

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESA: UMA APLICAÇÃO DO  
MÉTODO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO À  
EMPRESA AREZZO&CO**

MAEL CAMILE PASSANESI  
Matrícula nº: 114184249

ORIENTADORA: Prof<sup>a</sup>. Margarida Gutierrez

ABRIL DE 2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESA: UMA APLICAÇÃO DO  
MÉTODO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO À  
EMPRESA AREZZO&CO**

---

MAEL CAMILE PASSANESI  
Matrícula nº: 114184249

ORIENTADORA: Prof<sup>a</sup>. Margarida Gutierrez

ABRIL DE 2019

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

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente gostaria de agradecer à minha família. Sem eles essa trajetória acadêmica jamais seria possível. Em especial aos meus pais que sempre estiveram presentes e fizeram o possível e impossível por nossa família.

Gostaria de agradecer também aos meus amigos e colegas de trabalho, que de uma forma ou de outra contribuíram para a conclusão desse trabalho.

## **RESUMO**

Este trabalho tem como objetivo aplicar a metodologia Fluxo de Caixa Descontado à maior empresa de calçados, bolsas e acessórios do Brasil Arezzo&CO, visando concluir se as suas ações estão sendo negociados no mercado financeiro com ágio ou deságio. Desta forma, o trabalho inicia-se abordando o histórico da empresa, suas características e sua atual situação no mercado brasileiro juntamente ao cenário macroeconômico nacional. Em seguida, há a explicitação da metodologia a ser aplicada e sua fundamentação teórica. A fim de atingir o objetivo, será feita a análise fundamentalista das demonstrações financeiras do ano de 2018, assim como a projeção futura do seu caixa para então descobrir se suas ações estão sendo negociadas a um preço justo.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>CAPÍTULO I - AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S/A .....</b>	<b>9</b>
I.1 HISTÓRICO DA EMPRESA .....	9
I.2 ATUAL ESTRUTURA DA EMPRESA .....	10
I.3 AS SEIS MARCAS .....	13
I.1.1 <i>Arezzo</i> .....	14
I.1.2 <i>Schulz</i> .....	14
I.1.3 <i>Anacapri</i> .....	15
I.1.4 <i>Alexandre Birman</i> .....	15
I.1.5 <i>Fiever</i> .....	15
I.1.6 <i>OWME</i> .....	16
I.4 MODELO DE NEGÓCIOS .....	16
I.5 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA .....	18
I.6 VANTAGENS COMPARATIVAS .....	19
<b>CAPÍTULO II - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....</b>	<b>20</b>
II.1 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS .....	20
II.2 ESCOLA FUNDAMENTALISTA X ESCOLA TÉCNICA .....	21
II.3 ANÁLISE TOP DOWN E BOTTOM-UP.....	21
II.4 DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS .....	22
I.1.7 <i>Balanco Patrimonial (BP)</i> .....	22
I.1.8 <i>Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)</i> .....	22
II.5 MÉTODO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO .....	22
I.1.9 <i>Fluxo de Caixa da Empresa (FCFF – free cash flow firm)</i> .....	23
I.1.10 <i>Fluxo de caixa do acionista (FCFE - free cash flow to the equity)</i> .....	24
II.6 WACC (WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL) .....	26
II.7 MÉTODO DE PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS FINANCEIROS (CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL).....	27
<b>CAPÍTULO III - VALUATION AREZZO&amp;CO .....</b>	<b>29</b>
III.1 PROJEÇÕES MACROECONÔMICAS .....	29
III.2 RECEITA.....	29
III.3 CUSTOS E DESPESAS .....	31
I.1.11 <i>Custo dos produtos vendidos e dos serviços prestados</i> .....	31

I.1.12	<i>Despesas Operacionais</i> .....	31
I.1.12.1	Despesas Comerciais.....	31
I.1.12.2	Despesas Gerais e Administrativas .....	32
III.4	EBTIDA.....	32
III.5	LUCRO.....	33
III.6	DEPRECIACÃO E AMORTIZACÃO .....	34
III.7	ROIC.....	35
III.8	CAPEX – CAPITAL EXPENDITURES.....	36
III.9	IMPOSTOS.....	36
III.10	CAPITAL DE GIRO.....	37
III.11	VALOR TERMINAL EM PERPETUIDADE.....	38
III.12	FLUXO DE CAIXA DO ACIONISTA .....	38
III.13	ESTIMANDO O CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO .....	39
III.14	CÁLCULO DO VALOR JUSTO DA AREZZO&CO .....	40
	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>43</b>
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>45</b>

## LISTA DE FIGURAS

<b>Figura 1</b>	– Receita bruta por canal. Resultados (AREZZO&CO, 2019a, p. 6). .....	11
<b>Figura 2</b>	– Receita Bruta/Mercado interno e externo. Resultados (AREZZO&CO, 2019a, p. 4). .....	11
<b>Figura 3</b>	– Composição da receita bruta por canal de distribuição. Apresentação Institucional (AREZZO&CO, 2019b, p. 9). .....	12
<b>Figura 4</b>	– Número de lojas no mercado interno no 4t2018. Resultados (AREZZO&CO, 2019 <sup>a</sup> , p. 7).....	12
<b>Figura 5</b>	– EBITDA. Apresentação Institucional (AREZZO&CO, 2019b, p. 32). .....	13
<b>Figura 6</b>	– Receita Bruta por marca. Apresentação Institucional (AREZZO&CO, 2019b, p. 28). .....	14
<b>Figura 7</b>	– Pilares do modelo de negócios. Apresentação Institucional (AREZZO&CO, 2019b, p. 12).....	16
<b>Figura 8</b>	– Modelo <i>outsourcing</i> . Apresentação Institucional (AREZZO&CO, 2019b, p. 17).17	
<b>Figura 9</b>	– Conselho de Administração (AREZZO&CO, 2019, p. 22-23).....	18
<b>Figura 10</b>	– Composição Acionária. Apresentação Institucional 4t18. (AREZZO&CO, 2019d). .....	18
<b>Figura 11</b>	– Fluxo de Caixa Livre (WIKIPÉDIA).....	24
<b>Figura 12</b>	– Fluxo de Caixa do Acionista (WIKIPÉDIA). .....	25

<b>Figura 13</b> – (DAMODARAN, 2007).....	25
<b>Figura 14</b> – (DAMODARAN, 2012).....	27
<b>Figura 15</b> – Receita Bruta – Earnings Release 4t18 (AREZZO&CO, 2019c, p. 7). ....	30
<b>Figura 16</b> – Receita Líquida. Apresentação Institucional (AREZZO&CO, 2019b, p. 30). ....	30
<b>Figura 17</b> – Demonstração de Resultados do Exercício (EXPERTS, 2019).....	32
<b>Figura 18</b> – EBITDA. Earnings Release 4t18 (AREZZO&CO, 2019, p. 9).....	33
<b>Figura 19</b> – Reconciliação do EBITDA. Earnings Release 4t18 (AREZZO&CO, 2019c, p. 9). .....	33
<b>Figura 20</b> – Lucro Líquido. Earning Release 4t18 (AREZZO&CO, 2019, p. 9). ....	34
<b>Figura 21</b> – Sumário de Investimentos. Earning Release 4t18 (AREZZO&CO, 2019, p. 10). .....	36
<b>Figura 22</b> – Alíquotas Básicas.....	37
<b>Figura 23</b> - Free Cash Flow to the Equity. Elaborado pela presente autora. ....	39
<b>Figura 24</b> - <i>Discount Rate</i> . Elaborado pela presente autora. ....	40
<b>Figura 25</b> – Primeira parte <i>Valuation</i> . Elaborado pela presente autora.....	41
<b>Figura 26</b> – <i>Valuation</i> Completo. Elaborado pela presente autora.....	42

## INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro é composto por um conjunto de instrumentos, instituições e agentes econômicos cuja atividade é mobilizar os recursos excedentes de pessoas físicas, empresas e unidades econômicas promovendo uma alocação eficiente em títulos e valores mobiliários. Neste mercado as empresas buscam obter novas formas de financiamento para si enquanto investidores buscam uma rentabilidade dos seus recursos maior que a taxa básica de juros, conhecida como Selic.

Após anos de crise e instabilidade política, o atual cenário macroeconômico brasileiro é de grandes expectativas a respeito da volta do crescimento. Os juros da economia atingiram seus mínimos históricos, o que tem incentivado os investidores a maior diversificação e risco nos seus portfólios. Além disso, a expectativa da concretização de reformas públicas, que prometem o equilíbrio das contas públicas, tem levado a bolsa de valores brasileiro bater seus recordes históricos, atraindo cada vez mais investidores e valorizado cada vez mais as companhias de capital aberto. Considerando esse cenário, é racional questionar se o valor negociado no mercado de fato condiz com o valor justo da empresa.

