

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS - FACC
ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

RICHARD PORCIUNCULA COELHO SIHMAN

AREZZO - ANÁLISE FUNDAMENTALISTA BASEADA NO MODELO DE FLUXO DE
CAIXA DESCONTADO

Rio de Janeiro, RJ
2018

RICHARD PORCIUNCULA COELHO SIHMAN

AREZZO - ANÁLISE FUNDAMENTALISTA BASEADA NO MODELO DE FLUXO DE
CAIXA DESCONTADO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao programa de graduação em Administração de Empresas da faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para a Obtenção do grau de Bacharel. Orientador: Alexis Cavicchini

Rio de Janeiro, RJ
2018

Dedico este trabalho aos meus mentores, pois sem eles a confecção deste trabalho não seria possível.

"One risk-related consideration should be paramount above all others: the ability to sleep well at night, confident that your financial position is secure whatever the future may bring"
(Seth Klarman)

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo analisar, através de uma perspectiva fundamentalista, a empresa calçadista Arezzo&CO, considerando os impactos das novas tendências do mercado varejista sobre a empresa, e como esta reage a estas tendências.

Para tanto, analisou-se a situação macroeconômica em que a empresa se insere. Logo após, foi analisada a empresa, sua estratégia e seus resultados contábeis. Por fim, foi calculado o custo de capital através da metodologia do fluxo de caixa livre para a firma, e então foi calculado o fluxo de caixa descontado.

Apesar de se ter percebido que a Arezzo&CO é uma empresa muito eficiente e que gera bons retornos ao acionista, concluiu-se que suas ações estão sobrevalorizadas, e que seu valor justo é de R\$31,28.

Palavras-chave: Valuation. Arezzo. Varejo. Moda. FCFF. DFC. Análise. Empresa. Calçados. Fluxo de Caixa Descontado. Arezzo&CO.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 — Participação por marca na receita bruta originada no Brasil	14
Figura 2 — Número de lojas por marca no mercado interno	14
Figura 3 — Segmentação da receita bruta interna por canal de venda	17
Figura 4 — Exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2017	20
Figura 5 — Estrutura de Endividamento da Arezzo&CO	29
Figura 6 — IPCA e IPC nos últimos 5 anos	31
Figura 7 — Cálculo do WACC projetado	32
Figura 8 — DRE Arezzo&CO - 2013 a 2017	33
Figura 9 — Fluxo de caixa livre, histórico e projetado	35
Figura 10 — Cálculo do WACC na perpetuidade	36
Figura 11 — Informações relativas ao cálculo do valor justo	37

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

FCFE	Free Cash Flow to Equity
FCFF	Free Cash Flow to Firm
FED	Federal Reserve
FMI	Fundo Monetário Internacional
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
WACC	Custo Médio Ponderado de Capital

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
1.1	CONTEXTO ECONÔMICO GLOBAL	9
1.2	CONTEXTO ECONÔMICO BRASILEIRO	10
1.3	A HISTÓRIA DA EMPRESA	11
1.4	ATIVIDADES DA COMPANHIA	12
1.4.1	Desenvolvimento do Produto	13
1.4.2	Marcas da Empresa	13
1.4.2.1	Arezzo	14
1.4.2.2	Schutz	15
1.4.2.3	Anacapri	15
1.4.2.4	Alexandre Birman	15
1.4.2.5	Fiever	15
1.4.2.6	OWME	16
1.4.3	Processo de Produção	16
1.4.4	Canais de Distribuição	17
1.4.4.1	Lojas Próprias	18
1.4.4.2	Franquias	18
1.4.4.3	Lojas Multimarca	19
1.4.4.4	E-commerce	19
1.4.4.5	Mercado Externo	19
1.4.5	Fast Fashion	20
1.4.6	Omnicanalidade	20
1.4.7	Comunicação e Marketing	21
1.4.8	Estratégia	21
1.4.8.1	Modelo Asset Light	22
1.4.9	Principais Prêmios recebidos	22
2	REFERENCIAL TEÓRICO	24
2.1	AVALIAÇÃO RELATIVA	24
2.2	MODELO DE DIVIDENDOS DESCONTADOS	24
2.3	MODELO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	25
3	METODOLOGIA	26
3.1	FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A EMPRESA (FCFF)	26
3.2	CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC)	27
3.2.1	Custo do Capital Próprio (K_e)	27
4	ANÁLISE DE DADOS	29
4.1	CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC)	29

4.1.1	Estrutura de Capital	29
4.1.2	Custo de Capital de Terceiros (K_d)	29
4.1.3	Custo de Capital Próprio (K_e)	29
4.1.3.1	Taxa Livre de Risco (R_f)	29
4.1.3.2	Prêmio de Risco (R_m e CRP)	30
4.1.3.3	Alíquota de IR (IR)	30
4.1.3.4	Beta Alavancado (β_L)	30
4.1.3.5	Aplicação do CAPM	30
4.1.3.6	Paridade de Juros	31
4.1.4	Aplicação do WACC	31
4.2	VALOR DE MERCADO (<i>MARKET CAP</i>)	32
4.3	FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA (FCFF)	33
4.3.1	Premissas da Projeção	33
4.3.2	Projeção do Fluxo de Caixa Livre para a Firma	34
4.3.3	Valor dos Fluxos de Caixa na Perpetuidade	35
4.3.4	Valor Justo da Ação	36
5	CONCLUSÃO	38
	REFERÊNCIAS	39
	APÊNDICE A — DRE, BALANÇO PATRIMONIAL E PRINCIPAIS	
	PREMISSAS	40

1 INTRODUÇÃO

Ao se observar mercados mais maduros como o norte americano ou até mesmo os europeus, fica nítido que o varejo tradicional vem sofrendo várias transformações ao longo dos últimos anos. Os traços mais notáveis da disrupção no varejo são representados pela Amazon, que há anos cresce exponencialmente no mercado norte americano ao roubar participação de mercado das lojas físicas.

O ganho de participação do e-commerce frente ao varejo tradicional levou até mesmo a especulações de que o varejo tradicional viria a perecer frente ao comércio online. Porém o varejo tradicional resistiu, e hoje é possível observar os movimentos das grandes varejistas para unificar as experiências de consumo que ocorrem por meio das lojas físicas e do comércio online através da omnicanalidade. Os maiores exemplos desta nova estratégia varejista são a Amazon nos Estados Unidos, e a Magazine Luiza no Brasil.

A incerteza frente ao futuro do setor gera dificuldades na análise de valor da empresa, o que atrapalha a tomada de decisão estratégica do administrador que trabalha neste setor. A dificuldade é acirrada quando a varejista estudada ainda está no início de seu processo de transformação digital pois, uma vez que a estratégia de longo prazo ainda não está definida nem muito menos posta em prática, torna-se complicada a tarefa de projetar os fluxos de caixa futuros da empresa.

A Arezzo&CO, calçadista que está iniciando sua transformação digital ao implementar novas tecnologias em suas lojas e migrar para um modelo de negócio omnicanal, torna-se um alvo ideal para este estudo, que pretende compreender as mudanças nas tendências do setor e da empresa, e encontrar o valor intrínseco da empresa através do modelo do fluxo de caixa descontado.

Para tanto, será usada a abordagem do fluxo de caixa livre para a firma. O modelo se baseará no custo médio ponderado de capital, sendo que o custo de capital próprio será calculado através do modelo CAPM e o custo de capital de terceiros será calculado através da média ponderada do endividamento da empresa.

1.1 CONTEXTO ECONÔMICO GLOBAL

Segundo o relatório "*World Economic Outlook Update*" , divulgado pelo FMI em janeiro de 2018, a produção global cresceu 3,7% em 2017. Para 2018 e 2019, o fundo projeta crescimento global de 3,9%, projeção que reflete o momento de crescimento global e o impacto esperado das políticas de redução de impostos norte-americanas, aprovadas recentemente. Espera-se que esta redução nos impostos estadunidenses deve estimular a atividade econômica, com impactos de

curto prazo nos Estados Unidos majoritariamente causados pelo aumento no investimento.

Na América Latina, o FMI espera um crescimento de 1,9% em 2018 e 2,6% em 2019, sendo os principais gatilhos desse crescimento a recuperação econômica no Brasil e a melhora do cenário econômico do México, beneficiado por um aumento na demanda norte-americana. Além disso, os países exportadores de commodities (tais como o Brasil), irão se beneficiar de preços mais fortes das commodities e de condições facilitadas de financiamento.

O banco também destaca os riscos causados por uma possível alta dos juros do FED no futuro, bem como o risco eleitoral criado pelas eleições presidenciais de 2018 no Brasil. Por fim, o FMI projeta crescimento um do PIB brasileiro de 1,9% em 2018 e 2,1% em 2019.

1.2 CONTEXTO ECONÔMICO BRASILEIRO

Após o PIB crescer apenas 0,5% em 2014, o mesmo regrediu 3,77% em 2015 e 3,6% em 2016, voltando a crescer apenas em 2017, quando subiu 1%. Essa situação caracterizou a maior crise da história do país e, embora o país tenha voltado a crescer, os efeitos da crise ainda são sentidos, principalmente no que tange ao desemprego, que em janeiro de 2018 atingiu 12,2%, afetando 12,7 bilhões de brasileiros.

Durante a crise, a inflação foi um fator determinante no agravamento do contexto econômico do país. No ano de 2014 a inflação foi de 6,41%, crescendo para 10,67% em 2015. Para conter a crescente inflação, a equipe econômica iniciou ao final de 2014 um movimento de alta de juros, que durou até 2015. Durante esse período, a taxa Selic saiu de 11% para 14,25%. A elevação na taxa ajudou a diminuir a inflação, que atingiu 6,29% ao final de 2016.

