensibilidade passou a ser medida pelo coeficiente Beta (β), que foi representado por Damodaran (2012) da seguinte forma:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}_{im}}{\sigma_m^2}$$

Onde:

β_i é o índice Beta de ação;

i é o retorno da ação;

m é o retorno de mercado;

¹⁹ William Forsyth Sharpe é um economista americano que, além de professor e dono de diversos prêmios, também foi um dos criadores do modelo CAPM de precificação de ativos.

Cov_{im} é a covariância entre i e m ;
 σ_m^2 é a variância do retorno do índice do mercado

Por meio da fórmula acima, pode-se observar que o Beta de uma empresa é o resultado da covariância da variação dos preços das ações de uma empresa com a variação do mercado, dividido pela variância do mercado. Isso significa que este indicador estabelece a relação entre as oscilações do preço das ações de uma empresa e as variações do mercado como um todo. Desta forma, um beta positivo significa que o retorno do ativo acompanha as variações de mercado, enquanto, por outro lado, um beta negativo indica que a ação se move no sentido contrário da variação do mercado.

Ao longo de sua trajetória, Damodaran (2012) ressaltou algumas observações importantes em relação ao beta das diferentes empresas:

1. Quanto mais alavancada, tanto operacionalmente quanto financeiramente, for uma empresa, maior será o seu β . O caso da alavancagem operacional indica que a relação entre os custos fixos e os custos variáveis de uma companhia estão altos, enquanto a alta alavancagem financeira indica que a empresa está muito endividada em relação ao seu capital próprio.
2. Empresas que possuem suas vendas cíclicas, agrupadas em uma certa época do ano, ou que variam muito de acordo com variações na economia possuem β s mais altos do que os outros tipos de empresa (Damodaran, 2012).

Com base nas afirmações acima e na definição do coeficiente β , o modelo CAPM foi definido com base na seguinte equação:

$$\bar{K}_e = R_f + \beta_i + (\bar{R}_m - R_f)$$

Onde:

\bar{K}_e é o retorno esperado da Bolsa de Valores
 R_f é a taxa livre de risco
 $(\bar{R}_m - R_f)$ é o risco do mercado no qual a companhia está inserida

4.10 Os Modelos de Avaliação por Múltiplos

O método de avaliação de empresas por múltiplos tem como principal objetivo encontrar o valor de uma empresa a partir da sua comparação com empresas semelhantes e de seus múltiplos, ou seja, valores padronizados de ativos que servem como referências de mercado. Essa similaridade entre as duas empresas pode ter origem nas mais diversas fontes, como por exemplo o ramo de atuação das companhias, a precificação de ativos comparáveis realizada pelas duas empresas, entre outras.

É importante ressaltar que as duas empresas não podem ser comparadas através de seus valores de mercado, uma vez que seus valores se encontram em métricas diferentes e, portanto, devem ser convertidos através dos múltiplos para que se tornem comparáveis. Também é importante ressaltar que na avaliação por múltiplos deve-se levar em consideração as especificidades de cada empresa, para então poder isolar o que de fato está sendo avaliado.

Essa metodologia de análise não tem a intenção de chegar a um valor exato para uma empresa. No entanto, a sua maior vantagem é que funciona como uma forma rápida e fácil de, por meio de comparações, indicar se uma empresa está supervalorizada ou sobrevalorizada, sem a necessidade de modelos e cálculos complicados para encontrar uma solução. Além disso, este método faz uso de dados reais, e não de projeções, e leva em conta todos os ativos operacionais do negócio.

Devido à necessidade de poucas informações, o método da avaliação por múltiplos pode ser considerado incompleto se comparado aos demais modelos de análise de empresas. Todavia, ele é geralmente utilizado no caso de empresas que já estão consolidadas no mercado, e que possuem uma expectativa de crescimento semelhante à dos seus concorrentes. Na falta de empresas comparáveis, deve haver um contexto em que possam ser feitos ajustes que permitam a paridade ao realizar a comparação.

4.11 O Valor Patrimonial (Book Value) e o Valor de Mercado

O Book Value de uma empresa é o valor de todos os seus ativos somados e, assim, é o valor pelo qual os pertences da empresa são carregados no seu balanço patrimonial. Este valor é obtido através da subtração do custo de aquisição de ativos

pela sua depreciação acumulada. Dado que o valor patrimonial de uma companhia não leva em consideração o futuro da mesma, apenas a sua situação atual, este método não é considerado uma boa forma de avaliação de empresas e, portanto, é geralmente utilizado por pessoas com pouca experiência no mercado financeiro. Além disso, esta metodologia também não leva em consideração diversas variáveis relevantes na determinação o valor justo de uma companhia.

O Valor de Mercado, por sua vez, é obtido a partir da multiplicação do total de ações comercializadas de uma empresa pelo preço em que estas ações estão sendo vendidas em um determinado momento. O problema é que o preço de mercado de uma ação não reflete o seu verdadeiro valor, mas sim a percepção dos investidores acerca da empresa naquele determinado momento, podendo estar sobre ou subvalorizando esta firma, de forma que não faz sentido atribuir um valor a uma certa empresa com base nesta metodologia de avaliação.

5. VALUATION DA AREZZO&CO

5.1 Projeções Macroeconômicas

No Brasil, a principal fonte de projeções de indicadores é o relatório Focus, que é divulgado semanalmente pelo Banco Central do Brasil e abrange todas as projeções do final do ano corrente e do ano seguinte. Assim, utilizaremos as projeções do último relatório, junto das notícias de jornal mais recentes relacionadas às expectativas de mercado, como projeções macroeconômicas de 2017 e 2018 para o modelo da empresa Arezzo&Co. Com relação às medidas de inflação para 2019 em diante, foi assumido um IPCA constante de 4,3% e um IGP-M de 4,5%, que acompanham as projeções do Banco Central. Por fim, com relação à taxa de juros, foi estabelecida uma Selic fixa de 8,5% para todos os próximos cinco anos, seguindo assim as promessas do governo de redução dos juros, conforme podemos observar na tabela abaixo:

Projeções Macroeconômicas	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inflação							
IPCA	10,7%	6,3%	3,8%	4,5%	4,3%	4,3%	4,3%
IGP-M	10,5%	6,8%	1,3%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Taxa de Juros							
Selic – final de período	14,15%	13,65%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%

Figura 15: Projeções macroeconômicas em relação à inflação e taxa de juros
Fonte: IBGE, Banco Central do Brasil, Autor.²⁰

5.2 Receita

A receita de uma empresa é a renda obtida através da venda de mercadorias, produtos ou da prestação de serviços em um determinado período de tempo. Esta é a primeira variável a ser estimada ao avaliar uma empresa que atua no segmento de varejo

²⁰ Projeção elaborada pela autora. Para maiores informações, ver: < <https://www.bcb.gov.br>> e < <http://www.ibge.gov.br>> Acesso em: 20 jun. 2017.

de vestuário e calçados.