Encontrar o valor justo de uma empresa é uma tarefa desafiadora e complexa. Apesar de tal avaliação se basear em métodos quantitativos, não pode ser considerada uma ciência exata. Sua análise é subjetiva e está sujeita a diversas suposições, hipóteses simplificativas e interpretação do avaliador. Há várias formas de chegar ao resultado final do valor de uma empresa, podendo ser usados em conjunto ou separadamente. Neste trabalho, será utilizado a análise fundamentalista através do método mais utilizado no mercado: Fluxo de Caixa Descontado. Essa metodologia será aplicada a empresa líder de mercado de calçados, bolsas e acessórios femininos Arezzo&CO. Para tanto, será analisado seus fundamentos como, por exemplo, seu grau de endividamento, pagamento de dividendos, relação preço/lucro, entre outros.

Ao final deste trabalho, serão apresentados os resultados obtidos através da aplicação da metodologia FCD e da projeção dos seus fluxos futuros concluindo se a empresa Arezzo&CO está sendo negociada no mercado com ágio ou deságio, ou seja, se sua ação, negociada sob o *ticker* ARZZ3, está sub ou sobrevalorizada.

## CAPÍTULO I - AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S/A

### *1.1 Histórico da Empresa*

Fundada em 1972, pelos irmãos Anderson e Jefferson Birman, na cidade de Belo Horizonte, Minas Gerais, a marca Arezzo&CO teve como foco inicial a produção apenas de calçados masculinos. Porém ao perceber uma grande demanda no mercado feminino de calçados redirecionou sua produção para esse segmento. Desta forma, em 1979, lançou a icônica sandália Anabela de revestimento de juta, que efetivamente consolidou a marca no mercado brasileiro e a tornou nacionalmente conhecida.

Nas décadas que se sucederam a marca passou por diversas mudanças na sua linha de produção devido à falta de incentivos e suporte a produção industrial. Desta forma, houve uma verticalização do seu processo produtivo gerando maior controle de qualidade de seus produtos.

Nos anos 90 a Arezzo se voltou a um novo conceito de loja chamado *Flagship Store* que visa aproximar o cliente da marca, com espaços experimentais onde são expostos os mais novos produtos ligados às últimas tendências da moda. Essa loja foi aberta no Estado de São Paulo, na Rua Oscar Freire, um dos pontos comerciais mais renomados do país. A partir de então, a Companhia passou a investir cada vez em seus pontos de vendas, na expansão de suas franquias e na abertura de lojas próprias. Tudo isso possibilitou que a rede se expandisse por todo o território nacional. No final da mesma década, a sua produção industrial foi transferida de Minas Gerais para o polo calçadista Vale do Sino no Rio Grande do Sul e houve grandes investimentos na área de pesquisa e desenvolvimento (P&D).

Os anos 2000 foram marcados pela incorporação e criação das demais marcas da família Birman à Arezzo. A marca Schutz, criada em 1995, foi incorporada em 2007 enquanto as marcas Anacapri, Alexandre Birman, Fiever e OWME foram criadas e incorporadas, respectivamente, nos anos de 2008, 2009, 2015 e 2018. Desta forma, a Companhia acredita que as linhas de produtos fornecidas pelas seis marcas se completam, pois concretizam a presença da Arezzo&CO em todas as classes sociais do mercado brasileiro, atendendo todos os nichos do mercado sem que ocorra concorrência entre si.

Em 2011 a Companhia realizou a sua Oferta Pública de Ações (IPO, na sigla em inglês) na bolsa de valores de São Paulo, movimentando cerca de 565,8 milhões de reais, de acordo

com dados registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A empresa estava avaliada em R\$1,7 bilhão e teve o Itaú BBA como coordenador líder do IPO, atuando ao lado do Credit Suisse e Bank of America Merrill Lynch. A ação, negociada sob o código ARZZ3, teve seu preço inicial definido em R\$19,00, o que gerou para o caixa da empresa cerca de R\$200 milhões de reais que foram utilizados para expansão e desenvolvimentos de suas quatro marcas na época: Arezzo, Schutz, Anacapri e Alexandre Birman.

Hoje a empresa mantém sua posição de líder no mercado de calçados, bolsas e acessórios femininos no Brasil tendo suas ações negociadas ao patamar de R\$50,00 por ação e está avaliada em R\$4,9 bilhões de reais segundo divulgação de resultados do quarto trimestre de 2018, disponibilizada em 20 de fevereiro de 2019 no site da companhia.

### ***1.2 Atual Estrutura da Empresa***

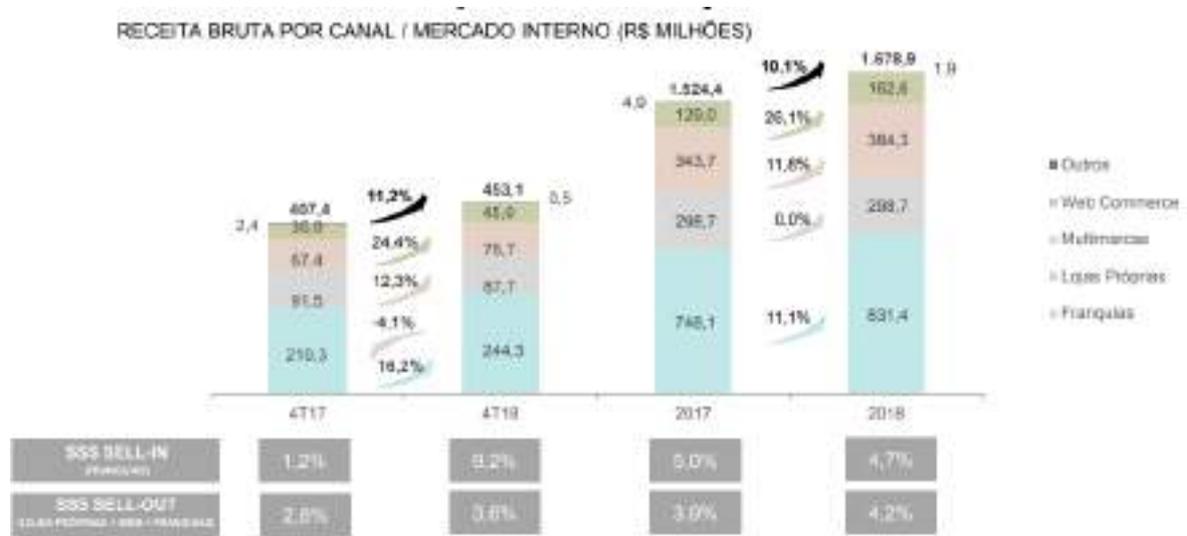
Com foco em sua estratégia multimarca e multicanal, e seu perfil *asset light*, a Arezzo&Co apresentou crescimento de faturamento de 12,8% no ano de 2018, demonstrando sua resiliência em momentos desafiadores e repletos de incertezas como em 2018.

Em favor de uma estratégia de crescimento mais disruptiva, além de multimarca e multicanal, a Companhia se tornou multimercado e manteve o investimento em suas frentes estratégicas de curto, médio e longo prazo. Em 2018 destacaram-se (i) a continuidade do projeto *light* de franquias para a marca Arezzo, (ii) o desenvolvimento e amadurecimento da operação norte-americana, (iii) o *roll out* do novo conceito de *digital store* da marca Schultz, (iv) a solidificação do posicionamento da marca Fiever e (v) o lançamento da 6ª marca OWME.

A Arezzo&CO segue como líder do mercado de calçados, bolsas e acessórios femininos, alcançando, em 2018, o patamar de 13,5 milhões de pares de sapatos vendidos e 1,5 milhão de bolsas vendidas. Mantendo o foco em sua estratégia multimarca e multicanal, e seu perfil *asset light*, a Arezzo&CO acumulou o crescimento de 11,2% no Brasil ao final de 2018, com a abertura de 62 lojas, alcançando uma receita bruta de R\$1.8 bilhões de reais e um valor de mercado de R\$4,9 bilhões, segundo a última demonstração de resultados da empresa, divulgada em fevereiro de 2019.

Houve um crescimento de 26,1% na operação via *Web Commerce*, que passou a representar 9,7% do faturamento da Companhia no mercado interno. Tal desempenho fortalece

a importância deste canal como base para o processo de transformação digital que está sendo traçado pela empresa. No gráfico abaixo podemos verificar a receita bruta por canal da empresa em comparação com o ano anterior, de 2017.