Em razão da diminuição da inflação, da baixa atividade econômica e do alto desemprego, o COPOM voltou a baixar a taxa Selic ainda em 2016, até que ela atingiu 6,75% em fevereiro de 2018. Durante o ano de 2017, a inflação foi de 2,95%.

A instabilidade política também teve grande importância no crescimento da inflação e na falta de confiança do investidor no país. Durante o seu segundo mandato como presidente da república, Dilma Rouseff sofreu um pedido de impeachment, que foi aceito durante o ano de 2016. O período marcado pelo processo de impeachment foi extremamente turbulento para o país, tanto política quanto economicamente.

A posse do vice-presidente Michel Temer marcou uma guinada para a direita na condução do país, principalmente no sentido econômico. O mesmo promoveu

medidas aclamadas pelo mercado, tais como a reforma trabalhista e a austeridade das contas públicas, representada principalmente pela aprovação da PEC dos gastos.

Porém a reforma mais importante de seu governo, a da previdência social, teve suas chances de aprovação diminuídas após o escândalo de corrupção protagonizado pelas delações de Joesley Batista. Até a data de confecção deste trabalho, a reforma ainda não fora aprovada, e a proximidade das eleições de 2018 torna a possibilidade de aprovação ainda mais remota, uma vez que o congresso não deseja votar pautas polêmicas em ano de eleição. A maior parte dos economistas acredita que a reforma da previdência é essencial para a manutenção do teto dos gastos e para a saudabilidade das contas pública, o que faz de sua aprovação urgente.

Por mais que muitos acreditem que o próximo presidente necessitará de fazer alguma reforma previdenciária, seja ela mais ou menos intensa, é fato que o resultado das eleições de 2018 ainda é muito incerto, o que torna arriscado o investimento no país.

1.3 A HISTÓRIA DA EMPRESA

A Arezzo&CO foi fundada em 1972 por Anderson Birman, na cidade de Belo Horizonte, Minas Gerais. A empresa começou produzindo sapatos masculinos, porém optou por migrar para o público feminino, segmento no qual se consolidou em 1979 através da sandália Anabela.

Em 1990 a Arezzo passou a investir no varejo, abrindo sua primeira loja conceito, em São Paulo. Através de ações nos pontos de venda e do fortalecimento das operações no canal de franquias, a empresa foi ganhando espaço no território nacional. Ainda na década de 90, a companhia encerrou as operações fabris próprias em Minas Gerais, passando a terceirizar sua produção na região calçadista do Vale dos Sinos, localizado no Rio Grande do Sul. Além disso, as operações comerciais foram centralizadas em São Paulo.

Enquanto isso em 1995, a marca Schutz era fundada pelo jovem Alexandre Birman, que na época tinha 18 anos. Em 2002, a Schutz passou a exportar calçados e participar de exposições internacionais. Em 2005 foi aberta sua primeira loja, em São Paulo. Nos próximos anos, a marca expandiria suas operações por meio de novas lojas no Brasil e nos Estados Unidos.

Em 2007, o fundo de *Private Equity* Tarpon Investimentos S.A. adquiriu participação minoritária de 25% do capital da Arezzo&CO. Em conjunto, a marca Schutz passou a ser incorporada ao grupo.

No ano de 2008 foi lançada a marca "Anacapri". Logo em seguida, em 2009, o fundador da marca Schutz, Alexandre Birman, projetou sua grife de luxo homônima. No mesmo ano, foi escolhido como o "Talento Revelação do Ano" e recebeu o prêmio "Vivian Infantino - Talento Emergente" pela revista Footwear News.

A oferta pública inicial (OPI) da empresa aconteceu em 2011, quando a empresa passou a ser negociada no segmento do Novo Mercado da B3, sob o *ticker* "ARZZ3".

Em setembro de 2012 foi inaugurada a loja conceito da Schutz em Nova Iorque. Em 2016, foi aberta uma segunda loja conceito da marca, dessa vez na cidade de Los Angeles. A marca também foi reconhecida com o prêmio "Brand of the Year", recebido da Footwear News.

Em 2015 a companhia lançou sua quinta marca, a Fiever, e em 2018 a empresa lançou sua sexta marca, a "OWME".

1.4 ATIVIDADES DA COMPANHIA

A Arezzo&CO 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.

A empresa é líder no setor varejista de calçados femininos no Brasil, e atua com uma estratégia multimarca, composta pelas marcas "Arezzo", "Schutz", "Anacapri", "Alexandre Birman", "Fiever" e "OWME". Em conjunto, estas 6 marcas tem 47 lojas próprias no Brasil e mais 2 lojas próprias no exterior (1 loja Schutz em Nova Iorque outra em Los Angeles). As marcas "Arezzo", "Schutz" e "Anacapri" contam ainda com franquias, sendo 571 franquias no Brasil e 5 no Exterior (3 em Portugal, 1 no Paraguai e 1 na Bolívia). Por fim, as marcas Arezzo&CO estão presentes em 2.379 lojas multimarcas.

Ao longo do ano de 2017, a Arezzo&CO vendeu mais de 12,1 milhões de pares de sapatos femininos, 1,3 milhões de bolsas e 449 mil acessórios, resultando em uma receita líquida de R\$ 1.360.474 milhões, um crescimento de 9,8% quando comparado com a receita líquida de 2016. Com isso, a companhia atingiu performance superior à verificada no segmento de varejo de tecidos, vestuários e calçados, que apresentou crescimento nominal de receita de vendas de 7,6% no mesmo período, de acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio do IBGE.

A Arezzo&CO utiliza uma estratégia de diferenciação do produto, que acaba por ser reconhecido pela alta qualidade, pelo *design*, pelo conforto e pela inovação.

1.4.1 Desenvolvimento do Produto

A companhia se dedica a desenvolver calçados femininos de alta qualidade, inovando e seguindo as tendências da moda. Para isso, conta com centros de pesquisa e desenvolvimento de produtos localizados na cidade de Campo Bom, no Estado do Rio Grande do Sul.

A primeira etapa do desenvolvimento consiste na pesquisa e no monitoramento do comportamento do consumidor e das tendências mundiais da moda. Essa pesquisa gera informações para a equipe de desenvolvimento, que idealiza os produtos a serem criados.

Em seguida, os centros de desenvolvimento gerenciam todo o processo de produção, desde a compra de matéria prima até a definição do preço final do produto. Dos aproximadamente 11.500 modelos produzidos ou adquiridos anualmente pela Arezzo&CO, apenas cerca de 50% são selecionados para serem entregues às lojas e comercializados.

1.4.2 Marcas da Empresa

A Arezzo&CO emprega uma estratégia multimarca. Suas 6 marcas seguem estratégias distintas entre si, buscando atingir públicos complementares e assim evitando a canibalização entre marcas.

A companhia lança novas marcas conforme as marcas antigas vão amadurecendo e saturando a participação em seus nichos. Para lançar uma nova marca, a empresa pesquisa por um nicho de mercado que ainda não esteja sendo atendido pela atual indústria calçadista nacional e que tenha público-alvo complementar ao das suas marcas já existentes.

O quadro abaixo identifica evolução da participação de cada uma das marcas na construção da receita bruta de mercado interno da Arezzo&CO.

Figura 1 - Participação por marca na receita bruta originada no Brasil

	2013	2014	2015	2016	2017
Receita de Mercado interno	1.170.419	1.281.801	1.307.096	1.402.008	1.524.408
Por marca					
Arezzo	718.658	766.782	737.549	803.779	873.839
% Receita de Merc. Interno	61,4%	59,8%	56,4%	57,3%	57,3%
Schutz	400.452	434.063	467.119	457.648	451.420
% Receita de Merc. Interno	34,2%	33,9%	35,7%	32,6%	29,6%
Anacapri	41.316	71.748	93.177	119.357	157.259
% Receita de Merc. Interno	3,5%	5,6%	7,1%	8,5%	10,3%
Outros*	9.993	9.208	9.251	21.224	41.890
% Receita de Merc. Interno	0,9%	0,7%	0,7%	1,5%	2,7%

Fonte: O autor (2018)

Já o quadro abaixo identifica a evolução do número de lojas de cada marca no mercado interno brasileiro:

Figura 2 - Número de lojas por marca no mercado interno

	2013	2014	2015	2016	2017
Total de lojas no Brasil	449	508	537	558	611
Número de franquias	395	455	489	510	563
Arezzo	340	359	367	369	382
Schutz	40	46	52	61	67
Anacapri	15	50	70	80	114
Número de lojas próprias	54	53	48	48	48
Arezzo	17	19	15	15	15
Schutz	27	27	26	23	22
Alexandre Birman	2	2	2	3	4
Anacapri	8	5	4	4	3
Fiever	-	-	1	3	4

Fonte: O autor (2018)

1.4.2.1 Arezzo

Fundada em 1972 pelos irmãos Birman, é a marca mais madura do grupo e é a primeira colocada na citação de lembrança (*top of mind*) dos consumidores no setor de calçados feminino brasileiro, sendo uma das marcas preferidas no segmento e uma das mais consumidas do Brasil. Se destaca por sua qualidade e amplitude de público-alvo, sendo capaz de atender todos os estilos e idades de mulheres.

Seu posicionamento é *trendy*, buscando representar o que é novo e fácil de

usar, formando assim um perfil eclético. Seu público-alvo varia entre 16 a 60 anos. A marca possui mais de 6 milhões de seguidores em suas redes sociais, e atua com um preço médio de R\$ 220,00.

Segundo o ranking divulgado pela BrandZ Brasil Top 60, a "Arezzo" foi uma das 60 marcas mais valiosas do Brasil no ano de 2017.

1.4.2.2 Schutz

Fundada em 1995, a Schutz é uma marca associada ao design, moda e sensualidade. Para isso, investe significativamente em pesquisas de tendências, desenvolvimento de experiências e conteúdo de moda.

Seu posicionamento é *fashion*, moderno e por vezes ousado e provocante. O público-alvo é de 18 a 40 anos, e o preço médio é de R\$ 380,00.