A principal fonte de receita da Arezzo&Co é a venda de mercadorias, com foco na venda de sapatos, bolsas e outros acessórios da marca. Essa venda é apenas contabilizada quando os produtos são vendidos aos consumidores finais nas lojas próprias, ou quando são vendidos aos franqueados e às lojas multimarcas. A Companhia fornece uma sugestão de preços dos produtos aos canais de distribuição, de forma que as lojas próprias obtenham margens brutas sobre a venda de produtos aos consumidores finais maiores do que as margens brutas sobre a venda aos franqueados e lojistas multimarcas.

No modelo de franquias do grupo Arezzo&Co, o franqueado paga à Companhia um valor composto por: (i) custo da mercadoria; (ii) royalties, que envolvem a prestação de serviços aos franqueados, como por exemplo treinamentos, consultas especializadas e assistência na montagem e layout das lojas; e (iii) contribuição para o fundo de propaganda, que tem como objetivo principal investir na marca. De forma geral, o preço dos produtos da Arezzo nas lojas é cerca de 2 ou 3 vezes maior do que o preço que o franqueado paga à Companhia pela soma de mercadoria, serviços e despesas de propaganda.

A receita de uma empresa é dividida em receita bruta e receita líquida. A receita bruta corresponde ao produto da venda de bens e serviços, ou seja, é a receita total oriunda das atividades principais da organização. No caso da Arezzo, essa atividade é a venda de sapatos, bolsas e acessórios femininos. Já a receita líquida é resultado da receita bruta com deduções, como devoluções de vendas, descontos comerciais e impostos incidentes sobre vendas.

No ano de 2016, a receita líquida da Companhia atingiu R\$ 1.239,1 milhões, o que representa um crescimento de 10,6% em relação a 2015. Este resultado pode ser explicado principalmente por três fatores: (i) crescimento de 57,2% do canal *web commerce*, com destaque para a marca Arezzo; (ii) aumento de 7,5% no canal de Franquias, com destaque para as marcas Anacapri e Arezzo, como resultado da estratégia da empresa voltada para o *sell-out*²¹, com mix de produtos assertivos, maior participação dos pedidos de reposição e melhor giro dos produtos; e (iii) aumento de 19,3% das vendas no mercado externo.

²¹ *Sell-out* é uma estratégia de vendas na qual o foco é o cliente final, que é quem deve ver as vantagens e o diferencial do produto ou serviço quando for consumi-lo.

As premissas para a estimativa das receitas com vendas foram baseadas nos preços médios e na quantidade de pares de sapatos vendidos por ano por marca, dado que esta é a principal fonte de receita da Companhia.

No. de Pares Vendidos	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Arezzo	3.995,24	4.337,57	4.554,44	4.782,17	5.021,28	5.272,34	5.535,96
% variação	-2,5%	8,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Schutz	1.665,15	1.677,58	1.690,09	1.702,70	1.715,41	1.728,21	1.741,10
% variação	12,1%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Anacapri	877,27	1.160,91	1.536,25	2.032,94	2.690,23	3.560,02	4.711,03
% variação	32,4%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%
Alexandre Birman	31,35	45,21	65,18	93,99	135,52	195,39	281,73
% variação	96,7%	44,2%	44,2%	44,2%	44,2%	44,2%	44,2%
Fiever		0,51	0,58	0,70	0,91	1,28	1,79
% variação			15,0%	20,0%	30,0%	40,0%	40,0%

Figura 16: Número de pares vendidos por marca.

Fonte: Arezzo&Co, Autor.²²

Preço Médio por Marca (Par)	2017	2018	2019	2020	2021
Arezzo	R\$190,00	R\$198,55	R\$206,99	R\$215,79	R\$224,96
Schutz	R\$330,00	R\$344,85	R\$359,51	R\$374,79	R\$390,71
Anacapri	R\$110,00	R\$114,95	R\$119,84	R\$124,93	R\$130,24
Alexandre Birman	R\$960,00	R\$1.003,20	R\$1.045,84	R\$1.090,28	R\$1.136,62
Fiever	R\$248,00	R\$259,16	R\$270,17	R\$281,66	R\$293,63

Figura 17: Preço médio por marca

Fonte: Autor.²³

²² Projeção elaborada a partir das folhas de referência de 2016 e 2017 e das Demonstrações Financeiras da Companhia. Para maiores informações, ver: <<http://www.arezco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