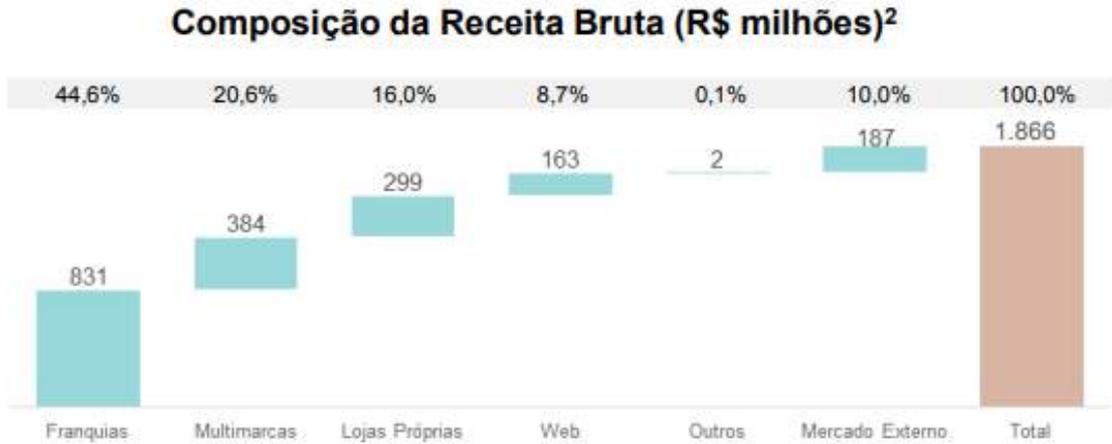
**Figura 1** – Receita bruta por canal. Resultados (AREZZO&CO, 2019a, p. 6).



**Figura 2** – Receita Bruta/Mercado interno e externo. Resultados (AREZZO&CO, 2019a, p. 4).

Deste de 1979, a Arezzo&Co tem como principal atividade a criação, modelagem, fabricação e o comércio de calçados, bolsas e acessórios femininos sempre visando a qualidades de seus produtos finais. Hoje, a Companhia é composta por 6 marcas (Arezzo, Schultz, Anacapri, Alexandre Birman, Fivier e Owme) que juntas totalizam 628 franquias em mais de 250 cidades brasileiras, 45 lojas próprias e 2.493 clientes multimarcas em mais de 1.331 cidades

ao redor do Brasil. Nos gráficos abaixo, podemos observar a composição da receita bruta nas diferentes estratégias de canais de distribuição.

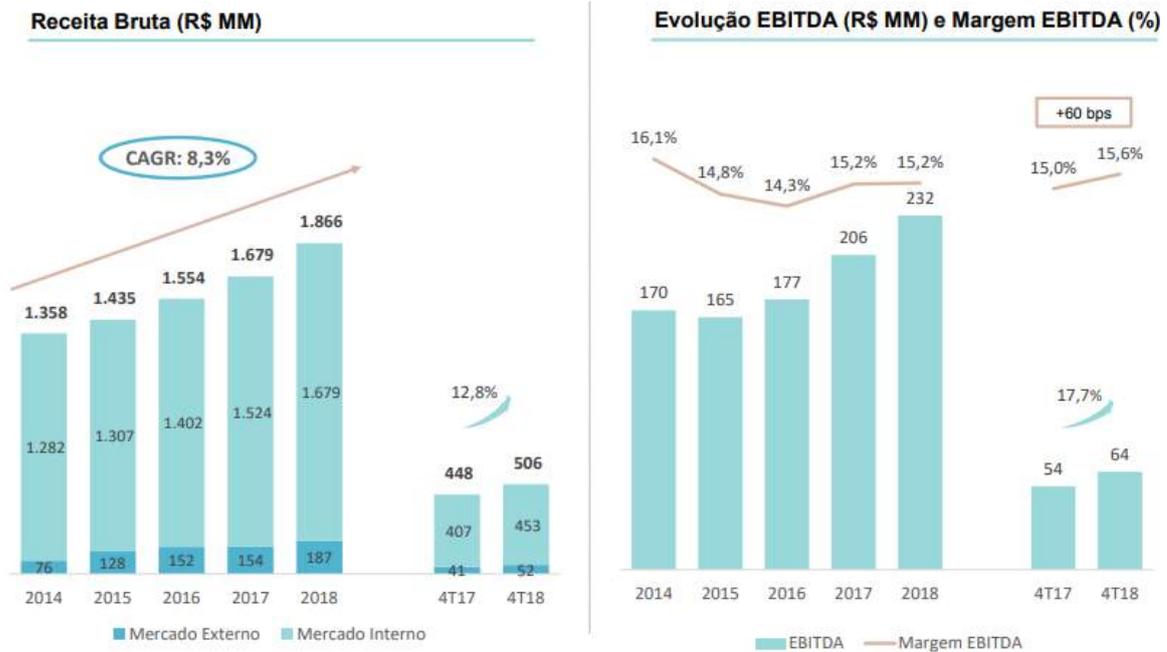


**Figura 3** – Composição da receita bruta por canal de distribuição. Apresentação Institucional (AREZZO&CO, 2019b, p. 9).

NÚMERO DE LOJAS NO MERCADO INTERNO 4T18	
<b>AREZZO</b>	FRANQUIAS _____ 405
	LOJAS PRÓPRIAS _____ 14
	MULTIMARCAS _____ 1.188
<b>SCHUTZ</b>	FRANQUIAS _____ 73
	LOJAS PRÓPRIAS _____ 17
	MULTIMARCAS _____ 1.096
<b>ANACAPRI</b>	FRANQUIAS _____ 150
	LOJAS PRÓPRIAS _____ 3
	MULTIMARCAS _____ 1.439
<b>ALEXANDRE BIRMAN</b>	LOJAS PRÓPRIAS _____ 4
	MULTIMARCAS _____ 29
<b>FEVER</b>	LOJAS PRÓPRIAS _____ 5
	MULTIMARCAS _____ 413
<b>OWME</b>	LOJAS PRÓPRIAS _____ 2
	MULTIMARCAS _____ 248

**Figura 4** – Número de lojas no mercado interno no 4t2018. Resultados (AREZZO&CO, 2019<sup>a</sup>, p. 7).

Ao longo do ano de 2018 a empresa atingiu o EBITDA (Sigla em inglês para lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) de R\$232,2 milhões, resultante do contínuo investimento na estratégia de expansão internacional da companhia, através das marcas Schulz e Alexandre Birman.

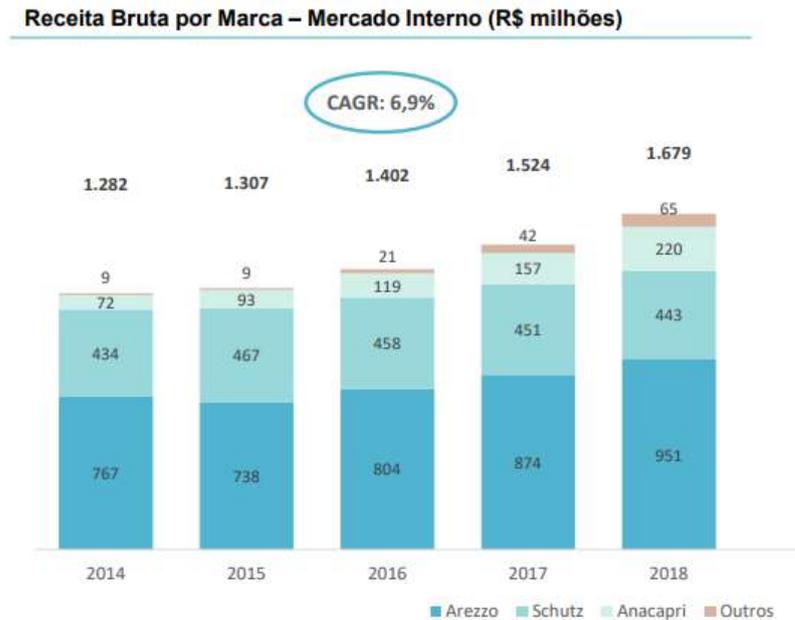


**Figura 5** – EBITDA. Apresentação Institucional (AREZZO&CO, 2019b, p. 32).

### 1.3 As Seis Marcas

A Arezzo&CO possui um modelo de *sourcing* flexível (padrão de produção e consumo caracterizado pela rápida produção, consumo e descarte dos produtos), no qual ela tem completa autonomia para efetuar a escolha ótima do processo de produção para cada um de seus produtos. O processo de produção pode ser composto tanto por produtos fabricados nas fábricas próprias quanto nas fábricas independentes. A Arezzo lança em torno de quinze a dezoito coleções por ano, tendo seus produtos semanalmente disponibilizados nos pontos de vendas, caracterizando-se, assim, como uma *fast fashion*.

As seis marcas da Companhia visam atingir diferentes públicos-alvo, conseguindo assim atender a todas as demandas e nichos dos mercados sem que ocorra qualquer tipo de competição entre si. No gráfico abaixo podemos observar a participação de cada uma das marcas na receita da empresa.



**Figura 6** – Receita Bruta por marca. Apresentação Institucional (AREZZO&CO, 2019b, p. 28).

### I.1.1 Arezzo

A marca Arezzo foi a primeira das seis marcas criadas pela família Birman. Fundada em 1972, hoje a marca é líder nas vendas da Companhia e lança no mercado de quinze a dezoito coleções por ano. Tem como público-alvo mulheres na faixa etária de 16 a 60 anos e alcançou um volume de vendas de R\$970,1 milhões no ano de 2018.

Ao longo dos anos, a marca desenvolveu uma extensa e sólida rede de distribuição com inúmeras franquias e presença em lojas multimarcas, garantindo a expansão dos seus produtos por todo o território nacional.