1.4.2.3 Anacapri

Lançada em 2008 com o nome da cidade de Anacapri, a marca possui um conceito casual, buscando um público-alvo que opta por um estilo de vida mais simples e leve. Para tanto, oferece calçados mais simples do que os das outras marcas da Arezzo&CO, cobrando um preço médio de R\$ 110,00 e atingindo uma faixa etária que vai dos 12 até os 60 anos.

1.4.2.4 Alexandre Birman

Lançada em 2009, a Alexandre Birman é a marca de sapatos de luxo da Arezzo&CO, dividindo espaço com outras grifes da moda internacional. A marca é associada ao conceito de exclusividade, elegância e sofisticação e é frequentemente vista nas produções de importantes celebridades. Seu público-alvo vai de 20 a 45 anos, e seu preço médio é de R\$ 1.500,00.

1.4.2.5 Fiever

Nascida em 2015 como uma marca urbana, *cool*, fácil de vestir e voltada para o público jovem, a marca busca envolver as consumidoras na construção da marca, buscando sempre inovar para acompanhar o ritmo ditado por essa geração. Seu ícone é o tênis *white sole*, que assim como a marca, é prática, *cool* e versátil.

A Fiever possui calçados com um preço médio de R\$ 280,00, atinge a faixa etária que vai dos 15 aos 30 anos e é a única marca do grupo que oferece calçados masculinos.

1.4.2.6 OWME

Fundada em 2018, a OWME busca atender consumidoras que procuram sapatos confortáveis, porém bonitos, para todas as ocasiões de uso. Além de um estilo único, os sapatos OWME são projetados para envolver a curvatura dos pés e proporcionar o máximo de conforto para a mulher que o calça. As palmilhas são feitas por espuma com memória, o que garante que a elasticidade não vai se perder com o tempo. Já os saltos são de altura média e mais grossos, facilitando o caminhar. Entre as matérias primas, o couro com acabamento exclusivo traz a maciez aliado a um acabamento delicado.

A marca atua no segmento de bem estar da indústria calçadista, unindo conforto e beleza. Seu público-alvo é de classe classe AB1 e tem mais de 35 anos.

1.4.3 Processo de Produção

A produção dos produtos da empresa é dividida entre fábrica própria e produção terceirizada. Esse modelo permite a empresa escolher a melhor maneira de produzir cada produto, e também torna a empresa mais resistente aos ciclos, uma vez que a alavancagem operacional é reduzida ao diminuir os custos fixos provenientes de se manter uma fábrica.

As fábricas próprias estão localizadas no parque industrial da cidade de Campo Bom (RS), no *cluster* calçadista do Vale dos Sinos, um dos maiores do mundo de acordo com a Associação Brasileira das Indústrias de Calçados - Abicalçados.

As marcas Alexandre Birman, Owme e Fiever são totalmente produzidas nas fábricas próprias, enquanto parte da produção da Schutz também acontece nestas fábricas. O restante do processo produtivo caracteriza-se pela compra dos produtos prontos, após sua respectiva produção em fábricas independentes. Estas fábricas são escolhidas pelo setor de *sourcing* e também por empresas externas especializadas no agenciamento de negócios. Quando a empresa decide por terceirizar a produção, esta compra os produtos já acabados.

O setor calçadista em geral é caracterizado por uma grande variedade de fornecedores de matérias-primas, máquinas e componentes. O couro é o insumo mais utilizado e é amplamente produzido Brasil por empresas com pouco poder de barganha frente a Arezzo&CO. Portanto, a empresa não depende de nenhum fornecedor em específico.

A oscilação do preço do couro afeta diretamente o custo do produto final, enquanto os produtos relacionados à indústria petroquímica tais como o plástico e a

borracha têm seu preço atrelado ao dólar e, portanto, exercem considerável influência no setor calçadista.

A valorização do real frente a moedas estrangeiras, principalmente o dólar pode impactar negativamente no resultado empresa, dado que 9,2% de sua receita à anual é proveniente do mercado externo, sendo que destes 57% foram referentes operação direta nos EUA e 43% foram referentes às exportações para o resto do mundo.

1.4.4 Canais de Distribuição

Apesar de contar com diferentes canais de distribuição, a gestão da empresa opta por planejar, controlar e avaliar estes canais de forma integrada. Sendo assim, a companhia possui apenas um segmento operacional, sendo ele o de varejo de calçados, bolsas e acessórios.

Ainda assim, para fins gerenciais, a companhia divide as receitas por canal de distribuição e por marca, sendo que os resultados dos anos entre 2013 e 2017 estão expostos a seguir:

Figura 3 - Segmentação da receita bruta interna por canal de venda

	2013	2014	2015	2016	2017
Por canal					
<i>Franquias</i>	583.110	661.348	638.293	686.334	748.055
<i>Represent. Receita Bruta Total</i>	47%	49%	44%	44%	45%
<i>Lojas próprias</i>	291.368	271.534	291.540	301.315	298.692
<i>Represent. Receita Bruta Total</i>	24%	20%	20%	19%	18%
<i>Multimarcas</i>	288.566	299.612	305.194	303.661	343.749
<i>Represent. Receita Bruta Total</i>	23%	22%	21%	20%	20%
<i>Web Commerce</i>	-	43.812	68.760	108.080	128.973
<i>Represent. Receita Bruta Total</i>	0%	3%	5%	7%	8%
<i>Outros²</i>	7.374	5.494	3.309	2.618	4.939
<i>Represent. Receita Bruta Total</i>	1%	0%	0%	0%	0%

Fonte: O autor (2018)

A companhia se utiliza de um centro de distribuição de 8.400 m² localizado na cidade de Campo Bom, no Estado do Rio Grande do Sul, e outro de 7.400 m² na cidade de Cariacica, no Estado do Espírito Santo.

Nestes locais a companhia recebe toda a compra de sapatos, bolsas e acessórios que é entregue pelos fornecedores de acordo com cronograma previamente estabelecido. Estes dois centros de distribuição abastecem toda a estrutura de franquias, *web commerce*, lojas próprias e clientes de varejo multimarcas.

As fábricas independentes enviam seus produtos para estes centros de distribuição, onde as mercadorias serão submetidas a mais uma etapa do controle de qualidade, seguido do processamento, armazenamento e posterior entrega às lojas, sejam elas franqueadas, próprias ou multimarcas.

O envio dos produtos do centro de distribuição para as lojas é feito por transportadoras terceirizadas, por meio rodoviário. A companhia não depende de nenhuma transportadora específica e tem facilidade na eventual substituição de uma delas. Além disso, possui apólice de seguro contra acidentes ocorridos durante o transporte de seus produtos.

Além dos dois centros de distribuição principais, a Arezzo&CO conta com um pequeno centro localizado na cidade de São Paulo. O local faz reposições das marcas Arezzo, Schutz e Anacapri para as lojas próprias do grupo localizadas na cidade, aumentando a disponibilidade de estoque para estas lojas.

A companhia utiliza um sistema de logística que permite receber os pedidos dos canais e atendê-los em um tempo médio de uma semana.

1.4.4.1 Lojas Próprias

A empresa distribui estrategicamente suas lojas próprias pelas maiores cidades do país, em sua maioria nas cidades de São Paulo e Rio de Janeiro. Além da função intuitiva de vender os produtos da companhia, as lojas da Arezzo&CO são construídas para gerar visibilidade, aproximar a companhia das clientes finais e gerar *know-how* de varejo.

1.4.4.2 Franquias

Com a marca e o *know-how* construídos através da loja própria, a Arezzo&CO aposta no sistema de franquias cujas lojas são geridas por franqueados de perfil adequado às atividades da empresa. As franquias aumentam a facilidade com que o consumidor acessa os produtos da marca, garantem a expansão rápida do número de lojas e oferecem a empresa uma forma de se expandir utilizando baixo capital de investimento.

Em 2017, 56% dos franqueados tinham exatamente 1 franquia Arezzo&CO, enquanto 24% tinham 2 franquias, 10% tinham 3 franquias e outros 10% tinham 4 franquias ou mais. No mesmo ano, a receita proveniente das franquias correspondeu a 45% do faturamento total da empresa. Portanto, a Arezzo&CO é extremamente cuidadosa na seleção de seus franqueados e no relacionamento com os mesmos.

A empresa recorrentemente fornece treinamentos a vendedores e coordenadores das franquias, e estabelece indicadores e metas alinhadas com a estratégia da empresa para os mesmos. Ao bater as metas, a empresa recebe uma premiação, que é revertida em investimento na própria franquia.

Como resultado, a empresa recebeu em 2016 o prêmio de "Melhores Franquias do Brasil", da revista "Pequenas Empresas & Grandes Negócios", e recebeu em 2017 o prêmio de "Excelência em Franchising" da Associação Brasileira de Franquias (ABF). A empresa também afirma que a rotatividade de franqueados nas franquias da Anacapri é de apenas 1%, número considerado extremamente baixo. As franquias possuem contrato de *royalties* firmados com a Arezzo&CO.

1.4.4.3 Lojas Multimarca

A estratégia empregada na utilização do canal de lojas multimarca é a de utilizar lojas de terceiros para aumentar a capilaridade da empresa. As lojas multimarca preenchem lacunas de penetração deixadas pelas lojas próprias e lojas franqueadas, permitindo a Arezzo&CO estar presente em localidades aonde, de outra forma, não poderia pois a abertura de uma loja própria ou franquia seria comercial e financeiramente inviável.

1.4.4.4 E-commerce

Apesar da entrada um pouco tardia no e-commerce e da dificuldade extra em se vender calçados online, o e-commerce da Arezzo&CO tem demonstrado crescimento consistente. A empresa continua investindo bastante no canal, uma vez que o sucesso do e-commerce é fundamental na aplicação da estratégia omnicanal da empresa.