²³ Projeção elaborada a partir das folhas de referência de 2016 e 2017 e das Demonstrações Financeiras da Companhia. Para maiores informações, ver: <<http://www.arezco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Receita Bruta Total	1.357.996	1.434.658	1.554.147	1.654.784	1.864.832	2.120.403	2.443.542	2.859.921
% variação	10,2%	5,6%	8,3%	6,5%	12,7%	13,7%	15,2%	17,0%
Mercado Externo	76.195	127.562	152.139	161.991	182.553	207.571	239.204	279.964
% variação	23,6%	67,4%	19,3%	6,5%	12,7%	13,7%	15,2%	17,0%
% Receita	5,6%	8,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Mercado Interno	1.281.801	1.307.096	1.402.008	1.492.794	1.682.280	1.912.832	2.204.338	2.579.957
% variação	9,5%	2,0%	7,3%	6,5%	12,7%	13,7%	15,2%	17,0%
% Receita	94,4%	91,1%	90,2%	90,2%	90,2%	90,2%	90,2%	90,2%
Por marca	1.281.801	1.307.096	1.402.008	1.492.794	1.682.280	1.912.832	2.204.338	2.579.957
Arezzo	766.782	737.549	803.779	855.827	964.460	1.096.637	1.263.759	1.479.104
% Receita	59,8%	56,4%	57,3%	57,3%	57,3%	57,3%	57,3%	57,3%
Schutz	434.063	467.119	457.648	487.283	549.135	624.393	719.547	842.158
% Receita	33,9%	35,7%	32,6%	32,6%	32,6%	32,6%	32,6%	32,6%
Anacapri	71.748	93.177	119.357	127.086	143.217	162.845	187.662	219.639
% Receita	5,6%	7,1%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Outras marcas[†]	9.208	9.251	21.224	22.598	25.467	28.957	33.370	39.056
% Receita	0,7%	0,7%	1,5%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%
(-) Imposto sobre as Vendas	305.087,00	314.101,00	315.037,00	335.436,91	378.015,17	429.821,17	495.323,93	579.726,93
% Receita	22,5%	21,9%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%
Receita Líquida da Venda de Bens e Serviços	1.052.909	1.120.557	1.239.110	1.319.347	1.486.817	1.690.581	1.948.218	2.280.194
% variação	9,34%	6,42%	10,58%	6,48%	12,69%	13,70%	15,24%	17,04%

Figura 18: Receitas bruta e líquida.

Fonte: Arezzo&Co, Autor.²⁴

5.3 Custos e Despesas

5.3.1 Custo dos Produtos Vendidos e dos Serviços Prestados

O custo dos produtos vendidos e dos serviços prestados corresponde basicamente aos custos diretamente relacionados a produção, como a mão de obra e as matérias primas (principalmente o couro) utilizadas na fabricação dos produtos da Arezzo&Co. Esse custo de produção é refletido no preço das mercadorias vendidas pela empresa em uma política chamada *cost-plus*²⁵.

Outro aspecto fundamental da estrutura de custos da Arezzo&Co é que toda a aquisição de insumos utilizados na produção, tanto internamente como pelos produtores

²⁴ Projeção elaborada pela própria autora do presente trabalho a partir das folhas de referência de 2016 e 2017 e das Demonstrações Financeiras passadas da Companhia. Para maiores informações, ver: <<http://www.arezzoco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

²⁵ *Cost-plus* é uma política de preços que consiste na adição de uma margem de lucro padrão pré-definida (*mark-up*) sobre os custos do produto.

independentes, é negociada pela própria companhia diretamente com os fornecedores, garantindo custos mais baixos.

O modelo de negócios da Arezzo tem como aspecto fundamental a integração entre diversas equipes: P&D (pesquisa e desenvolvimento), comercial e de produção. Desta forma, a empresa garante a obtenção de um mark-up²⁶ global de 3,7 para o negócio.

Ao subtrairmos o custo das mercadorias vendidas da receita líquida, obtemos o lucro bruto. No ano de 2016, o lucro bruto da Companhia somou R\$549,3 milhões, com uma margem bruta de 44,3% e crescimento em relação ao ano anterior de 15,4%. A margem bruta é obtida através da divisão do lucro bruto pela receita líquida do mesmo período. Os principais fatores responsáveis por esse resultado foram: (i) efeito do mix dos canais de venda do mercado interno, marcado pela maior participação do *web-commerce*, que tem margem superior à média da Companhia; e (ii) o aumento de 131 pontos percentuais na margem bruta devido à obtenção de benefício fiscal, através da operacionalização do novo centro de distribuição no Espírito Santo, que teve início em março de 2016. É importante observar que a Companhia procura manter uma certa estabilidade de margem bruta por canal de distribuição, permitindo variações nos canais de lojas próprias, *Web Commerce* e exportação.

5.3.2 Despesas Operacionais

As despesas operacionais de uma empresa são todos aqueles gastos necessários para mantê-la em funcionamento. No caso da Arezzo, essas despesas são divididas em:

Despesas Comerciais: as despesas comerciais englobam dois outros grandes grupos: o primeiro é composto pelas Despesas com Loja Própria, que são aquelas relacionadas com o *sell-out*²⁷ das lojas próprias, isto é, com a venda dos produtos ao consumidor final, como a ocupação das lojas, aluguel, salários e comissão sobre as vendas. O segundo grupo compreende as Despesas com Vendas, Logística e Suprimentos, que, diferentemente do primeiro grupo, estão relacionadas principalmente com o *sell-in*²⁸, que é o processo de venda de produtos do fabricante para um canal indireto (distribuidor

²⁶ *Mark-up* é a diferença entre o custo de produção e o preço do produto vendido no mercado. Este termo é muito utilizado para indicar o quanto o preço do produto está acima do custo necessário para produzi-lo.

²⁷ *Sell-out* é o processo de venda pelo canal indireto (distribuidor e revendedor) para o cliente final.

²⁸ *Sell-in* é o processo de venda do fabricante para o canal indireto destinado a estoque.

ou revendedor). Como esse comprador intermediário precisa entender muito bem todas as características do produto, como a embalagem, preço, manuseio, entre outros, são tipos de despesas comuns nessa categoria as despesas com logística e suprimento, os salários da equipe comercial de *sell-in* e a comissão de vendas para representantes independentes.

Em 2016 a empresa apresentou um aumento de 22,2% nas despesas comerciais em comparação com o ano anterior, acumulando um total de R\$284,3 milhões no ano. A maior parte dessas despesas está relacionada às despesas de vendas, logística e suprimentos, que representam R\$161,9 milhões do total (crescimento de 28,5% em relação ao ano anterior), enquanto que os outros R\$122,4 milhões foram gastos com lojas próprias e *web commerce*²⁹.

Despesas Gerais e Administrativas (incluindo P&D): são os custos direcionados à administração da Companhia, aos salários e encargos dos funcionários, assim como o desenvolvimento de produtos e amostras.

As despesas gerais e administrativas da Arezzo&Co somaram R\$85,4 milhões no ano de 2016, o que representou um aumento de 13,4% ante 2015. Esse resultado foi impactado principalmente pelo aumento de R\$3,6 milhões nas despesas da operação nos Estados Unidos.