### I.1.2 Schulz

Fundada em 1995 e incorporada a Companhia nos anos 2000, a missão da marca consiste na criação de produtos conectados ao design, qualidade, moda e liberdade de expressão. Sua linha de produtos, composta por bolsas e sapatos, é considerada de alto padrão e tem como público-alvo as classes A e B. O preço médio gira em torno de R\$380,00 por par, levando a marca a movimentar um volume de vendas de R\$565,2 milhões no ano de 2018, representando 30,3% de toda receita bruta da Companhia.

Os produtos da Schultz são comercializados por todo o Brasil através de lojas no conceito *Flagship Stores*, que buscam aproximar o cliente da marca e da experiência da compra. A marca tem intensificado a sua presença no mercado internacional com maiores investimentos e abertura de lojas nos Estado Unidos, levando ao aumento de 20,3% em reais do faturamento externo da marca.

### **I.1.3 Anacapri**

A marca Anacapri completou 10 anos de existência em 2018 consolidando o seu posicionamento descomplicado, jovem e acessível focado em calçados *flat* (sem salto, conhecidos como “rasteirinhas”). A marca seguiu com o seu plano de expansão com a abertura de 36 franquias, totalizando 153 lojas presentes em 22 estados brasileiros ao final do ano de 2018.

A Anacapri cresceu 39,6% no ano, alcançando 13,1% de representatividade no faturamento da companhia. Com o valor médio de R\$110,00 por par, a marca movimentou um volume de vendas de R\$222,1 milhões e reafirmou seu caráter acessível no mercado.

### **I.1.4 Alexandre Birman**

Assinada pelo próprio criador da Schultz, Alexandre Birman foi criada em 2009 com o objetivo de conquistar um alto padrão de luxo e inovação, tendo como foco mulheres sofisticadas ao redor do mundo. A grife tem sua produção artesanal e exclusiva. O preço médio por sapato gira em torno de R\$1,500 – muito acima das demais marcas da Companhia. A grife movimentou em 2018 cerca de R\$72,4 milhões em volume de vendas e representa apenas 3,9% da receita bruta da companhia.

Ao longo de sua década de existência, a grife foi a primeira marca brasileira a ganhar um prêmio da revista *Footwear News*, maior revista de sapatos do mundo, conquistando espaço ao lado dos maiores nomes da moda internacional.

### **I.1.5 Fiever**

Criada em 2015, a quinta marca da Companhia recebeu o nome de Fiever em alusão ao número 5 (*Five* em inglês). O foco da marca é atingir o público jovem, descontraído e casual

tendo como nicho a mulher urbana moderna. Os sapatos da marca são vendidos ao preço de médio de R\$280,00 movimentando R\$26,3 milhões em volume de vendas e representando apenas 1,4% da receita bruta da Companhia.

### I.1.6 OWME

A sexta marca da Companhia foi criada em 2018 e seu nome OWME faz uma alusão a junção das palavras em inglês *OWN + ME*. A marca busca atender mulheres que possuem uma demanda crescente por sapatos confortáveis e estilosos. Com o objetivo de criação de sapatos atemporais, a marca lançou em novembro 2018 o seu primeiro mocassin, o OWME Moc, que já se tornou essencial para o *mix* de produtos da marca devido à alta performance nas plataformas de vendas.

### I.4 Modelo de Negócios

O modelo de negócios da Arezzo&CO, que faz dela única e com posição de destaque em seu setor, é baseada em 5 pilares:



**Figura 7** – Pilares do modelo de negócios. Apresentação Institucional (AREZZO&CO, 2019b, p. 12).

Com o foco no cliente, buscam antecipar o desejo de consumo da mulher brasileira. A Companhia possui uma estrutura de suprimentos alinhada com fortes investimentos em uma equipe de P&D de qualidade que juntos estão preparados para disponibilizar de 15 a 18 coleções por ano. A Arezzo&CO entrega em média 5 modelos por dia, mantendo aceso o desejo de compra da consumidora e reafirmando seu modelo *fast fashion*. Diferentemente das demais empresas varejistas, a Arezzo&CO tem todas as suas coleções desenhadas internamente, o que viabiliza a constante habilidade para inovar, sendo este o primeiro pilar.

O segundo pilar da Companhia é alimentado por fortes investimentos de tempo e dinheiro em campanhas de comunicação nas suas seis marcas. A marca conta com uma estratégia de comunicação integrada e expressiva, desde a criação da campanha, geralmente ligado a marca a artistas de destaque no momento, até o ponto de venda com lojas estrategicamente posicionadas e com o modelo *flagship stores*. As lojas são constantemente modificadas a fim de incorporar o conceito de cada nova coleção e inspirar novos desejos de compra.

O modelo *outsourcing* adotado pela empresa caracteriza o terceiro pilar. Neste modelo, o processo produtivo e de distribuição é composto por fábricas próprias e fábricas independentes, o que reduz a necessidade de investimento em capacidade instalada, otimiza a produção e garante a qualidade do produto final.



**Figura 8** – Modelo *outsourcing*. Apresentação Institucional (AREZZO&CO, 2019b, p. 17).

O quarto pilar é marcado pelo modelo múltiplo de distribuição utilizado pela Companhia que permite a captura de valor durante a cadeia produtiva e amplia a capilaridade de distribuição e visibilidade das seis marcas. A Arezzo&CO possui uma estrutura extremamente sólida, capaz de movimentar milhares de peças por dia e abastecer todas as lojas simultaneamente, o que significa que todas as lojas da marca possuem a mesma coleção e os mesmos produtos ao mesmo tempo. O modelo de franquias também é uma das grandes características desse pilar, pois com eles a Companhia conseguiu alcançar todos os estados do Brasil sem a necessidade de elevação de custos.

O quinto pilar é composto por uma equipe de profissionais altamente qualificados e passou por uma reestruturação no ano de 2018. A nova estrutura organizacional representa uma redução no número de *reports* do CEO, cadeia de valor integrada e maior agilidade na tomada de decisão, com maior foco em pessoas e sustentabilidade. O conselho é composto por 7

membros, dos quais 2 são independentes e possuem alto engajamento com o planejamento estratégico da Companhia.

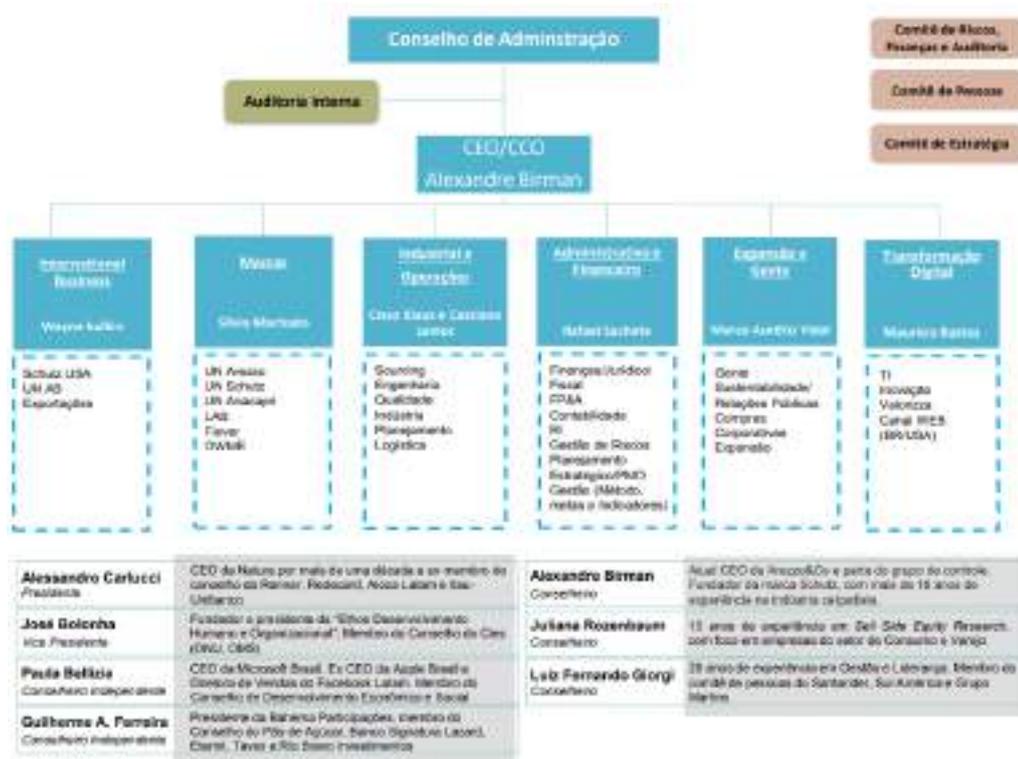


Figura 9 – Conselho de Administração (AREZZO&CO, 2019, p. 22-23).