1.4.4.5 Mercado Externo

Durante o ano de 2017, o mercado externo respondeu por 9,2% da receita bruta da companhia.

Segue abaixo tabela indicativa da receita bruta atribuída a cada um dos países responsáveis pela receita externa da Arezzo&CO no ano de 2017:

Figura 4 - Exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2017

Países	Receita (R\$ mil)	% receita líquida de países estrangeiros
USA	89.033.300	57,6
Portugal	14.231.018	9,2
Chile	2.884.320	1,9
Argentina	2.587.974	1,7
Itália	1.437.963	0,9
Outros	44.290.425	28,7
Total receita bruta	154.465.000	100,0

Fonte: Arezzo&CO, março de 2017

1.4.5 *Fast Fashion*

A empresa aplica a estratégia do *fast fashion*, que consiste na renovação constante dos produtos oferecidos nas lojas do varejo de moda. Na contramão do varejo tradicional, que produz 4 coleções anuais, a estratégia *fast fashion* produz várias microcoleções ao longo do ano.

A estrutura de negócios flexível da companhia permite a mesma produzir de quinze a vinte uma novas coleções ao longo do ano, com produtos que são disponibilizados semanalmente nos pontos de venda. Esta rotatividade estimula o consumidor a visitar a loja constantemente em busca das novidades e a comprar por impulso.

A agilidade na criação das coleções provém do fato de que as coleções são desenhadas e prototipadas internamente, reduzindo o ciclo de P&D do produto. Esta agilidade também permite a empresa operar com estoques reduzidos.

A Arezzo&CO também ganha agilidade na produção de seus sapatos devido a proximidade dos fornecedores, localizados estrategicamente no *cluster* calçadista do Vale dos Sinos, no Estado do Rio Grande do Sul.

1.4.6 *Omnicanalidade*

A omnicanalidade é uma das mais novas tendências do varejo. Esta consiste na integração completa de todos os canais de contato com o cliente disponíveis, de

modo inter-relacionado, de modo que um cliente que tenha iniciado comunicação por um canal possa continuá-lo por outro, sem prejuízo na experiência de consumo.

A experiência omnicanal facilita o contato do cliente com a marca, estreita a relação com o consumidor e aumenta a conversão de contatos em vendas. Portanto, a migração do atual modelo multicanal para o modelo omnicanal é uma das prioridades da empresa para o ano de 2018, o que fará da Arezzo&CO a primeira calçadista brasileira a migrar para o modelo omnicanal.

1.4.7 Comunicação e Marketing

A Arezzo&CO investe bastante na construção das marcas e nas campanhas publicitárias, uma vez que este é um fator crítico no varejo de moda. Para tanto, mantém suas marcas na mídia especializada ao vincula-las à artistas e formadores de opinião.

Além disso, a empresa também investe em suas lojas conceito, que são instaladas em ruas estratégicas nas principais capitais brasileiras e fortalecem as marcas ao dar visibilidade e definir a identidade de cada marca, o que acaba por se refletir no aumento das vendas de lojas franqueadas, lojas próprias e clientes multimarcas.

A Arezzo&CO se preocupa em oferecer uma experiência única de compra. Por isso, renova a cada coleção o catálogo de produtos, o ambiente da loja, os uniformes das vendedoras e até mesmo as embalagens dos produtos.

1.4.8 Estratégia

A companhia afirma o desejo de continuar expandindo sua base de lojas no Brasil, por meio da abertura de novas franquias e lojas próprias, além da expansão da base de lojas multimarcas em que seus produtos estão expostos. Também é uma meta a expansão da venda de mesmas lojas, tal como o crescimento do canal de web-commerce.

Em relação as marcas da Arezzo&CO, a companhia pretende fortalecer as marcas Arezzo e Schutz e aumentar a presença das marcas Anacapri, Alexandre Birman, Fiever e Owme no mercado brasileiro e internacional, incrementando portanto suas vendas.

A expansão internacional da companhia se dará principalmente por meio das marcas Schutz e Alexandre Birman no mercado americano. Para tanto, a empresa abrirá novas lojas próprias, além de expandir seu canal de atacado e *web-commerce*.

Como meio adicional de crescimento, a empresa monitora o setor de varejo de calçados e acessórios feminino brasileiro e externo, analisando potenciais aquisições estratégicas de empresas do mesmo segmento. Para ser considerada um bom alvo para aquisição, a Arezzo&CO deseja que a empresa apresente boas métricas operacionais e sinergias com a operação atual.

A Arezzo&CO defende que, com o contínuo crescimento, conseguirá ganhar economia de escala, reduzindo seus custos fixos e melhorando sua eficiência operacional.

1.4.8.1 Modelo Asset Light

A companhia adota um modelo de negócios *Asset Light*, no qual o capital investido é baixo e apenas 10% da base de lojas da empresa são lojas próprias. Além disso, somente 10% do volume é produzido através de fábricas próprias. Esse modelo contribuiu para um retorno sobre o capital investido de 27,4%, 21,1%, 19,4%, nos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2017, 2016 e 2015, respectivamente.

1.4.9 Principais Prêmios recebidos

Entre os anos de 2004 a 2009 e no ano de 2011, a companhia foi considerada a melhor franquia de calçados, vestuário e acessórios do Brasil pela Revista Pequenas Empresas e Grandes Negócios.

Em 2012 a empresa recebeu o prêmio de "Empresas mais admiradas do Brasil" da Revista Carta Capital, além de receber o prêmio "Melhor franquia" da Associação Comercial e de figurar entre as "30 Melhores Empresas do Agronegócio, de Couro, e Calçado" do Globo Rural.

Em 2013, foi escolhida como a "TOP 1 Franchising Brasileira" do Grupo Bittencourt". Em 2014, esteve no "Grand Prix de melhor programa global de relações com investidores" na categoria Small Cap pela IR Magazine Brazil, esteve na lista de "Melhores do Varejo" da Revista Forbes Brasil na categoria Finanças.

Em 2016, voltou a ser premiada na lista de melhores franquias do Brasil da Revista Pequenas Empresas e Grandes Negócios. Também recebeu o prêmio de "Excelência em Franchising" pela ABF (Associação Brasileira de Franchising). No mesmo ano, a marca Schutz foi reconhecida nos EUA com o prêmio "Brand of the Year 2016", no evento "Footwear News Annual Achievement Awards". Também recebeu o prêmio "Marcas mais Sociais - Top 10 em engajamento nas redes sociais" do Indexsocial, e nos EUA foi reconhecida com o prêmio "Brand of the Year", da

"Footwear News".

Em 2017, recebeu o prêmio Alshop nas categorias "Excelência no Varejo Categoria Design" e "Destaque do Programa Excelência no Varejo" pela marca Arezzo. Enquanto isso, a marca Alexandre Birman foi consagrada com o prêmio "Designer of the Year" pela FFANY (Fashion Footwear Association of New York).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Copeland argumenta que a escolha do método mais adequado para se fazer um valuation varia de acordo com o cenário e com o propósito que baseia a avaliação, além das características da empresa e da confiabilidade das informações disponíveis (Copeland et al, 2000; Pignataro, 2013).

Póvoa, por sua vez, defende que a análise da empresa depende não só da situação atual da companhia, mas também do histórico da empresa e de seu comportamento em tempos passados. Assim, cabe ao analista interpretar as informações coletadas a respeito da empresa da maneira que achar mais apropriada (Póvoa, 2012).

Dentre as diversas metodologias de avaliação de empresas existentes, podemos destacar dois tipos, que englobam todas as outras formas de avaliação aceitas na academia. São elas a avaliação relativa e a avaliação intrínseca.

2.1 AVALIAÇÃO RELATIVA

A avaliação relativa se utiliza do preço de mercado de empresas comparáveis para precificar a empresa a ser avaliada. Ao se utilizar da avaliação relativa, o analista considera que o valor justo da empresa avaliada deve ser proporcional ao valor justo de empresas comparáveis. Isto é, empresas que operam mercados similares, atendendo públicos similares e oferecendo produtos similares. Portanto, a avaliação relativa proporciona estimativas mais realistas em relação ao mercado.

Desse modo, uma empresa com múltiplos inferiores a média do setor é considerada subavaliada. Por outro lado, uma empresa com múltiplos superiores a média do setor é considerada sobreavaliada.

Entretanto, essa abordagem recebe críticas por ser rasa, por não levar em consideração outros fatores intrínsecos ao negócio da empresa e por tomar como premissa que os ativos comparáveis estão precificados ao seu valor justo. Além disso, os múltiplos podem ser facilmente manipulados pelas empresas, pois esta metodologia de avaliação é bastante sensível a mudanças nos números reportados, os quais podem ser manipulados através de manobras contábeis.

2.2 MODELO DE DIVIDENDOS DESCONTADOS

O modelo de dividendos descontados considera que o valor justo de uma empresa é o somatório de todos os dividendos que o acionista irá receber, trazidos ao valor presente.

Nesse caso, o valor justo da ação seria:

$$P_0 = \text{Div}_1 / (r - g)$$

Onde:

P_0 = Valor justo da ação

Div_1 = Dividendo esperado no próximo período

r = Taxa de Desconto

g = Taxa de crescimento dos dividendos na perpetuidade

Apesar de ser amplamente aceito na academia e no mercado, este modelo peca por ser extremamente sensível a taxa de crescimento dos dividendos na perpetuidade, a qual é muito difícil de ser estimada com precisão, principalmente quando se trata de empresas que ainda não atingiram sua maturidade, tal qual a Arezzo&CO.

2.3 MODELO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Essa metodologia considera que o objetivo maior de qualquer empresa não beneficente é obter lucro, o que se traduz em geração de caixa para seus acionistas. Portanto, o valor justo de uma empresa depende de sua capacidade de gerar caixa no futuro, sendo que este caixa deve ser trazido ao valor presente por meio de uma taxa de desconto (Copeland et al, 2000; Pignataro, 2013). A taxa de desconto reflete o grau de incerteza associado ao investimento, e seu cálculo pode envolver um certo grau de subjetividade.