Outras Despesas/Receitas Operacionais: As Companhias, de forma geral, podem gerar receita através de operações que não são resultado da sua atividade principal. Como essa receita é taxada, ela deve ser incluída na declaração de renda e, consequentemente, no DRE da empresa. Nesta categoria também podem entrar outras despesas que não estão incluídas nas despesas operacionais. No caso da Arezzo&Co este grupo compreende principalmente despesas como: reembolso com logística reversa, recuperação de despesas, taxa de franquia e eventuais reversões de provisões de contingências fiscais.

A Arezzo&Co procura sempre minimizar as suas despesas operacionais e adequá-las à evolução das suas vendas. No entanto, em 2016 essas despesas foram pressionadas por três principais fatores: (i) perdas com renegociações de dívidas; (ii) operação-piloto nos EUA; e (iii) reoneração da folha.

²⁹ “Comércio eletrônico”, isto é, a comercialização de qualquer tipo de bem através de plataformas ou dispositivos eletrônicos. Atualmente, o meio de compras e vendas online mais comum é a internet.

5.4 EBITDA

A sigla EBITDA, que significa em inglês “*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*”, pode ser traduzida para o português como “Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização” (LAJIDA). Essa variável é uma medida de geração operacional de caixa e pode ser obtida no DRE de uma empresa através da seguinte fórmula: $EBITDA = Receita Líquida - Custo de produtos vendidos - Despesas Operacionais - Outras Despesas + Outras Receitas$. Esse indicador pretende fornecer o montante gerado por uma companhia durante o seu processo operacional e dar a oportunidade dos analistas olharem a empresa como um todo, e não apenas o resultado final apresentado pela firma.

Além do EBITDA em si, a margem EBITDA (EBITDA/Receita Líquida) de uma companhia também é um indicador muito bom da sua margem operacional, e é muito utilizado na análise de valor da empresa e na realização da análise através de múltiplos.

No resultado referente ao ano de 2016, a Arezzo&Co atingiu um EBITDA de R\$177,1 milhões, o que representa uma margem EBITDA de 14,3% e um crescimento de 7,0% em relação aos resultados apresentados em 2015, que pode ser explicado pelos seguintes fatores: (i) crescimento de 10,6% da receita líquida; (ii) expansão da margem bruta em 180 *basis points*³⁰, chegando a um aumento de 44,3%; e (iii) aumento das despesas operacionais incrementais referentes a iniciativas em maturação, como a operação-piloto nos EUA.

Em 2016, a Companhia apresentou uma conversão de margem EBITDA de 14,3% para margem líquida de 9,4%. Com isso, o lucro líquido de 2016 apresentou uma pequena queda frente ao ano anterior, somando R\$116,1 milhões, devido ao impacto negativo da variação cambial em R\$16,3 milhões.

5.5 Depreciação e Amortização

A depreciação é a desvalorização anual dos ativos imobilizados de uma empresa, seja por uso, obsolescência ou desgaste natural, até que o seu valor seja zero. No DRE, a depreciação entra entre as despesas e o pagamento de juros e impostos, pois contribui

³⁰ É uma unidade muito utilizada para denotar a variação de instrumentos financeiros ou um spread entre taxas de juros. 1 bp é igual a 1/100 de 1%.

para a redução do lucro tributável da Companhia, uma vez que representa apenas a perda de valor de um ativo que já é de posse da empresa e, portanto, não resulta em nenhuma saída de caixa.

Já amortização é um processo de quitação de uma dívida através de pagamentos periódicos, que são realizados em função de um planejamento, de forma que cada prestação corresponde à soma do reembolso do capital ou do pagamento dos juros do saldo devedor, podendo ser o reembolso dos dois. Na amortização, cada parcela refere-se ao valor total da dívida, incluindo juros, impostos e todos os demais encargos, e podem ser fixas ou variáveis.

5.6 Capex

Capex é uma sigla para a expressão em inglês “*Capital Expenditures*”, que significa despesas de capital. Em outras palavras, a sigla designa o montante de dinheiro que uma empresa gasta com a aquisição de bens de capital, como equipamentos e instalações, com o objetivo de manter a produção ou o funcionamento de um negócio.

No caso da Arezzo&Co, esses investimentos possuem três naturezas diferentes: (i) investimento em expansão ou reforma dos pontos de venda próprios; (ii) investimentos corporativos que incluem TI (Tecnologia da Informação), instalações, showrooms e escritórios; e (iii) outros investimentos, que são relacionados principalmente à modernização da operação industrial.

No ano de 2016, o CAPEX total apresentou uma pequena queda com relação ao ano anterior, chegando a R\$25,1 milhões, devido principalmente à três fatores: (i) ampliação da loja Flagship da marca Arezzo no Shopping Iguatemi em São Paulo; (ii) implantação do novo centro de distribuição da loja online no Espírito Santo; e (iii) investimentos realizados com infraestrutura de TI, visando deixar os processos e sistemas da Companhia mais robustos e eficientes.

Quanto ao ano de 2017 em diante, o número projetado de novas lojas se manteve constante em 22 lojas por ano, acompanhando os resultados dos últimos anos e as informações divulgadas pela empresa em seus relatórios. Ao multiplicarmos essa quantidade de novas lojas pelo valor médio histórico de CAPEX por loja, chegaremos no valor total de investimentos realizados para expansão e reforma das lojas da

Arezzo&Co nos anos projetados. A tabela abaixo mostra o cálculo do CAPEX para os próximos cinco anos.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Investimentos - Capex Total	25.774	25.067	24.200	26.946	30.610	33.991	39.091
% da Receita	2,3%	2,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%
Lojas (Expansão e Reformas)	3.459	6.702	4.410	4.643	5.252	4.768	4.888
% da Receita	0,3%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Número de Lojas	543	565	587	621	649	677	705
Novas Lojas	27	22	22	22	22	22	22
Capex/Loja	128	305	200	211	239	217	222
Corporativo	19.249	11.066	13.193	14.868	16.906	19.482	22.802
% da Receita	1,7%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Outros	3.066	7.299	6.597	7.434	8.453	9.741	11.401
% da Receita	0,3%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

Figura 19: Cálculo CAPEX para os próximos cinco anos
Fonte: Arezzo&Co, Autor.³¹

5.7 ROIC

ROIC é uma sigla para “Retorno sobre o Capital Investido”, isto é, o quanto de retorno uma empresa gera sobre todo o capital investido, que é a soma do capital próprio com o capital de terceiros. O ROIC é um método frequentemente utilizado para determinar o desempenho financeiro de uma empresa e representa, em termos percentuais, o quanto de dinheiro a Companhia tem capacidade de gerar com o capital investido.