### 1.5 Composição Acionária

A Arezzo&CO é negociada sob o *ticker* ARZZ3 e seu capital social é composto apenas por ações ordinárias, nominativas, escriturais e sem valor nominal, que concedem direito de voto ao acionista. Apesar da abertura do capital em 2011, a Família Birman segue sendo acionista majoritária possuindo o total de 51,1% do capital social da Companhia.



Figura 10 – Composição Acionária. Apresentação Institucional 4t18. (AREZZO&CO, 2019d).

### ***1.6 Vantagens Comparativas***

A Arezzo&CO acredita possuir seis vantagens comparativas, sendo estas: (i) Pesquisa e desenvolvimento de coleções e modelo de suprimentos ágeis, desta forma conseguem criar, produzir e distribuir de 15 a 18 coleções por ano, estimulando constantemente o anseio pelo consumo, (ii) marcas líderes e conhecidas no mercado brasileiro de calçados, (iii) presença destacada em todos os Estados brasileiros, (iv) forte geração de fluxo de caixa, (v) eficiente modelo de gestão de franquias, (vi) administração experiente.

## CAPÍTULO II - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

*Valuation* é o termo em inglês, muito utilizado no mercado, para “análise de empresas”. É o processo de estimar quanto uma empresa vale através de modelos quantitativos, determinando seu preço justo e o retorno de um investimento em suas ações.

Apesar de ser obtido através de métodos quantitativos, o *valuation* não é considerado uma ciência exata. Esse processo demanda um vasto conhecimento prévio sobre a empresa estudada e o mercado no qual ela se encontra inserida. Além disso, sua interpretação envolve grande subjetividade do analista ao definir premissas e interpretar resultados de projeções futuras. Dessa forma, é a sensibilidade do analista que levará a obtenção de uma projeção justa de crescimento futuro e de um valor intrínseco para a empresa.

### *II.1 Métodos de Avaliação de Empresas*

Os métodos de avaliação de empresas têm como objetivo fornecer uma estimativa do valor de uma firma. Porém, em um *valuation* não existe um juízo específico de certo ou errado. A escolha do método a ser utilizado varia de acordo com os objetivos do analista, as características da empresa e da confiabilidade de informações.

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).

Tendo em vista que o objetivo de qualquer empresa não beneficente é a obtenção de lucro, que reflete na geração de caixa para os seus acionistas, o valor justo de uma empresa é a sua capacidade de geração de retorno no futuro, trazida a valor presente por uma taxa de desconto. Este método de análise é conhecido como Fluxo de Caixa Descontado, método que será o foco deste trabalho.

## ***II.2 Escola Fundamentalista X Escola Técnica***

Existem duas vertentes de análise de empresas no mercado financeiro: a escola fundamentalista, mais utilizada para projeções de médio e longo prazo, e a escola técnica, ou gráfica, que é mais utilizada em análises de curto prazo. Ambas vertentes tem como objetivo analisar e prever o comportamento das ações das empresas analisadas para então identificar oportunidades de investimento.

A análise fundamentalista tem como foco os fundamentos macro e microeconômicos da empresa. Com a análise detalhada dos demonstrativos financeiro da empresa, sua análise de risco e a expectativas futuras, o analista projeta o fluxo de caixa futuro da mesma e o traz a valor presente, com o objetivo de encontrar o preço justo de sua ação. Uma vez encontrado esse valor, será analisado se ele está abaixo ou acima do atual valor de mercado da ação. Caso o valor de mercado esteja abaixo do preço justo encontrado, recomenda-se a compra do ativo, mas se o valor de mercado estiver acima do preço justo, é recomendável a venda da mesma. Na escola fundamentalista assume-se que as informações disponíveis no mercado são assimétricas e por este motivo, os preços de mercado não refletem o “valor justo”.

Na análise gráfica, por sua vez, assume-se que os preços dos ativos refletem todos os dados existentes sobre a empresa em um dado período de tempo e são determinados através do estudo das variações históricas. Neste caso, não é necessário um vasto conhecimento sobre o mercado, a empresa e o setor que ela se encontra. O analista técnico busca conhecer as oscilações do passado que tendem a se repetir no futuro e assim ganhar quando uma empresa tender a subir e vendê-la antes que caia. Desta forma, o analista técnico aproveita as oscilações diárias para maximizar seus ganhos no curto prazo.

## ***II.3 Análise top down e bottom-up***

A análise *top down* (de cima pra baixo) parte do princípio de que o valor de uma ação é determinado pelos fatores macroeconômicos que influenciam diretamente o desempenho da empresa, como juros, inflação, risco político, oscilação da moeda, entre outros. Desta forma, a tomada de decisão é baseada principalmente no conjunto de informações mais amplo, antes de qualquer projeção detalhada. A análise, *bottom-up* (de baixo para cima), por sua vez, utiliza todas as informações disponíveis da empresa para calcular seu valor justo dentro de um modelo

determinado. As abordagens não são excludentes e nem opostas entre si, a grande diferença está no tempo de reação.

Neste trabalho será abordado o tema *valuation* sob a ótica fundamentalista, no qual as duas vertentes expostas acima estarão extremamente relacionadas, de forma que os fatores macroeconômicos serão fundamentais para o modelo de precificação.

## ***II.4 Demonstrativos Financeiros***

### **I.1.7 Balanço Patrimonial (BP)**

O balanço patrimonial é a demonstração contábil destinada a evidenciar, numa determinada data, a posição patrimonial financeira, qualitativa e quantitativa, de uma determinada entidade. É a principal demonstração contábil de toda e qualquer empresa e é dividido em duas partes: ativos (bens e direitos) e passivos (obrigações a serem cumpridas). O BP também fornece o patrimônio líquido da companhia, que é o resultante da subtração dos ativos pelos passivos – representa o valor pertencente aos acionistas.

### **I.1.8 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)**

A DRE é uma demonstração contábil que fornece todas as informações de uma empresa em um dado período de tempo. É composta pelo conjunto de receitas, despesas, custos e impostos da empresa, possibilitando determinar seu resultado líquido, ou seja, se a mesma teve lucro ou prejuízo resultante da operação naquele período. Tradicionalmente, esses resultados são divulgados pelas empresas ao fim de cada trimestre ou ao fim do ano contábil ou fiscal.

## ***II.5 Método Fluxo de Caixa Descontado***

O método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é considerado o mais completo entre os instrumentos de precificação de ativos do mercado. Este método tem como pressuposto que o valor de uma empresa é uma função dos benefícios futuros que ela irá produzir. Dito isto, o objetivo do método é projetar as gerações de caixa de uma determinada empresa no futuro, e trazê-las para o valor presente, utilizando uma taxa de desconto ajustada ao risco. Desta forma, quanto maior for o risco associado a empresa, maior será a taxa de desconto e vice-versa. Essa

taxa de desconto é chamada custo médio ponderado de capital, mais conhecida como WACC (sigla em inglês para *weighted average cost of capital*).

Neste modelo, é necessário projetar o fluxo de caixa futuro da empresa e calcular uma taxa de desconto apropriada que considere o custo de oportunidade e todos os riscos associados ao negócio. Por este motivo, essa metodologia é mais facilmente aplicada no caso de empresas que tenham fluxos de caixa positivos e estáveis, que sejam confiáveis e onde exista um substituto para risco que possa ser utilizado para obtenção da taxa de desconto. Desta forma, esse método não é recomendado para empresas que estariam passando por dificuldades financeiras.

Outro fator relevante para esta análise é a quantidade de anos que poderão ser projetados. A maioria dos analistas utiliza um período de 5 a 7 anos em suas projeções. A partir do último ano projetado em seguida, é utilizado o valor de perpetuidade, ou seja, o valor estimado com base no fluxo de caixa livre do último período de projeção ajustado pela expectativa de crescimento futuro.

Existem duas formas de realizar o fluxo de caixa descontado de uma empresa. A primeira é através do fluxo de caixa do acionista (FCFE), que visa avaliar o caixa gerado pelos recursos aplicados apenas pelos investidores da empresa. A segunda forma é através do fluxo de caixa da firma ou fluxo de caixa livre (FCFF), que leva em consideração tanto o capital gerado por recursos próprios como o capital de terceiros. A diferença entre os dois modelos será a taxa de desconto utilizado. Essa diferenciação ocorre uma vez que as empresas contemplam diversos agentes com diferentes formas de remuneração para o seu capital: juros para credores e dividendos para acionistas.

### **I.1.9 Fluxo de Caixa da Empresa (FCFF – *free cash flow firm*)**

O fluxo de caixa livre, ou fluxo de caixa da empresa, é o saldo de caixa disponível após serem realizados todos os pagamentos obrigatórios da empresa. Esse caixa disponível é utilizado para remunerar todos os credores da empresa, sejam eles: acionistas, bancos, debenturistas e qualquer outro meio de financiamento financeiro que a empresa possua, levando em consideração os empréstimos e pagamento de juros.