Por ser a abordagem mais utilizada no mercado financeiro e por permitir que o analista considere tanto aspectos macroeconômicos quanto aspectos microeconômicos em sua análise, foi escolhido o modelo de fluxo de caixa descontado para a realização deste trabalho.

3 METODOLOGIA

Segundo Damodaran, o valor intrínseco de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa que se espera que o ativo irá gerar ao longo de sua vida útil, e pelo grau de incerteza a ele associado. O modelo de fluxo de caixa descontado segue essa mesma lógica, projetando os fluxos de caixa futuros da empresa e trazendo-os ao valor presente através de uma taxa de desconto que reflete o grau de incerteza associada ao investimento. Por isso, o fluxo de caixa descontado é a metodologia de avaliação de empresas mais utilizada pelos analistas no mercado.

Como a projeção dos fluxos de caixa depende da capacidade do analista de fazer previsões sobre o futuro da empresa e do ambiente no qual ela está inserida, a metodologia de fluxo de caixa descontado é mais eficaz quando utilizada em ambientes de menor incerteza. Sendo assim, pode não ser o melhor método para avaliar empresas em situação de estresse, ou cujo futuro é incerto.

O modelo de fluxo de caixa descontado pode ser abordado pela ótica da empresa, pela metodologia do fluxo de caixa livre para a empresa (*free cash flow to firm - FCFF*), ou pela ótica do acionista, pela metodologia do fluxo de caixa livre para o acionista (*free cash flow to equity - FCFE*). Ambos estimam os fluxos de caixa futuros e uma taxa de desconto. Porém, as taxas de desconto e a metodologia de projeção dos fluxos de caixa são diferentes entre os dois métodos.

3.1 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A EMPRESA (FCFF)

O FCFF é o fluxo de caixa que resta a empresa após quitadas todas as suas necessidades de investimento no período. O mesmo é calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} \times (1 - \text{IR}) + \text{Depreciação} - \text{CAPEX} - \text{Variação no Capital de Giro}$$

Onde:

EBIT = *Earnings Before Interest and Taxes*, ou LAJIR, que significa Lucro Antes de Juros e Imposto de Renda.

IR = Imposto de renda e contribuição social sobre lucro líquido

Depreciação = Depreciação do período

CAPEX = *Capital expenditures*, ou investimentos em capital

Variação no capital de giro = Variação no capital de giro necessário para a execução das atividades da empresa.

3.2 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC)

O WACC (*Weighted-average cost of capital*) é o retorno exigido pelo investidor para se expor ao risco de investir na empresa. Seguro Damodaran (2006), esta é a taxa mínima de retorno que a empresa deve oferecer para ser atraente aos olhos do investidor.

Segundo Copeland, o WACC é calculado a partir da seguinte equação:

$$\mathbf{WACC} = K_e * E/(E+D) + K_d * (1-IR) * D/(E+D)$$

Onde:

K_e = Custo do capital próprio

E = Capital próprio

D = Capital de terceiros

K_d = Custo do capital de terceiros

IR = Alíquota de imposto de renda e contribuição social

3.2.1 Custo do Capital Próprio (K_e)

O custo de capital próprio é a taxa de retorno que o acionista exige para investir na empresa. Em 1964, Willian Sharpe criou o CAPM, uma equação que serve para encontrar o custo de capital próprio:

$$\text{CAPM} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Onde:

CAPM = Taxa de retorno esperada para se investir no ativo

R_f = Taxa livre de risco

β = Coeficiente beta ou risco sistemático

R_m = Taxa de retorno esperada para o mercado

A taxa livre de risco utilizada é geralmente a taxa de um título público federal, pois se parte da premissa de que governos não dão calote. O modelo também utiliza o conceito de coeficiente beta, representado pela letra grega β . O coeficiente beta, ou risco sistemático, relaciona o movimento passado da ação com relação aos movimentos do mercado e corresponde ao risco não diversificável. O beta é equivalente a covariância do retorno do ativo com o retorno de um portfólio

composto por todos os ativos do mercado, dividido pela variância do mesmo portfólio.

Damodaran argumenta que mercados menos maduros e ainda em desenvolvimento, como é o caso do Brasil, a série histórica de retornos do mercado não é longa o bastante para gerar uma estatística confiável. Portanto, ele sugere adicionar a equação do CAPM uma variável para compensar pelo risco de um país em desenvolvimento, denominada de Prêmio de Risco País (*Country Risk Premium - CRP*).

O prêmio de risco país é determinado pelo risco que o país em questão apresenta de dar calote. A classificação dos países com relação a seu risco de calote é feita pelas agências de *rating*, tais como MOODY'S, S&P e FITCH. Dessa forma, a equação do CAPM modificada é:

$$\mathbf{CAPM} = R_f + \beta_L * (R_m - R_f + CRP)$$

Onde:

R_f = Taxa de juros do tesouro dos EUA

β_L = Beta alavancado

R_m = Taxa de retorno esperada para um mercado maduro (EUA)

CRP = *Country Risk Premium*, ou prêmio de risco país

O cálculo do beta alavancado é feito através da seguinte fórmula:

$$\beta_L = \beta_i [1 + (1 - IR) * D/E]$$

Onde:

β_L = Beta Alavancado

β_i = Beta Desalavancado

IR = Alíquota de Imposto de Renda e Contribuição Social

D = Capital de Terceiros

E = Capital Próprio

4 ANÁLISE DE DADOS

4.1 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC)

4.1.1 Estrutura de Capital

Ao final de 2016, a companhia apresentava R\$ 106 milhões em dívidas e R\$ 670 milhões em patrimônio líquido. Já ao final de 2017, apresentou R\$ 182 milhões em dívidas e R\$ 665 milhões em patrimônio líquido. Portanto, conclui-se que 17,7% do capital da empresa é capital de terceiros e que 82,3% do capital da empresa é capital próprio.

4.1.2 Custo de Capital de Terceiros (K_d)

O capital de terceiros que compõe o capital total da Arezzo&CO é proveniente de linhas de crédito incentivadas, e a mesma não possui rating. Podemos observar a estrutura de endividamento da empresa na tabela abaixo:

Figura 5 - Estrutura de Endividamento da Arezzo&CO

Tipo	Taxa de Juros e Encargos	Valor	Taxa média
FINAME	Entre 2,5% a.a. e 6% a.a.	623	4,25%
Adiantamento de Contrato de Câmbio - ACC	Média de 3,07 a.a.	55.381	3,07%
FINEP	Entre 4% e 5,25% a.a.	26.456	4,63%
Empréstimos em Moeda Estrangeira	Libor + 1,25% a.a.	99.285	4,08%
Média Ponderada			3,85%

Fonte: Formulário de Referência da Arezzo&CO (Arezzo&CO, dezembro 2017)

O custo de capital de terceiros foi calculado a partir da média ponderada do endividamento da companhia, que no ano de 2017 foi de 3,85% a.a.

4.1.3 Custo de Capital Próprio (K_e)

Podemos calcular o custo de capital próprio através do modelo CAPM.

4.1.3.1 Taxa Livre de Risco (R_f)

O título do governo americano é considerado o investimento mais seguro do

mundo. Portanto, este trabalho utilizou como taxa livre de risco a remuneração dada pelo T-Bond de 10 anos, cotada através do site da Bloomberg. Isso resultou em uma taxa de 2,95% ao ano.

4.1.3.2 Prêmio de Risco (R_m e CRP)

O prêmio de risco utilizado foi o calculado e sugerido por Damodaran em seu blog.

Este é composto pela soma do risco país brasileiro e do prêmio de risco de um mercado de um mercado maduro (nesse caso, os Estados Unidos). Os valores que Damodaran encontrou foram de 3,46% para o risco país brasileiro e 5,08% para o prêmio de risco do mercado norte americano. Portanto, o prêmio de risco é de 8,54%.

4.1.3.3 Alíquota de IR (IR)

A despeito da alíquota de imposto de renda e contribuição social sobre lucro líquido no Brasil ser de 34%, este trabalho considerou que a Arezzo&CO pagará apenas 20% de alíquota durante o horizonte projetado, uma vez que esta recebe benefícios tributários e historicamente paga menos do que 30%, tendo pago apenas 15,6% de alíquota durante o ano de 2017.

4.1.3.4 Beta Alavancado (β_L)

Para se encontrar o beta alavancado, é necessário se obter primeiro o beta desalavancado do setor. Para isso, foi utilizado o sugerido pelo Damodaran em seu blog. Foi utilizado o beta do segmento "Shoe", correspondente ao segmento de calçados, que era de 0,82.

Para se alavancar o beta, utilizou-se a fórmula do beta alavancado e o valor encontrado foi de 0,96.

4.1.3.5 Aplicação do CAPM

Agora que temos todas as informações necessárias, podemos aplicar o CAPM segundo a fórmula:

$$\mathbf{CAPM} = R_f + \beta_L * (R_m - R_f + CRP)$$

Ao aplicar a fórmula utilizando os valores obtidos anteriormente, concluímos que o custo de capital próprio (K_e) é de 8,32%. Entretanto, esse custo de capital não está ajustado para o diferencial de inflação entre o Brasil e os Estados Unidos. Para isso, precisamos utilizar a fórmula da paridade de juros para converter o custo de capital próprio nominal no custo de capital próprio real.

4.1.3.6 Paridade de Juros

Para ajustar a taxa de desconto encontrada ao mercado brasileiro, utilizaremos a fórmula da paridade de juros:

$$(1 + J_B) = (1 + J_{EUA}) * (1 + I_B)/(1 + I_{EUA})$$

Onde:

J_B = Taxa de juros em Reais

J_{EUA} = Taxa de juros em Dólares

I_B = Média do IPCA dos últimos 5 anos

I_{EUA} = Média do IPC dos últimos 5 anos

Na figura a seguir, temos a inflação dos últimos 5 anos no Brasil, representada pelo índice IPCA, e a inflação dos últimos 5 anos nos Estados Unidos, representada pelo índice IPC. A média destes índices é de 6,3% e 1,43%, respectivamente.