A fórmula do ROIC de uma empresa é obtida ao subtrair os dividendos pagos durante o ano do lucro líquido, e dividir a diferença pelo capital investido, de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Valor Contábil do Capital Investido}$$

Onde:

NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*) = Resultado Líquido – Dividendos. Esse indicador representa o lucro operacional líquido da empresa após o pagamento de impostos, ou seja, mede o valor que poderia ser distribuído aos acionistas ou o quanto a empresa poderia gerar de caixa caso ela não tivesse dívidas.

³¹ Projeção elaborada a partir das folhas de referência de 2016 e 2017 e das Demonstrações Financeiras da Companhia. Para maiores informações, ver: <<http://www.arezzoco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

O ROIC da Arezzo&Co em 2016 voltou a apresentar crescimento, atingindo o nível de 21,1%. Essa melhora ocorreu devido ao crescimento do NOPAT, de 14,6%, ao melhor resultado operacional e também a uma maior eficiência fiscal. Além disso, o capital empregado cresceu apenas 3,2%, como resultado de uma menor necessidade de investimentos em CAPEX e das ações de melhoria do capital de giro, que é o capital necessário para financiar a continuidade das operações da empresa.

5.8 Impostos

Impostos sobre vendas

As receitas e vendas da Arezzo&Co estão sujeitas aos seguintes impostos e contribuições, pelas seguintes alíquotas básicas:

	Alíquotas
ICMS - Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços	7,00% a 19,00%
COFINS - Contribuição para Seguridade Social	7,60%
PIS - Programa de Integração Social	1,65%
INSS - Instituto Nacional de Seguridade Social	1,50%
<i>State Sales Tax (Estados Unidos)</i>	0% a 8,875%

Figura 20: Impostos e contribuições da Arezzo&Co
 Fonte: Demonstração Financeira Anual Completa da Arezzo&Co (Arezzo&Co, maio 2016).

Imposto de Renda e Contribuição Social

No Brasil, principal país no qual a Companhia opera, o imposto de renda incide sobre o lucro tributável na alíquota de 15%, mais um adicional de 10% para os lucros que excederem R\$240 mil no período de 12 meses. Já a contribuição social é tributada à alíquota de 9% sobre o lucro tributável reconhecido pelo regime de competência. No entanto, as inclusões de despesas temporariamente não dedutíveis ao lucro contábil ou exclusões de receitas temporariamente não tributáveis, consideradas para apuração do lucro tributável corrente, geram créditos ou débitos tributários diferidos. Em outras palavras, se a contabilidade da empresa já reconheceu uma determinada receita ou lucro, a despesa de Imposto de Renda (IR) deve ser reconhecida nesse mesmo período, porém, essa tributação pode ser diferida para efeitos fiscais, de tal forma que esse imposto ficará na conta de Provisão de Imposto de Renda Diferido e só será pago futuramente

quando determinados custos ou despesas, que já foram contabilizados no exercício, forem efetivamente pagos. Isso acontece quando são incluídas receitas ou despesas no resultado contábil da empresa em um período, mas a tributação dessas despesas é incluídas em um período diferente.

5.9 Capital de giro

Capital de giro significa capital de trabalho, isto é, todo o capital necessário para financiar a continuidade das operações de uma empresa, como, por exemplo, os recursos para financiamento aos clientes, recursos para manter estoques e recursos para pagamento aos fornecedores, pagamento de impostos, salários e demais custos e despesas operacionais.

O cálculo do capital de giro é diretamente afetado por três contas do Balanço Patrimonial: (i) recebíveis, (ii) estoque e (iii) fornecedores. É importante projetar cada um desses itens para chegar na variação total do capital de giro, que tem uma participação relevante no fluxo de caixa. Além dessas contas, o capital de giro também é afetado pelos outros ativos circulantes e pelas demais contas a pagar de curto prazo. Para realizar as projeções, deve-se entender com qual linha do DRE cada uma dessas contas se relaciona e depois perceber como se dá essa relação em termos de dias. A conta dos recebíveis, por exemplo, está relacionada à conta da receita das mercadorias vendidas, dado que a empresa gera capital através da venda dos produtos em suas lojas. Por outro lado, as contas de estoques e fornecedores estão relacionadas com a conta dos custos das mercadorias vendidas, pois representam o capital que a empresa tem que pagar.

Para calcular quantos dias demora para a empresa receber o dinheiro resultante da sua venda de mercadorias, basta dividir o valor das contas a receber pela receita líquida e multiplicar por 365. Com esse cálculo, obtemos o prazo médio de recebimento da empresa. No caso das contas de estoques e fornecedores, a única diferença no cálculo é que deve-se dividir pelo custo das mercadorias vendidas ao invés da receita líquida.

Na tabela abaixo podemos observar o histórico do capital de giro da empresa Arezzo&Co:

Capital de Giro	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ativo						
Recebíveis de Clientes	179.589	208.756	247.498	277.913	280.528	315.304
Dias a Receber	97	89	94	96	91	93
% Receita Líquida	26,5%	24,3%	25,7%	26,4%	25,0%	25,4%
Estoques	57.384	76.133	85.108	98.131	106.951	110.478
Dias de Estoque	53	57	58	59	61	58
% Custo das Vendas de Mercadorias	14,4%	15,7%	15,8%	16,3%	16,6%	16,0%
Outros Ativos Circulantes	21.853	26.519	34.796	42.224	44.962	37.603
Dias a Receber	48	39	46	51	49	34
% da Receita Líquida	3,2%	3,1%	3,6%	4,0%	4,0%	3,0%
Passivo						
Fornecedores	37.286	35.507	34.859	70.315	64.881	66.445
Dias a Pagar	34	27	24	43	37	35
% Custo das Vendas de Mercadorias	9,4%	7,3%	6,5%	11,6%	10,1%	9,6%
Outras Contas a Pagar de Curto Prazo	29.820	40.123	41.568	43.407	40.555	56.415
Dias a Pagar	27	30	28	26	23	30
% da Receita Líquida	4,4%	4,7%	4,3%	4,1%	3,6%	4,6%
Capital de Giro Total	191.720	235.778	290.975	304.546	327.005	340.525
Variação do Capital de Giro	50.109	44.058	55.197	13.571	22.459	13.520

Figura 21: Histórico do capital de giro da Arezzo&Co
Fonte: Balanço Patrimonial da Arezzo&Co.