Como este método avalia o valor presente de toda a geração de caixa futura da empresa, disponível para remunerar as partes relacionadas, a taxa de desconto a ser utilizada deve refletir todos os riscos presentes nessa geração, sejam eles referentes aos credores ou aos acionistas. Essa taxa é dada pelo *custo médio ponderado do capital* da empresa (WAAC em inglês), que contempla tanto o custo do capital de terceiros como o custo de capital próprio da mesma, e que refletem, respectivamente, os riscos referentes aos credores e os riscos referentes aos acionistas. O resultado, portanto, do desconto do FCFF projetado pelo custo de capital total, é o valor presente da empresa como um todo.

Abaixo, o esquema detalhado do fluxo de caixa livre.

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)

**Figura 11** – Fluxo de Caixa Livre (WIKIPÉDIA).

#### **I.1.10** Fluxo de caixa do acionista (FCFE - free cash flow to the equity)

O Fluxo de caixa do acionista tem como objetivo valorar o capital acionário. Ou seja, chegar a um valor que potencialmente será distribuído ao acionista. Para tanto, desconta-se da receita bruta os custos atrelados ao negócio, como impostos, reinvestimentos e pagamento de juros para cada período de tempo  $t$ .

Receitas
(-) Despesas operacionais
(=) Lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA <sup>15</sup> )
(-) Depreciação e Amortização
(=) Lucro antes do pagamento de juros e impostos (EBIT <sup>16</sup> )
(-) 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)

**Figura 12** – Fluxo de Caixa do Acionista (WIKIPÉDIA).

Após estimar o FCLA de cada período, devemos realizar o somatório dos fluxos de caixa livres para os acionistas nesses t períodos e descontar a taxa custo de capital próprio ( $K_e$ ). Essa variável pode ser analisada como o retorno mínimo que o investidor retém sobre o investimento, representando o retorno obtido sobre o risco tomado. Esse valor tende a ser mais alto que a taxa de remuneração do capital de terceiros pois o investimento de capital próprio está atrelado a riscos muito maiores.

Desta forma, o método do fluxo de caixa do acionista pode ser representado da seguinte forma (DAMODARAN, 2007):

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

Onde:

- $K_e$  é o custo do capital próprio
- $\text{CF to equity}_t$  é a expectativa de fluxo de caixa para o acionista no período t
- n é o período de vida do ativo

**Figura 13** – (DAMODARAN, 2007).

## II.6 WACC (*weighted average cost of capital*)

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 estime os riscos e o custo de oportunidade de investir naquela empresa. WACC é a sigla em inglês para a média ponderada entre o custo do capital próprio ( $K_e$ ) e o custo do capital de terceiros ( $K_d$ ) pois o capital empregado em uma empresa na maioria das vezes não é originado apenas de uma única fonte então é necessário encontrar uma taxa que reflita o custo médio do capital e sua participação na empresa.

Segundo Damodaran (2007), a melhor forma de calcular 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.

Outra forma da empresa remunerar os acionistas é através do Juros Sobre Capital Próprio. Esse meio é benéfico para empresa foi a isenta do pagamento de imposto de renda, uma vez que é contabilizado como uma despesa da firma. Sendo assim, o pagamento do imposto é obrigação do acionista e não da empresa.

Esse benefício deve ser refletido do WACC como na seguinte fórmula:

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

## ***II.7 Método de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM - Capital Asset Pricing Model)***

O Modelo de precificação de ativos financeiros tem como objetivo encontrar a taxa de retorno para um ativo específico em relação a uma carteira de outros ativos perfeitamente diversificada. Essa taxa representa o retorno mínimo esperado por um investidor dado o risco de investir na empresa. Desta forma, para realizar um investido em determinado ativo o investidor espera um retorno mínimo acima do oferecido por um ativo livre de risco.

Quando falamos de gestão dos riscos envolvidos em uma estrutura de investimentos, é preciso considerar que há dois grandes tipos de risco: o risco não diversificado (de mercado ou sistemático) e o risco diversificável. O risco não diversificável é o risco que a gestão não possui controle, como a incerteza do cenário político, oscilações de inflação ou da taxa de juros, entre outros fatores macroeconômicos que afetem o mercado como um todo direta ou indiretamente. O risco diversificável, por sua vez, está relacionado ao risco que um único investimento proporciona a um conjunto de ativos. Este risco é causado por fatores interno da própria empresa, que podem comprometer os rendimentos de suas ações.

O CAPM pode ser interpretado como um medidor da sensibilidade de um ativo em relação ao risco de mercado, que é normalmente representado por um índice, como o Ibovespa. Essa sensibilidade passou a ser medida por um coeficiente beta ( $\beta$ ), que foi representado por Damodaran (2012) da seguinte forma:

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

Onde:

$\beta_i$  é o índice Beta de ação;

$i$  é o retorno da ação;

$m$  é o retorno de mercado;

$\text{Cov}_{im}$  é a covariância entre  $i$  e  $m$ ;

$\sigma_m^2$  é a variância do retorno do índice do mercado

**Figura 14** – (DAMODARAN, 2012).

O indicador Beta estabelece a relação entre as oscilações do preço das ações de uma empresa e as variações do mercado como um todo. Assim, um beta positivo significa que o retorno do ativo acompanha as variações do mercado e um beta negativo indica que a ação se move no sentido contrário da variação do mercado.

Damodaran (2012) ressaltou algumas observações importantes em relação ao beta das diferentes empresas: (i) Quanto mais alavancada, tanto operacionalmente quanto financeiramente, for uma empresa, maior será o seu  $\beta$ . 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. (ii) Empresas que possuem suas vendas cíclicas, agrupadas em uma certa época do ano, ou que variam muito de acordo com variações na economia possuem  $\beta$ s mais altos do que os outros tipos de empresas.

O modelo CAPM foi definido pela seguinte equação:

$$E(R_i) = R_f + \beta_{im}[E(R_m) - R_f]$$

$E(R_i)$  representa o retorno esperado de um certo ativo ou portfólio. Significa que o retorno esperado de um ativo será a taxa livre de risco ( $R_f$ ) mais o prêmio; por unidade de risco  $[E(R_m) - R_f]$ , medido pelo  $\beta$ ;

$R_f$  é a taxa de juros livre de risco;

$\beta_{im}$  é o coeficiente beta, que representa a sensibilidade dos retornos do ativo em relação aos do mercado, ou também:  $\beta_{im} = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m)$ ;

$E(R_m)$  é o retorno esperado do mercado;

$E(R_m) - R_f$  é por vezes chamado de “prêmio de mercado” ou “prêmio de risco”, e representa a diferença entre a taxa de retorno esperada do mercado e a taxa de retorno livre de riscos.

## **CAPÍTULO III - VALUATION AREZZO&CO**

### ***III.1 Projeções Macroeconômicas***

Para a projeções macroeconômicas deste capítulo, foram utilizados relatórios disponibilizados pelo Banco Central Brasileiro como o Relatório de Estabilidade Financeira, publicado semestralmente pelo BACEN, que apresenta a evolução recente e as perspectivas da estabilidade financeira no Brasil, e a pesquisa Focus, publicado semanalmente, contendo as projeções do final do ano corrente e do ano seguinte.

Desta forma, adotaremos neste trabalho um IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor) constante de 4,0% e um IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado) de 4,5%. Quanto a taxa de juros, Selic, será adota uma taxa constante de 6,5% ao ano, visto que o BACEN tem indicado a manutenção da taxa para os próximos períodos.

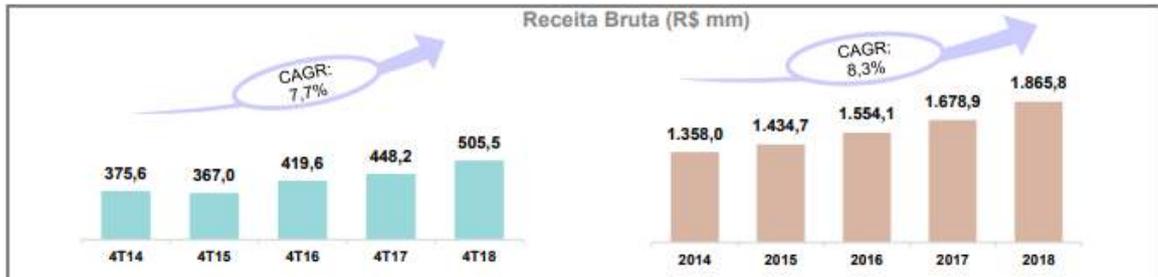
### ***III.2 Receita***

A receita de uma empresa é composta por duas parcelas: Receita Bruta e Receita Líquida. A receita bruta corresponde ao produto da venda de bens e serviços, ou seja, é a receita total obtida das principais atividades da companhia. A receita líquida, por sua vez, é a receita bruta com deduções, como devoluções de vendas, descontos comerciais e incidência de impostos sobre vendas.