Figura 6 - IPCA e IPC nos últimos 5 anos

Inflação Histórica	2013	2014	2015	2016	2017	Média
Brasil (IPCA)	5,91%	6,41%	10,67%	6,29%	2,21%	6,30%
EUA (IPC)	1,50%	0,76%	0,73%	2,07%	2,11%	1,43%

Fonte: O autor (2018)

Ao aplicar a fórmula da paridade de juros, encontramos que o custo próprio de capital em reais é de 13,52%.

4.1.4 Aplicação do WACC

Com os dados anteriormente calculados, podemos utilizar a fórmula do WACC para obter o custo médio ponderado de capital.

$$\text{WACC} = K_e * E/(E+D) + K_d * (1-IR) * D/(E+D)$$

Como $E/(E+D)$ representa a porcentagem de capital próprio na composição de capital da companhia, e $D/(E+D)$ representa a porcentagem de capital de terceiros no capital da companhia, temos que:

$$\text{WACC} = 13,37\% * 82,3\% + 3,85\% * (1 - 20\%) * 17,7\% = 11,67\%$$

A tabela a seguir ilustra os insumos utilizados no cálculo do WACC do horizonte projetado:

Figura 7 - Cálculo do WACC projetado

Cálculo do WACC Projetado	
Capital de Terceiros (D)	17,7%
Capital Próprio (E)	82,3%
Custo do Cap. De Terceiros (Kd)	3,85%
Taxa Livre de Risco (Rf)	2,95%
Risco País Brasil (CRP)	3,46%
Risco de Mercado (MRP)	5,08%
Alíquota de IR e CSLL	20,00%
Beta Desalavancado	0,82
Beta Alavancado	0,96
Custo do Cap. Próprio (Ke) Nominal	8,32%
Média IPCA últimos 5 anos	6,30%
Média IPC últimos 5 anos	1,43%
Custo do Cap. Próprio (Ke) Real	13,52%
WACC Projetado	11,67%

Fonte: O autor (2018)

4.2 VALOR DE MERCADO (MARKET CAP)

O valor de mercado da empresa foi obtido através do preço de fechamento das ações da Arezzo no dia 08 de março de 2017, multiplicado pelo total de ações no fechamento do 4º trimestre de 2017, obtido através do site da CVM. O valor de mercado encontrado foi de R\$ 4,667 bilhões.

4.3 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA (FCFF)

O quadro abaixo expõe a demonstração do resultado do exercício da Arezzo&CO nos anos de 2013 a 2017.

Figura 8 - DRE Arezzo&CO - 2013 a 2017

R\$ Mil	2013	2014	2015	2016	2017
Receita Líquida	962.950	1.052.909	1.120.557	1.239.110	1.360.474
CMV	(537.221)	(603.610)	(644.658)	(689.819)	(736.706)
Lucro bruto	425.729	449.299	475.899	549.291	623.768
SG&A	(277.239)	(301.229)	(334.610)	(397.964)	(450.135)
Lucro Operacional	148.490	148.070	141.289	151.327	173.633
Resultado Financeiro	7.627	13.417	23.268	5.673	9.300
Lucro Antes do IR e CSLL	156.117	161.487	164.557	157.000	182.933
Imposto de Renda e CSLL	(45.562)	(48.735)	(44.894)	(40.851)	(28.463)
Lucro líquido	110.555	112.752	119.663	116.149	154.470

Fonte: O autor (2018)

4.3.1 Premissas da Projeção

Na elaboração das premissas que embasaram o modelo, foram levadas em consideração tanto variáveis macroeconômicas quanto microeconômicas. A receita bruta foi projetada por meio da segregação da receita em canais de venda, sendo eles o canal de franquias, as lojas próprias, as lojas multimarcas, o *e-commerce* e o mercado externo. Em todas as projeções de receita foram consideradas a situação macroeconômica do país, em especial o início da recuperação econômica do mesmo.

A receita do canal de franquias foi projetada como uma função da receita bruta por m² das lojas de franquias e da área de vendas de franquias total. Já a receita do canal de lojas próprias foi projetada de maneira análoga.

Considerou-se que receita por m² de franquias iria diminuir 1% ao ano, devido ao risco de saturação de franquias em mesmas praças e da dificuldade de se encontrar novos pontos e franqueados tão bons quanto os já existentes. Por outro lado, considerou-se que a receita por m² de lojas próprias cresceria 1% ao ano, devido ao histórico de crescimento deste indicador e devido a menor chance da Arezzo&CO escolher abrir lojas em locais já saturados de suas marcas. A chance é menor porque a loja própria funciona como uma maneira de fortalecer a marca em determinada região. Este fortalecimento não é necessário em regiões em que a marca já está bastante presente.

A área total de vendas de franquias e de lojas próprias foi projetada em função do número total de lojas e do tamanho médio das lojas. Enquanto considerou-se um aumento gradual no número de lojas próprias e franquias, considerou-se que o tamanho médio das lojas permanecerá constante ao longo dos anos.

Espera-se grande crescimento dos canais de *e-commerce* e mercado externo nos próximos anos, porém este deve se atenuar conforme ocorre a maturação destes canais. Já o setor de vendas para multimarcas, foi considerado um crescimento mais suave.

Em vez de projetar o custo de mercadorias vendidas, este trabalho optou por projetar a margem bruta. A empresa vinha ganhando margem bruta historicamente, e este trabalho considerou que ela ainda conseguiria ganhar mais margem bruta em função do aumento do poder de barganha com os fornecedores e em função da expansão da atuação de marcas com tíquete médio mais elevado, que provavelmente se refletirão em margens brutas mais robustas.

Considerou-se que a empresa ganharia eficiência nas suas despesas e que conseguiria retornar a níveis próximos (porém não tão bons quanto) dos que tinha no período anterior a crise econômica. Os ganhos foram maiores nas despesas gerais e administrativas e nas despesas com vendas, logísticas e suprimentos.

O CAPEX foi projetado como uma porcentagem da receita líquida. Já a variação do capital de giro foi projetada por meio de projeções para os indicadores de dias de clientes, dias de estoques e dias de fornecedores. A partir destas projeções foi possível projetar as contas de clientes, estoques e fornecedores, o que formou o capital de giro para cada ano da projeção.

O crescimento na perpetuidade foi de 6%, em linha o com forte potencial de expansão da companhia. O número de ações ordinárias era de 89.766.000.

4.3.2 Projeção do Fluxo de Caixa Livre para a Firma

O quadro a seguir apresenta as projeções do autor para o resultado da Arezzo&CO, de acordo com as premissas descritas anteriormente. A última linha se refere ao valor presente dos fluxos de caixa, que foram descontados ao custo médio ponderado de capital, em conformidade com a metodologia do fluxo de caixa descontado.

Figura 9 - Fluxo de caixa livre, histórico e projetado

R\$ Mil	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Receita Bruta	1.357.996	1.434.658	1.554.147	1.678.873	1.884.844	2.077.844	2.287.392	2.507.850	2.708.388
Receita Líquida	1.052.909	1.120.557	1.239.110	1.360.474	1.490.932	1.643.598	1.809.353	1.983.737	2.142.365
Lucro Bruto	449.299	475.899	549.291	623.768	685.829	764.273	843.158	932.356	1.006.912
Lucro Operacional	148.070	141.289	151.327	173.633	202.167	243.988	287.592	336.139	374.801
IR	(48.735)	(44.894)	(40.851)	(28.463)	(40.433)	(48.798)	(57.518)	(67.228)	(127.432)
Depreciação e Amortização	(13.230)	(24.208)	(25.815)	(32.632)	(29.441)	(32.456)	(35.729)	(39.173)	(42.305)
CAPEX	(50.530)	(25.774)	(25.067)	(21.547)	(22.364)	(24.654)	(27.140)	(29.756)	(32.135)
Variação no Capital de Giro	7.982	16.869	36.739	(13.310)	33.154	38.725	42.123	44.240	40.323
FCFF	54.053	77.959	74.484	169.565	135.657	164.267	196.539	234.088	217.215
VPL FCFF	54.053	77.959	74.484	169.565	121.484	131.734	141.147	150.548	125.100

Fonte: O autor (2018)

Ao somar os fluxos de caixa projetados na figura, encontramos o valor explícito na projeção, equivalente a 670 milhões.

4.3.3 Valor dos Fluxos de Caixa na Perpetuidade

Damodaran (2012) argumenta que, na perpetuidade, os betas de todas as empresas tendem a 1. Além disso, seria imprudente acreditar que a Arezzo&CO manteria seus benefícios fiscais eternamente. Portanto, é mais indicado se considerar que a alíquota de IR e CSLL na perpetuidade será de 34%. Sendo assim, é necessário se recalculer o WACC para a perpetuidade.