Para o futuro, o número de dias é mantido constante por ser muito imprevisível, dado que a sua redução depende da boa vontade dos seus pagadores e recebedores. Portanto, para projetarmos individualmente cada uma dessas contas e obtermos os valores do capital de giro para os anos futuros, devemos apenas fazer a conta inversa, isto é, multiplicar o número de dias pela receita líquida ou pelo custo das mercadorias vendidas e dividir por 365. A partir daí, então, deve-se subtrair o capital de giro do ano n-1 pelo n para calcularmos a variação do capital de giro da companhia. Fazendo isso, chegamos aos seguintes valores:

Capital de Giro	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ativo							
Receíveis de Clientes	280.528	315.304	335.721	378.336	430.185	495.744	580.218
Dias a Receber	91	93	93	93	93	93	93
% Receita Líquida	25,0%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%
Estoques	106.951	110.478	117.632	132.563	150.731	173.701	203.300
Dias de Estoque	61	58	58	58	58	58	58
% Custo das Vendas de Mercadorias	16,6%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Outros Ativos Circulantes	44.962	37.603	40.038	45.120	51.304	59.122	69.197
Dias a Receber	49	34	34	34	34	34	34
% da Receita Líquida	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Passivo							
Fornecedores	64.881	66.445	70.748	79.728	90.654	104.470	122.271
Dias a Pagar	37	35	35	35	35	35	35
% Custo das Vendas de Mercadorias	10,1%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Outras Contas a Pagar de Curto Prazo	40.555	56.415	60.068	67.693	76.970	88.700	103.814
Dias a Pagar	23	30	30	30	30	30	30
% da Receita Líquida	3,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Capital de Giro Total	327.005	340.525	362.575	408.598	464.596	535.398	626.630
Varição do Capital de Giro	22.459	13.520	22.050	46.023	55.997	70.802	91.232

Figura 22: Projeção do capital de giro da Arezzo&co
Fonte: Arezzo&Co, Autor.³²

5.10 Perpetuidade

Nesse trabalho foram projetados os próximos cinco anos de operações da Arezzo&Co. No entanto, para podermos chegar a um valor presente para a empresa é preciso estabelecer um valor terminal, ou seja, um valor que represente todos os fluxos de caixa futuros posteriores aos projetados, eternamente.

Para calcular o fluxo de caixa da perpetuidade, assumimos as seguintes hipóteses:

Assumptions na Perpetuidade	
Margem EBITDA	15%
Crescimento	8%
Capex de Manutenção	2%
WK	28%
Taxes	26%

Figura 23: Hipóteses na perpetuidade
Fonte: Arezzo&Co, Autor.³³

³² Projeção elaborada a partir das folhas de referência de 2016 e 2017 e das Demonstrações Financeiras da Companhia. Para maiores informações, ver: <<http://www.arezco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

³³ Projeção elaborada a partir das folhas de referência de 2016 e 2017 e das Demonstrações Financeiras da Companhia. Para maiores informações, ver: <<http://www.arezco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

Consideramos um crescimento de 8% ao ano, devido ao crescimento esperado do PIB de 3,7% mais uma inflação de 4,3%, e um capital de giro de 28%, projetado a partir da conta da variação do capital de giro sobre a variação da receita líquida. Além disso, esperamos que o imposto de renda da Companhia continuará crescendo na taxa de 26% e a margem EBITDA a 15%.

5.11 Fluxo de caixa da firma

A partir das premissas explicadas previamente, foi possível projetar todo o DRE, a necessidade de capital de giro e o CAPEX da Companhia. Com isso, projetamos o fluxo de caixa da firma para os próximos cinco anos, de 2017 a 2021, e o fluxo de caixa da perpetuidade. O fluxo de caixa da firma mostra quanto a empresa gerou de dinheiro antes da distribuição dos lucros aos acionistas e do pagamento dos seus credores.

Segue abaixo a projeção dos fluxos de caixa da firma dos próximos cinco anos.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Perpetuidade
Receita	1.120.557	1.239.110	1.319.347	1.486.817	1.690.581	1.948.218	2.280.194	2.462.609
EBITDA	165.496	177.141	172.166	195.313	223.258	258.121	302.573	369.391
Capex	-25.774	-25.067	-24.200	-26.946	-30.610	-33.991	-39.091	-49.252
Variação do WK	22.459	13.520	22.050	46.023	55.997	70.802	91.232	-51.076
Taxes	-44.894	-40.851	-46.283	-52.157	-59.306	-68.343	-79.989	-83.299
(=) FCFF	117.287	124.743	123.734	162.233	189.340	226.589	274.725	185.763
Perpetuidade	0	0	0	0	0	0	3.212.953	
FCFF Total	117.287	124.743	123.734	162.233	189.340	226.589	3.487.677	
NPV (Net Present Value)		2.326.619,68	2.326.619,68	2.523.533,59	2.709.086,83	2.893.105,27	3.065.235,69	

Figura 24: Projeção dos fluxos de caixa da Arezzo&Co
Fonte: Arezzo&Co, Autor.³⁴

5.12 Estimando o custo de capital

Para encontrar o valor presente do fluxo de caixa da empresa e calcular o valor justo das suas ações utilizando o Fluxo de Caixa da Firma, é preciso usar uma taxa de desconto, que nesse caso será o WACC, ou seja, o Custo Médio Ponderado do Capital, que representa a taxa de retorno esperada pelos investidores. Para obtermos esse valor, precisamos explicar algumas variáveis que serão fundamentais para o seu cálculo.