A principal fonte de receita da empresa Arezzo&CO é a venda de suas mercadorias, sendo estas: sapatos, bolsas e acessórios femininos. Essa venda é computada como receita apenas quando os produtos são vendidos aos consumidores finais nas lojas próprias, ou quando são vendidos aos franqueados e às lojas multimarcas. A companhia tem uma política de sugestão de preços dos produtos em seus canais de distribuição, de forma que as lojas próprias obtenham margens brutas maiores sobre a venda aos consumidores finais do que as margens sobre a venda aos franqueados e lojistas multimarcas. No modelo de franquias adotado pelo grupo Arezzo&CO, o franqueado paga à Companhia um valor composto por três fatores: i) custo da mercadoria, ii) royalties e iii) contribuição para o fundo de propaganda da marca.

No ano de 2018, a receita bruta cresceu 11,1% em comparação com o ano de 2017. Esse crescimento deve-se a fatores como i) crescimento de 16,2% do canal de Franquias e

12,3% do canal de Multimarcas vs o 4T17; ii) crescimento de 9,7% da marca Arezzo e 30,5% da receita da marca Anacapri vs o 4T17; iii) crescimento de 25,4% do canal *Web Commerce*, alcançando 9,9% da receita bruta do mercado interno ante 8,8% no 4T17; iv) crescimento de 28,5% do Mercado Externo, que contempla a Operação nos Estados Unidos e as Exportações.



**Figura 15** – Receita Bruta – Earnings Release 4t18 (AREZZO&CO, 2019c, p. 7).

A receita líquida da Arezzo&CO alcançou o valor de R\$ 1.526.659,00 representando um aumento de 12,2% em comparação a 2017, como podemos observar no gráfico abaixo.

### Receita Líquida (R\$ milhão)

CAGR 2007-2018: 20,6%



**Figura 16** – Receita Líquida. Apresentação Institucional (AREZZO&CO, 2019b, p. 30).

### ***III.3 Custos e Despesas***

#### **I.1.11 Custo dos produtos vendidos e dos serviços prestados**

O custo dos produtos vendidos e dos serviços prestados são os custos diretamente relacionados a produção, como, por exemplo, a mão-de-obra e as matérias primas necessárias para a produção dos produtos da Companhia. Esse custo impacta o preço dos produtos vendidos pela empresa através de uma política chamada *cost-plus*, que consiste na adição de uma margem de lucro padrão pré-definida sobre os custos.

Segundo a divulgação de resultados da empresa, ao final do ano de 2018 o custo dos produtos vendidos atingiu o valor de R\$ 815.987,00, um aumento de 10,8% quando comparado a 2017.

#### **I.1.12 Despesas Operacionais**

As despesas operacionais são todas aquelas despesas necessárias para manter a empresa em funcionamento. A Arezzo&CO trabalha fortemente para controlar os níveis de despesas e adequá-las à evolução de suas vendas.

A estrutura de custos da companhia é composta por dois pilares: Despesas Comerciais e Despesas Gerais e Administrativas.

##### **I.1.12.1 Despesas Comerciais**

As despesas comerciais da Arezzo&CO englobam outros dois grandes grupos: primeiro é composto pelas Despesas com Loja Própria, ou seja, despesas com a ocupação de lojas, próprias e *web service*, aluguel, salários e comissão sobre vendas. O segundo grupo é composto pelas Despesas com Vendas, Logística e suprimentos.

As despesas com Vendas, Logística e Suprimentos, somaram R\$60,9 no quarto trimestre de 2018, um aumento de 27,3% em relação ao 4T2017. Esse aumento se deu em grande parte pelo reajuste anual da tabela de frente.

### I.1.12.2 Despesas Gerais e Administrativas

Essa categoria engloba os custos direcionados à administração da companhia, aos salários e encargos dos funcionários, assim como o desenvolvimento de produtos e amostras.

No 4T18, as despesas gerais e administrativas cresceram R\$ 7,9 milhões, incremento de 26,5% frente ao 4T17. Tal valor inclui despesas referentes ao planejamento estratégico da Companhia, com destaque para: (i) desenvolvimento da operação dos Estados Unidos, que inclui principalmente o reforço da estrutura organizacional no país; (ii) investimentos em branding relacionadas à marca Schutz no Brasil; (ii) expansão da marca Alexandre Birman no continente europeu.

### III.4 EBITDA

A sigla EBITDA, que significa em inglês “Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization” e pode ser traduzida para o português como “Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização”. Esse indicador é considerado uma medida de geração operacional de caixa e pode ser obtida no DRE de uma empresa através da seguinte fórmula:

<b>Demonstração de Resultados do Exercício</b>	
<b>Receita Bruta</b>	
<b>(-) Deduções</b>	
<b>Receita Líquida</b>	
<b>(-) Custos</b>	
<b>Lucro Bruto</b>	
<b>(-) Despesas Operacionais</b>	
<b>EBITDA (Lucro Operacional)</b>	

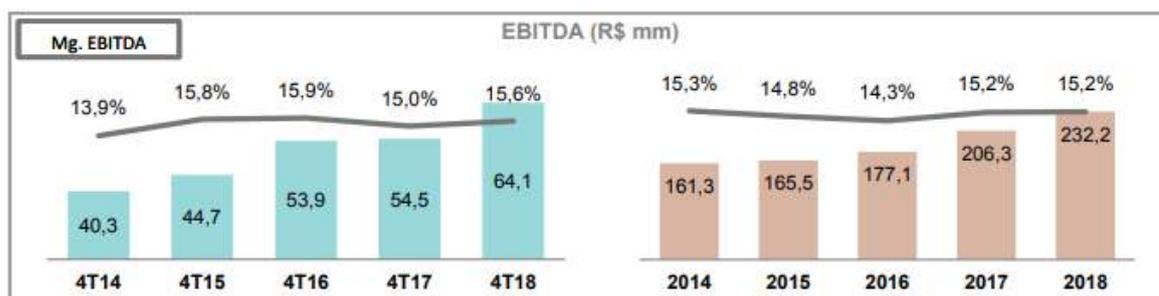
**Figura 17** – Demonstração de Resultados do Exercício (EXPERTS, 2019)

A margem EBITDA (EBITDA/Receita Líquida) também é um indicador muito bom da margem operacional, sendo muito utilizado na análise de valor da empresa e na realização da análise através de múltiplos

A Companhia atingiu EBITDA de R\$ 64,1 milhões no 4T18, com margem de 15,6% e um aumento de 17,7% em relação aos resultados apresentados no 4T17. Dentre os principais

fatores, destacam-se: i) Crescimento de 13,4% na receita líquida ante o mesmo período do ano anterior; ii) Expansão da margem bruta em 60bps.

Excluindo a operação nos EUA, a margem EBITDA consolidada da Companhia aumentaria 290 bps no trimestre, montante superior aos 150 bps registrados no 4T17 - resultante do contínuo investimento na estratégia de expansão internacional da Companhia, através das marcas Schutz e Alexandre Birman.



**Figura 18** – EBITDA. Earnings Release 4t18 (AREZZO&CO, 2019, p. 9).

Reconciliação do EBITDA	4T18	4T17	2018	2017
<b>Lucro líquido</b>	42.243	55.344	142.644	154.470
(-) Imposto de renda e contribuição social	(5.549)	13.558	(27.354)	(28.463)
(-) Resultado financeiro	(3.325)	(2.694)	(21.281)	9.300
(-) Depreciação e amortização	(13.000)	(10.002)	(40.879)	(32.632)
<b>(=) EBITDA</b>	<b>64.118</b>	<b>54.482</b>	<b>232.160</b>	<b>206.265</b>

**Figura 19** – Reconciliação do EBITDA. Earnings Release 4t18 (AREZZO&CO, 2019c, p. 9).

### III.5 Lucro

Os lucros de uma empresa são divididos em dois: Lucro Bruto e Lucro Líquido. O conceito geral de lucro bruto corresponde ao valor resultante depois de se subtrair custos de produção ou execução de serviços do faturamento da empresa. Em outras palavras, é preciso somar todas as receitas obtidas em determinado período pela companhia para, então, diminuir os gastos com custos necessários para a confecção de produtos ou prestação de serviços. O resultado é o lucro bruto desse intervalo de tempo.

O lucro líquido, por sua vez, corresponde ao lucro gerado após diminuir custos fixos e despesas com alguns tributos do lucro bruto. Existem muitas contas que são abatidas dele para gerar o ganho líquido final, montante que efetivamente ficará com a empresa ou será distribuído para os acionistas. A margem de lucratividade líquida é a porcentagem de lucratividade líquida em relação ao faturamento da organização.

Segundo a divulgação de resultados de 2018 da Companhia, a Arezzo&CO apresentou margem líquida de 10,2% no 4T18 e o lucro líquido do período somou R\$ 42,2 milhões, 23,7% inferior em relação ao 4T17. Vale destacar que no 4T17 a companhia obteve liminar que prevê a exclusão do recolhimento de IR e CSLL sobre o benefício fiscal relativo ao ICMS (benefício adquirido através da operacionalização do centro de distribuição no Espírito Santo). O ganho totalizou R\$ 21,9 milhões no 4T17 referente à isenção no pagamento de impostos no período corrente, bem como a reversão dos impostos já recolhidos ao longo de 2017.