Aplicando a mesma metodologia de cálculo do WACC utilizada anteriormente, e dessa vez atualizando o beta alavancado para 1 e o IR e CSLL para 34%, encontramos o um custo médio ponderado de capital de 11,76%. A tabela a seguir demonstra os números utilizados no cálculo do WACC na perpetuidade:

Figura 10 - Cálculo do WACC na perpetuidade

Cálculo do WACC na Perpetuidade	
Capital de Terceiros (D)	17,7%
Capital Próprio (E)	82,3%
Custo do Cap. De Terceiros (Kd)	3,85%
Taxa Livre de Risco (Rf)	2,95%
Risco País Brasil (CRP)	3,46%
Risco de Mercado (MRP)	5,08%
Alíquota de IR e CSLL	34,00%
Beta Alavancado	1,00
Custo do Cap. Próprio (Ke) Nominal	8,54%
Média IPCA últimos 5 anos	6,30%
Média IPC últimos 5 anos	1,43%
Custo do Cap. Próprio (Ke) Real	13,74%
WACC da Perpetuidade	11,76%

Fonte: O autor (2018)

O valor da perpetuidade pode ser obtido através do Modelo de Gordon, que estabelece que:

$$P_0 = D_0 * (1 + g)/(K_e - g)$$

Onde:

P_0 = Preço da ação no momento atual

D_0 = Dividendo da ação no momento atual

g = Taxa de crescimento na perpetuidade

K_e = Custo de capital

Após calcular o custo de capital para perpetuidade e considerar um crescimento na perpetuidade de 6%, podemos aplicar a fórmula e trazer o valor encontrado para o valor presente, encontrando que o valor justo da perpetuidade é de R\$ 2,293 bilhões.

4.3.4 Valor Justo da Ação

Podemos encontrar o valor justo da empresa ao somar o valor explícito na projeção com o valor da perpetuidade, encontrando assim o valor de R\$ 2.963 milhões, aproximadamente R\$ 3 bilhões. Entretanto, é necessário considerar que a empresa está endividada, e portanto o valor da participação será menor do que o

valor da empresa.

Ao subtrair do valor da empresa a dívida líquida (Dívida total - Caixa), equivalente a R\$ 156,175 milhões, encontramos que o valor justo da participação é de R\$ 2,807 bilhões.

Para encontrar o valor justo de cada ação, devemos dividir o valor da participação pelo total de ações. Assim, encontramos que o valor justo de cada ação da empresa é de R\$ 31,28.

O quadro a seguir resume as informações utilizadas no cálculo do valor justo da ação:

Figura 11 - Informações relativas ao cálculo do valor justo

Cálculo do Valor Justo	
G (Crescimento na Perpetuidade)	6,0%
EV Explícito	670.012
EV na Perpetuidade	2.293.934
Dívida Líquida	156.175
Total de Ações (mil)	89.766

Fonte: O autor (2018)

5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve o objetivo de compreender as tendências do varejo e analisar o posicionamento da Arezzo&CO frente a estas mudanças, encontrando um valor justo para a empresa através da metodologia do fluxo de caixa descontado.

Para tanto foi necessário analisar a situação macroeconômica na qual a empresa se insere e depois compreender os fundamentos da empresa, analisando tanto o modelo de negócios quanto os resultados da empresa.

Após a projeção dos fluxos de caixa futuros, foram necessários alguns cálculos para se definir o custo de oportunidade do investimento. A partir deste custo de oportunidade e dos fluxos já projetados, foi possível calcular o valor justo da Arezzo&CO por meio do modelo de fluxo de caixa descontado, utilizando a metodologia do fluxo de caixa livre para a firma.

Ao se concluir que o valor justo da ação é de R\$ 31,28, verificou-se que embora a Arezzo&CO seja uma empresa extremamente eficiente e rentável, não se pode recomendar o investimento na mesma. De fato, a discrepância entre o preço praticado no mercado e do preço justo de cada ação indica que a melhor atitude a ser tomada seria a venda.

A sobrevalorização acontece porque, por melhor que seja a operação da empresa, ela não está imune às euforias do mercado, que eventualmente a precifica muito acima ou muito abaixo de seu valor justo. Entretanto, essas falhas na precificação são oportunidades de investimento que, se acertadas, podem render bons lucros ao acionista.

Apesar que o trabalho tenha concluído que a melhor atitude seria a venda das ações, isso não garante que as mesmas se desvalorizarão no futuro, pois o *valuation* é bastante subjetivo e pode ser influenciado pelo viés do analista. Somado a isso, a ferramenta do fluxo de caixa descontado tenta prever o futuro, o que é impossível de ser feito com precisão. Assim, podem acontecer surpresas que elevarão o preço da ação ou farão o mesmo despencar.

Portanto, é cabível ressaltar que este é um trabalho acadêmico, e as decisões de compra ou de venda da ação devem ser compreendidas e decididas pelo investidor, apesar de qualquer recomendação que este possa vir a receber. Portanto, a decisão final de investimento fica a cargo do investidor.

REFERÊNCIAS

AREZZO&CO. **Relações com Investidores**: Arezzo&CO. Disponível em: <<http://arezzoco.com.br/>>. Acesso em: 10 mar. 2018.

BLOOMBERG. **United States Rates & Bonds**. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>>. Acesso em: 10 mar. 2018.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas**. Tradução Maria Cláudia S. R. Ratto. 2. ed. São Paulo: Makron Books, 2000. Tradução de: Valuation - Measuring and managing the value of companies.

CVM. AREZZO INDÚSTRIA E COMERCIO S/A: Demonstrações Financeiras Padronizadas - 31/12/2017. **CVM**. 2018. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/ENETCONSULTA/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?NumeroSequencialDocumento=72053&CodigoTipoInstituicao=2>>. Acesso em: 10 mar. 2018.

DAMODARAN, Aswath. **Betas by Sector (US)**. 2018. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html>. Acesso em: 10 mar. 2018.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation**: Como avaliar empresas e escolher as melhores ações. LTC, 2012.

FAST fashion ganha destaque no varejo de moda. **Sebrae**. 2015. Disponível em: <<http://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/fast-fashion-ganha-destaque-no-varejo-de-moda,ef695d27e8fdd410VgnVCM1000003b74010aRCRD>>. Acesso em: 10 mar. 2018.

IMF. World Economic Outlook Update, January 2018: Brighter Prospects, Optimistic Markets, Challenges Ahead. **IMF**. Davos, 2018. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/01/11/world-economic-outlook-update-january-2018>>. Acesso em: 10 mar. 2018.

APÊNDICE A — DRE, BALANÇO PATRIMONIAL E PRINCIPAIS PREMISSAS

	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Total de lojas no Brasil	449	508	537	558	611	666	707	738	758	769
Número de franquias	395	455	489	510	563	617	657	687	707	717
Cresc de franquias	61	60	34	21	53	54	40	30	20	10
Número de lojas próprias	54	53	48	48	48	49	50	51	51	52
Cresc de lojas próprias	(2)	(1)	(5)	-	-	1	1	1	-	1
Área de venda - Total (m²)	31.848	35.641	37.342	38.828	41.211	44.692	47.304	49.296	50.537	51.288
Área de venda - franquias (m²)	25.262	28.466	31.087	32.440	34.925	38.275	40.756	42.617	43.858	44.478
Área de venda - lojas próprias² (m²)	6.586	7.175	6.255	6.387	6.286	6.417	6.548	6.679	6.679	6.810
Tamanho médio das lojas (m²)										
Franquias	64	63	64	64	62	62	62	62	62	62
Lojas próprias	122	135	130	133	131	131	131	131	131	131
Composição da Rec. Bruta Interna										
Franquias (R\$)	583.110	661.348	638.293	686.334	748.055	811.606	855.581	885.702	902.371	905.983
Lojas próprias (R\$)	291.368	271.534	291.540	301.315	298.692	307.964	317.391	326.977	330.246	340.089
Receita por m²										
Franquias (R\$)	23	23	21	21	21	21	21	21	21	20
Crescimento	-7%	1%	-12%	3%	1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Lojas próprias (R\$)	44	38	47	47	48	48	48	49	49	50
Crescimento	2%	-14%	23%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Receita bruta total	1.232.085	1.357.996	1.434.658	1.554.147	1.678.873	1.884.844	2.077.844	2.287.392	2.507.850	2.708.388
Receita Bruta Gráfico (milhões)	1.232	1.358	1.435	1.554	1.679	1.885	2.078	2.287	2.508	2.708
Receita de Mercado externo	61.666	76.195	127.562	152.139	154.465	216.251	281.126	365.464	456.830	548.196
Crescimento	58%	24%	67%	19%	2%	40%	30%	30%	25%	20%
Represent. Receita Bruta Total	5%	6%	9%	10%	9%	11%	14%	16%	18%	20%
Receita de Mercado interno	1.170.419	1.281.801	1.307.096	1.402.008	1.524.408	1.668.593	1.796.718	1.921.928	2.051.020	2.160.192
Por canal										
Franquias	583.110	661.348	638.293	686.334	748.055	811.606	855.581	885.702	902.371	905.983
Represent. Receita Bruta Total	47%	49%	44%	44%	45%	43%	41%	39%	36%	33%
Lojas próprias	291.368	271.534	291.540	301.315	298.692	307.964	317.391	326.977	330.246	340.089
Represent. Receita Bruta Total	24%	20%	20%	19%	18%	16%	15%	14%	13%	13%
Multimarcas	288.566	299.612	305.194	303.661	343.749	350.624	357.636	364.789	372.085	379.527
Represent. Receita Bruta Total	23%	22%	21%	20%	20%	19%	17%	16%	15%	14%
Web Commerce	-	43.812	68.760	108.080	128.973	193.460	261.170	339.521	441.378	529.653
Represent. Receita Bruta Total	0%	3%	5%	7%	8%	10%	13%	15%	18%	20%
Outros²	7.374	5.494	3.309	2.618	4.939	4.939	4.939	4.939	4.939	4.939
Represent. Receita Bruta Total	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Deduções	(269.135)	(305.087)	(314.101)	(315.037)	(318.399)	(393.911)	(434.246)	(478.039)	(524.113)	(566.023)
% da Receita Bruta	-21,8%	-22,5%	-21,9%	-20,3%	-19,0%	-20,9%	-20,9%	-20,9%	-20,9%	-20,9%
Receita Líquida	962.950	1.052.909	1.120.557	1.239.110	1.360.474	1.490.932	1.643.598	1.809.353	1.983.737	2.142.365
CMV	(537.221)	(603.610)	(644.658)	(689.819)	(736.706)	(805.104)	(879.325)	(966.194)	(1.051.381)	(1.135.453)
Lucro bruto	425.729	449.299	475.899	549.291	623.768	685.829	764.273	843.158	932.356	1.006.912
Margem bruta	44,2%	42,7%	42,5%	44,3%	45,8%	46,0%	46,5%	46,6%	47,0%	47,0%