Primeiramente, calculamos o custo do capital próprio (k_e) a partir do modelo CAPM. Para a taxa livre de risco, utilizamos a taxa do CDI vigente na economia, que

³⁴ Projeção elaborada a partir das folhas de referência de 2016 e 2017 e das Demonstrações Financeiras da Companhia. Para maiores informações, ver: <<http://www.arezco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

hoje encontra-se em 10,14%. Essa taxa corresponde ao retorno esperado de um investimento de risco zero, isto é, o retorno mínimo esperado de qualquer investimento, uma vez que ninguém aceitaria incorrer em algum risco adicional se a taxa de retorno não fosse maior do que a do ativo livre de risco. Para o beta, que mede a correlação entre o retorno da ação e o retorno do mercado como um todo, utilizaremos o valor informado pela Agência de Notícias Reuters, de 0,9. Para finalizar o cálculo do custo do capital próprio, precisamos determinar o prêmio de risco do mercado acionário brasileiro, que mede a diferença mínima de rendimentos que um investidor racional exige para aplicar em um ativo de risco, com relação ao rendimento de um ativo livre de risco. De acordo com Damodaran (2007), em geral, o prêmio de risco pode ser obtido a partir do cálculo da média da diferença histórica entre os retornos anuais da bolsa de valores com as rentabilidades anuais em renda fixa. No entanto, devido à instabilidade econômica histórica brasileira, impulsionada pelo processo inflacionário vivido pelo país, o retorno obtido pelos investimentos em renda fixa muitas vezes supera o retorno obtido no mercado acionário. Por isso, a maioria dos analistas costumam usar um prêmio de risco médio histórico do mercado acionário brasileiro, que se encontra entre 6% e 8%. Para este trabalho utilizaremos 6%. A partir desses valores e da fórmula do modelo CAPM, é possível chegar a um custo de capital próprio de 15,54%.

De forma geral, as empresas possuem duas fontes principais de financiamento: o capital próprio e o capital de terceiros. A Arezzo&Co tem utilizado, além do capital próprio, recursos de terceiros com linhas de crédito incentivadas para financiar as suas atividades apresentando, consistentemente, um nível de endividamento conservador quando comparado à sua posição de patrimônio líquido. Na tabela abaixo podemos observar a estrutura de endividamento da Companhia.

Empréstimos e Financiamentos	Taxa de Juros e Encargos	Vencimento
FINEP	Entre 4% a.a e 5,25% a.a.	Até setembro de 2021
Finame	Entre 2,50% 6% a.a.	Até outubro de 2024
Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC)	Taxa média de 3,39% a.a.	Dezembro de 2017
Capital de Giro EUA	Denominado em Dólares, acrescido pela taxa Libor média + 1,35% a.a. fixo	Setembro de 2017

Figura 25: Estrutura de endividamento da Arezzo&Co
 Fonte: Formulário de Referência da Arezzo&Co (Arezzo&Co, maio 2017).

Em 2016, a taxa média ponderada do endividamento da Companhia foi de 3,62%. Portanto, este trabalho utilizará esse valor como o nosso custo da dívida (k_d) para calcularmos a taxa de desconto.

Por último, para finalizar o cálculo do WACC basta entender qual é o peso do capital próprio e do capital de terceiros na estrutura de capital da empresa. A Companhia encerrou o ano de 2016 com um caixa de R\$242,8 milhões e um endividamento total de R\$106,0 milhões ante R\$123,2 milhões em 2015, dos quais R\$16,4 milhões são referentes ao capital de giro nos Estados Unidos, R\$51,8 milhões foram provenientes do Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC) e R\$37,8 milhões da Financiadora de Estudo e Projetos (FINEP) e Finame. Por outro lado, o patrimônio líquido da Companhia em 2016 totalizou 669,7 milhões, o que nos permite concluir que a estrutura de capital da empresa é constituída por cerca de 86,3% de capital de investidores, ou seja, capital próprio, e 13,7% de capital de terceiros.

O cálculo da taxa do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) é demonstrado a seguir. O valor obtido para a taxa de desconto é 13,78%.

Valuation	
WACC	13,78%
Cost of Equity (K_e)	15,54%
Risk-free rate	10,14%
Equity Beta	0,9
Market Risk Premium	6%
Cost of Debt (K_d)	3,62%
D/(D+E)	13,7%
E/(D+E)	86,3%
Taxes	26,0%

Figura 26: Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)
Fonte: Arezzo&Co, Autor.³⁵

5.13 Valor justo da Arezzo&Co

Após a construção do fluxo de caixa da firma, apresenta-se, então, os valores encontrados para os próximos cinco anos, e mais a perpetuidade, para valor presente,

³⁵ Projeção elaborada a partir das folhas de referência de 2016 e 2017 e das Demonstrações Financeiras da Companhia. Para maiores informações, ver: <<http://www.arezco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

para assim chegarmos no valor justo da empresa. Para isso, deve-se descontar cada um dos fluxos pela taxa de desconto (WACC) calculada. Por fim, para encontrarmos o valor intrínseco de uma ação da Arezzo basta dividir o valor justo da Companhia pelo número de ações da empresa em circulação.

De acordo com as premissas apresentadas neste capítulo, encontramos um valor justo de R\$26,19 para as ações da Arezzo&Co. Atualmente, elas estão sendo negociadas a R\$32,19, o que significa que as ações da Companhia estão sobrevalorizadas, ou seja, elas estão sendo negociadas na bolsa acima do valor justo calculado. Como o mercado está pagando por elas mais do que elas valem, de acordo com esta análise deve-se vender essas ações antes que o preço caia mais.

Resultados	
Número de Ações	88.836
Preço (BRL)	32,19
Market Cap (R\$ mil)	2.859.639
Target Price (BRL)	26,19
Downside	-18,64%

Figura 27: Resultados da pesquisa.
Fonte: Arezzo&Co, Autor.³⁶

³⁶ Projeção elaborada a partir das folhas de referência de 2016 e 2017 e das Demonstrações Financeiras da Companhia. Para maiores informações, ver: <<http://www.arezzoco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

6. CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como principal objetivo analisar os diferentes métodos de avaliação de empresas e, a partir da metodologia do Fluxo de Caixa Descontado da Firma, chegar a um valor justo para as ações da Arezzo&Co, a maior empresa de calçados, bolsas e acessórios femininos do Brasil. Para atingir esse objetivo, foram definidos tópicos relevantes para abordar esse estudo de caso.