SG&A	(277.239)	(301.229)	(334.610)	(397.964)	(450.135)	(483.662)	(520.285)	(555.567)	(596.218)	(632.111)
<i>% Receita Líquida</i>	-28,8%	-28,6%	-29,9%	-32,1%	-33,1%	-32,4%	-31,7%	-30,7%	-30,1%	-29,5%
Despesa comercial	(198.556)	(214.282)	(232.582)	(284.292)	(309.776)	(338.963)	(368.988)	(392.630)	(419.560)	(441.327)
<i>% Receita Líquida</i>	-20,6%	-20,4%	-20,8%	-22,9%	-22,8%	-22,7%	-22,5%	-21,7%	-21,2%	-20,6%
Lojas próprias e Web Commerce	(90.851)	(95.234)	(106.595)	(122.407)	(126.997)	(138.657)	(152.033)	(166.460)	(181.512)	(194.955)
<i>% Receita Líquida</i>	-9,4%	-9,0%	-9,5%	-9,9%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,2%	-9,2%	-9,1%
<i>% RL GRAFICO</i>	9,4%	9,0%	9,5%	9,9%	9,3%	9,3%	9,3%	9,2%	9,2%	9,1%
Venda, logística e suprimentos	(107.705)	(119.049)	(125.987)	(161.885)	(182.779)	(200.306)	(216.955)	(226.169)	(238.048)	(246.372)
<i>% Receita Líquida</i>	-11,2%	-11,3%	-11,2%	-13,1%	-13,4%	-13,4%	-13,2%	-12,5%	-12,0%	-11,5%
<i>% RL GRAFICO</i>	11,2%	11,3%	11,2%	13,1%	13,4%	13,4%	13,2%	12,5%	12,0%	11,5%
Despesas gerais e administrativas	(68.724)	(70.009)	(75.345)	(85.447)	(105.623)	(111.820)	(115.052)	(123.036)	(132.910)	(143.538)
<i>% Receita Líquida</i>	-7,1%	-6,6%	-6,7%	-6,9%	-7,8%	-7,5%	-7,0%	-6,8%	-6,7%	-6,7%
Outras (despesas) e receitas	1.011	(3.708)	(2.476)	(2.411)	(2.104)	(3.438)	(3.790)	(4.172)	(4.574)	(4.940)
<i>% Receita Líquida</i>	0,1%	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Depreciação e amortização	(10.970)	(13.230)	(24.208)	(25.815)	(32.632)	(29.441)	(32.456)	(35.729)	(39.173)	(42.305)
<i>% Receita Líquida</i>	-1,1%	-1,3%	-2,2%	-2,1%	-2,4%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
Lucro Operacional	148.490	148.070	141.289	151.327	173.633	202.167	243.988	287.592	336.139	374.801
<i>Margem Operacional (EBIT)</i>	15%	14%	13%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	17%

Resultado Financeiro	7.627	13.417	23.268	5.673	9.300
<i>% Receita Líquida</i>	1%	1%	2%	0%	1%
Lucro Antes do IR e CSLL	156.117	161.487	164.557	157.000	182.933
<i>% Receita Líquida</i>	16%	15%	15%	13%	13%
Imposto de Renda e CSLL	(45.562)	(48.735)	(44.894)	(40.851)	(28.463)
<i>% Alíquota</i>	-29%	-30%	-27%	-26%	-15,6%
Lucro líquido	110.555	112.752	119.663	116.149	154.470
<i>Margem líquida</i>	11%	11%	11%	9%	11%

Ativo	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017
Ativo circulante	553.093	618.653	658.203	706.229	855.237
Caixa e equivalentes de caixa	13.786	10.831	8.822	5.020	10.156
Aplicações financeiras	171.905	189.554	216.940	237.824	327.764
Contas a receber de clientes	247.498	277.913	280.528	315.304	336.954
Estoques	85.108	98.131	106.951	110.478	113.489
Impostos a recuperar	19.188	27.742	21.222	22.562	51.127
Outros créditos	15.608	14.482	23.740	15.041	15.747
Ativo não circulante	150.773	177.856	195.745	200.919	194.662
Realizável a longo Prazo	15.116	12.013	31.423	41.001	44.908
Aplicações financeiras	23	29	919	0	-
Contas a receber de clientes	0	0	14.217	13.676	11.490
Imposto de renda e contribuição social diferidos	5.514	4.124	6.285	8.405	11.533
Outros créditos	9.579	7.860	10.002	18.920	21.885
Investimento	0	0	0	905	2.925
Imobilizado	68.543	75.767	73.593	73.052	67.636
Intangível	67.114	90.076	90.729	85.961	79.193
Total do ativo	703.866	796.509	853.948	907.148	1.049.899

Passivo	2.013,00	2.014,00	2.015,00	2.016,00	2.017,00
Passivo circulante	143.860	178.803	190.772	201.830	356.825
	13%	24%	7%	6%	77%
Empréstimos e financiamentos	59.835	65.081	85.336	78.970	163.729
Fornecedores	34.859	70.315	64.881	66.445	104.416
Outras obrigações	49.166	43.407	40.555	56.415	88.680
Passivo não circulante	45.464	41.413	45.271	35.619	28.114
Empréstimos e financiamentos	38.583	34.329	37.817	27.079	18.016
Partes relacionadas	873	950	1.393	1.214	1.232
Outras obrigações	6.008	6.134	6.061	7.326	8.866
Patrimônio líquido	514.542	576.293	617.905	669.699	664.960
Capital social	157.186	220.086	261.247	310.008	330.375
Reserva de capital	128.288	70.739	35.377	39.554	44.369
Reservas de lucros	208.174	250.120	308.079	269.024	224.748
Ajuste de avaliação patrimonial	-	-	-	-	-
Lucro do exercício	-	-	-	-	-
Proposta de distribuição de dividendos adicional	20.894	35.348	18.704	52.975	0
Total do passivo e patrimônio líquido	703.866	796.509	853.948	907.148	1.049.899

Ativo	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017
Ativo circulante	553.093	618.653	658.203	706.229	855.237
Caixa e equivalentes de caixa	13.786	10.831	8.822	5.020	10.156
Aplicações financeiras	171.905	189.554	216.940	237.824	327.764
Contas a receber de clientes	247.498	277.913	280.528	315.304	336.954
Estoques	85.108	98.131	106.951	110.478	113.489
Impostos a recuperar	19.188	27.742	21.222	22.562	51.127
Outros créditos	15.608	14.482	23.740	15.041	15.747
Ativo não circulante	150.773	177.856	195.745	200.919	194.662
Realizável a longo Prazo	15.116	12.013	31.423	41.001	44.908
Aplicações financeiras	23	29	919	0	-
Contas a receber de clientes	0	0	14.217	13.676	11.490
Imposto de renda e contribuição social diferidos	5.514	4.124	6.285	8.405	11.533
Outros créditos	9.579	7.860	10.002	18.920	21.885
Investimento	0	0	0	905	2.925
Imobilizado	68.543	75.767	73.593	73.052	67.636
Intangível	67.114	90.076	90.729	85.961	79.193
Total do ativo	703.866	796.509	853.948	907.148	1.049.899

Passivo	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017
Passivo circulante	143.860	178.803	190.772	201.830	356.825
	13%	24%	7%	6%	77%
Empréstimos e financiamentos	59.835	65.081	85.336	78.970	163.729
Fornecedores	34.859	70.315	64.881	66.445	104.416
Outras obrigações	49.166	43.407	40.555	56.415	88.680
Passivo não circulante	45.464	41.413	45.271	35.619	28.114
Empréstimos e financiamentos	38.583	34.329	37.817	27.079	18.016
Partes relacionadas	873	950	1.393	1.214	1.232
Outras obrigações	6.008	6.134	6.061	7.326	8.866
Patrimônio líquido	514.542	576.293	617.905	669.699	664.960
Capital social	157.186	220.086	261.247	310.008	330.375
Reserva de capital	128.288	70.739	35.377	39.554	44.369
Reservas de lucros	208.174	250.120	308.079	269.024	224.748
Ajuste de avaliação patrimonial	-	-	-	-	-
Lucro do exercício	-	-	-	-	-
Proposta de distribuição de dividendos adicional	20.894	35.348	18.704	52.975	0
Total do passivo e patrimônio líquido	703.866	796.509	853.948	907.148	1.049.899

R\$ Mil	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
Receita Líquida	962.950	1.052.909	1.120.557	1.239.110	1.360.474	1.490.932	1.643.598	1.809.353	1.983.737	2.142.365
Clientes	247.498	277.913	280.528	315.304	336.954	369.265	407.076	448.130	491.320	530.608
Dias de Clientes	94	96	91	93	90	90	90	90	90	90
CMV	537.221	603.610	644.658	689.819	736.706	805.104	879.325	966.194	1.051.381	1.135.453
Estoques	85.108	98.131	106.951	110.478	113.489	124.026	135.459	148.841	161.964	174.916
Dias de Estoques	58	59	61	58	56	56	56	56	56	56
Fornecedores	34.859	70.315	64.881	66.445	104.416	114.110	124.630	136.942	149.016	160.932
Dias de Fornecedores	24	43	37	35	52	52	52	52	52	52
Capital de Giro	297.747	305.729	322.598	359.337	346.027	379.181	417.906	460.029	504.268	544.592
Variação do Capital de Giro	48.365	7.982	16.869	36.739	-13.310	33.154	38.725	42.123	44.240	40.323
Ciclo Financeiro - Dias	128	113	115	116	95	95	95	95	95	95