Em primeiro lugar, foi cabível apresentar a empresa como um todo e o setor na qual a mesma está inserida, que é o setor de varejo brasileiro, explicando as suas principais características e peculiaridades. Este trabalho realizou também uma breve apresentação cenário macroeconômico brasileiro atual e suas principais tendências para os próximos anos.

Após essas análises iniciais, então, foi necessário ponderar sobre os diversos modelos existentes de valoração de empresas, mostrando a qual perfil de empresa cada um deles deve ser aplicado. A conclusão obtida nesse momento foi de que o modelo mais apropriado para alcançar um valor para a Arezzo seria o de Fluxo de Caixa Descontado, por meio do qual é possível trazer a valor presente os fluxos de caixa futuros da empresa mediante a uma taxa de desconto que reflete o risco associado ao investimento. De acordo com Damodaran (2007; 2012), o valor intrínseco de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa que se espera que sejam gerados pelo bem durante a sua vida útil e pelo grau de incerteza por eles gerados. A partir desse método e das demonstrações financeiras da empresa, foi construído um modelo para a Arezzo&Co utilizando diversas estimativas, tanto macroeconômicas, como a inflação e os juros, que impactam o seu resultado, quanto de valores vinculados a própria Companhia, como projeções de receitas e despesas.

A avaliação de uma empresa não se apresenta como uma tarefa fácil, visto que demanda para além de um conhecimento técnico sério, muita determinação, estudo e pesquisa. Ainda que o Fluxo de Caixa Descontado se apresente como um método simples, mas um dos mais completos para se calcular o valor justo de uma Companhia, é fundamental a cautela ao estimar as principais variáveis do modelo, uma vez que qualquer descuido pode influenciar radicalmente o resultado final e, conseqüentemente,

pode levar o investidor a tomar uma decisão equivocada. Por isso, é necessário ter um profundo conhecimento sobre a empresa e o setor no qual ela está inserida.

O *valuation* de uma empresa é muito subjetivo e o resultado pode variar de investidor para investidor, uma vez que exige a elaboração de premissas com base em expectativas de mercado e das atividades da Companhia. É importante também ressaltar que deve-se redobrar o cuidado ao estimar a taxa de desconto e projetar a perpetuidade, uma vez que essas variáveis são as que mais afetam o preço final estimado das ações da empresa.

Conclui-se, então, como resultado desse trabalho, que a partir da metodologia adequada, foi encontrado um preço de R\$26,19 para as ações da Arezzo&Co. Dado que elas estão sendo negociadas atualmente no mercado por R\$32,19, isto é, por um preço acima do seu valor justo, concluímos que o momento é ideal para a venda das ações da empresa uma vez que elas apresentam uma potencial desvalorização de aproximadamente 19%. Este é um trabalho acadêmico e, portanto, as opiniões expressas são do próprio autor com base nas análises realizadas. É cabível ressaltar, por fim, que a decisão de investimento fica a cargo do investidor e que, qualquer mudança no cenário econômico do país pode afetar diretamente o desempenho da empresa.

7. Referências Bibliográficas

AGÊNCIA REUTERS. Análise da Arezzo&Co. **Reuters website**, s.d. Disponível em: <<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=ARZZ3.SA> > Acesso em: 10 jun. 2017.

AREZZO&CO. Arezzo&Co apresentação. **Arezzo&Co website**, s.d. Disponível em :< <http://www.arezzoco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

__. Release de Resultados da Arezzo&Co – 2017. **Arezzo&Co website**, 04 mai. 2017. Disponível em: <<http://www.arezzoco.com.br/Show.aspx?IdMateria=GNlxoyA12XY2vbCzTrU/Uw==&idcanal=Kz40hET+UpXHkHFj+MVJsw==>> Acesso em: 20 jun. 2017.

__. **Formulário de Referência 2017**. São Paulo: Arezzo&Co, 31 mai. 2017. Disponível em :< <http://www.arezzoco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

__. **Demonstrações Financeiras Padronizadas**. São Paulo: Arezzo&Co, 31 dez. 2016. Disponível em :< <http://www.arezzoco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

__. **Formulário de Referência 2016**. São Paulo: Arezzo&Co, 23 mai. 2016. Disponível em :< <http://www.arezzoco.com.br/>> Acesso em: 20 jun. 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL [BRASIL]. Boletim Focus: relatório de mercado. **Banco Central website**, s.d. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/readout.asp> > Acesso em: 20 mai. 2017.

BOLSA FINANCEIRA. Histórico Cotações da Arezzo&Co. **Bolsa Financeira website**, s.d. Disponível em: <<http://www.bolsafinanceira.com/cotacoes/resumo/ARZZ3> > Acesso em: 20 jun. 2017.

COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**. 3^a Edição. Nova Jersey: John Wiley & Sons, 2000.

DAMODARAN, A. **Investment and Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset.** Nova Jersey: John Wiley & Sons, 2012.

__. **Avaliação de Empresas.** 2ª edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

PIGNATARO, Paul. **Financial Modeling & Valuation - A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity.** Nova Jersey: John Wiley & Sons, 2013.

PRICEWATERHOUSECOOPERS [PwC]. **O Setor de Varejo e Consumo no Brasil: como enfrentar a crise.** São Paulo: PwC Brasil, 2016. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/setores-atividade/assets/produtos-consumo-varejo/2016/pwc-o-setor-varejo-brasil-16.pdf>> Acesso em: 10 jun. 2017.

PORTAL DE CONTABILIDADE. Demonstração do Resultado. **Portal de Contabilidade website,** s.d. Disponível em: <<http://www.portaldecontabilidade.com.br/guia/demonstracaodoresultado.htm>> Acesso em: 20 jun. 2017.

POVOA, A. **Valuation: Como Precificar Ações.** São Paulo: Campus, 2012.