Excluindo tal efeito da base de comparação, o lucro líquido do 4T18 seria 8,6% superior ao 4T17. Em contrapartida, o lucro líquido foi impactado negativamente (i) pela maior posição de endividamento durante o trimestre, e, portanto, a um maior nível de despesas financeiras e (ii) pela menor receita financeira, dada a redução da taxa SELIC nos últimos 12 meses.



**Figura 20** – Lucro Líquido. Earning Release 4t18 (AREZZO&CO, 2019, p. 9).

### **III.6 Depreciação e Amortização**

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

A amortização, por sua vez, “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”.

### **III.7 ROIC**

O Retorno sobre o Capital Investido, conhecido como ROIC, representa o quanto de retorno uma empresa gera sobre todo o capital investido, que é a soma do capital próprio com o capital de terceiros.

Este indicador é frequentemente utilizado para medir 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 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:

$$\text{ROIC} = (\text{Resultado Líquido} - \text{Dividendos}) / \text{Valor Contábil do Capital Investido}$$

O retorno sobre o capital investido da Companhia apresentou forte crescimento no 4T18, atingindo o patamar de 29,2%. Entre os fatores responsáveis por tal performance está o crescimento do **NOPAT** (*Net Operating Profit After Tax*: Resultado Líquido – Dividendos) em 12,9% ante o 4T17. É importante ressaltar que parte do aumento de ROIC também se deve à liminar obtida no 4T17, que possibilitou a exclusão do recolhimento de IR e CSLL (34%) sobre o benefício fiscal de ICMS (retroativo a 2017) – liminar esta que se manteve válida durante 2018.

Em contrapartida, o incremento do capital de giro deve-se a um maior volume de estoques no período, reflexo do crescimento de vendas consolidado da Companhia, bem como

do aumento da relevância do programa *dropship* e dos itens de pronta entrega na operação norte-americana, ambos visando maior agilidade e assertividade na ponta.

### III.8 Capex – Capital Expenditures

Capex é a sigla em inglês para a expressão “Capital Expenditures”, que significa despesas de capital, ou seja, 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.

Os investimentos da Arezzo&CO possuem três naturezas: i) Investimentos em expansão e reforma de pontos de venda próprios; ii) Investimentos corporativos que incluem TI, instalações, showrooms e escritório; e iii) Outros investimentos, principalmente relacionados à modernização da operação industrial.

No 4T18, a Arezzo&Co investiu R\$ 12,6 milhões em CAPEX, com destaque para: Operação Brasil: (i) investimentos em tecnologia na fábrica da marca Alexandre Birman e (ii) upgrade de nosso datacenter. Operação Estados Unidos: (i) lançamento da loja da Schutz no Aventura Mall e da loja da marca Alexandre Birman no Bal Harbour Shops, ambas em Miami (ii) melhorias na plataforma de *web commerce* internacional e (iii) investimentos em softwares e TI.

Sumário de investimentos	4T18	4T17	$\Delta 18 \times 17$ (%)	2018	2017	$\Delta 18 \times 17$ (%)
<b>CAPEX total</b>	<b>12.648</b>	<b>7.602</b>	<b>66,4%</b>	<b>48.614</b>	<b>21.547</b>	<b>125,6%</b>
Lojas - expansão e reformas	1.433	1.970	(27,2%)	10.796	7.423	45,4%
Corporativo	4.133	5.188	(20,3%)	20.257	11.151	81,7%
Outros	7.082	445	1.492,9%	17.561	2.973	490,7%

**Figura 21** – Sumário de Investimentos. Earning Release 4t18 (AREZZO&CO, 2019, p. 10).

### III.9 Impostos

As receitas de vendas e serviços da Companhia estão sujeitas aos seguintes impostos e contribuições, pelas seguintes alíquotas básicas:

<b>Alíquotas</b>	
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%
State Sales Tax (Estados Unidos)	0% a 8,875%

**Figura 22** – Alíquotas Básicas.

Receitas e despesas são reconhecidas líquidas dos impostos sobre vendas, exceto:

- I. Quando os impostos sobre vendas incorridos na compra de bens ou serviços não for recuperável junto às autoridades fiscais, hipótese em que o imposto sobre vendas é reconhecido como parte do custo de aquisição do ativo ou do item de despesa, conforme o caso;
- II. Quando os valores a receber e a pagar forem apresentados juntos com o valor dos impostos sobre vendas;
- III. Quando o valor líquido dos impostos sobre vendas, recuperável ou a pagar, é incluído como componente dos valores a receber ou a pagar no balanço patrimonial.

### **III.10**      *Capital de Giro*

O Capital de Giro (CG) representa todo o capital necessário para financiar a continuidade de suas operações, como, por exemplo, recursos para manutenção de estoques e recursos para pagamento aos fornecedores, impostos, salários e demais custos operacionais.

O cálculo do CG é diretamente afetado pelos recebíveis, estoque e fornecedores. A projeção dessas três contas no balanço patrimonial é importante para chegar à variação total do capital de giro.

O capital de giro também é impactado por outros ativos circulantes e pelas demais contas a pagar de curto prazo. Para realizar as projeções, é necessário entender com qual linha do DRE cada uma dessas contas se relaciona e depois perceber como se dá essa relação em termos de dias.

Para encontrar o valor da quantidade de dias que demora para a empresa receber o dinheiro resultante das suas vendas, basta dividir o valor das contas a receber pela receita líquida e multiplicar por 360.

### **III.11 Valor terminal em Perpetuidade**

O valor terminal é fundado no princípio de que as empresas existem para serem eternas, sem uma data para finalizar suas operações, o que na contabilidade clássica se chama “on going concern” – a empresa existe para ter continuidade indefinida. Desta forma, o valor terminal em perpetuidade é o valor da companhia a partir do último ano estimado para o efeito de fluxo de caixa. A maioria dos fluxos de caixa projetam entre 5 e 10 anos o valor estimado da empresa, e a partir do último ano projetado calcula-se o valor terminal em perpetuidade. Neste trabalho foram projetados 5 anos e então calculou-se o valor terminal da seguinte forma:

$$\text{Perpetuidade} = \text{Último Fluxo de Caixa Estimado} * (1 + \text{Taxa de Crescimento}) / (\text{Taxa de desconto} - \text{Taxa de Crescimento})$$

Substituindo pelos valores encontrados após o cálculo e projeção do fluxo de caixa do acionista:

$$\text{Perpetuidade} = 44.7 * (1 + 4.6\%) / (9.2\% - 4.6\%) = 996 \text{ milhões de reais.}$$

### **III.12 Fluxo de Caixa do Acionista**

A partir das premissas explicadas anteriormente, será realizado o Fluxo de caixa do acionista (FCFE - *free cash flow to the Equity*) que tem como objetivo valorar o capital acionário. Ou seja, chegar a um valor que potencialmente será distribuído ao acionista. Para tanto, desconta-se da receita bruta os custos atrelados ao negócio, como impostos, reinvestimentos e pagamento de juros para cada período de tempo t.

Após estimar o FCFE de cada período, devemos realizar o somatório dos fluxos de caixa livres para os acionistas nesses t períodos e descontar a taxa custo de capital próprio ( $K_e$ ). Essa variável pode ser analisada como o retorno mínimo que o investidor retém sobre o investimento, representando o retorno obtido sobre o risco tomado. Esse valor tende a ser mais alto que a taxa de remuneração do capital de terceiros pois o investimento de capital próprio está atrelado a riscos muito maiores.

Neste trabalho foi adotado o padrão internacional de análise do FCFE, onde analisa-se o mercado brasileiro de ações sob uma ótica internacional de investimento, tomando o dólar com o a moeda base.

Cash Flow (R\$mnn)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>CF from operation</b>	<b>150.2</b>	<b>78.5</b>	<b>195.6</b>	<b>129.8</b>	<b>130.8</b>	<b>190.3</b>	<b>234.1</b>	<b>284.4</b>	<b>332.3</b>	<b>387.3</b>	<b>450.6</b>
NOPAT	102.7	112.0	146.6	160.2	180.7	218.8	265.2	311.8	365.1	426.1	496.2
Net Working Capital	23.2	-59.2	16.3	-70.1	-88.6	-74.9	-80.4	-80.6	-90.8	-102.4	-115.8
Depreciation	24.2	25.8	32.6	39.7	38.6	46.4	49.3	53.2	58.0	63.6	70.2
Others	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>CF from investing activities</b>	<b>-25.8</b>	<b>-25.1</b>	<b>-21.5</b>	<b>-48.6</b>	<b>-48.2</b>	<b>-54.7</b>	<b>-61.8</b>	<b>-68.8</b>	<b>-76.8</b>	<b>-85.7</b>	<b>-95.8</b>
Capex	-25.8	-25.1	-21.5	-48.6	-48.2	-54.7	-61.8	-68.8	-76.8	-85.7	-95.8
<b>CF from financing activity</b>	<b>40.7</b>	<b>-12.9</b>	<b>83.5</b>	<b>-88.2</b>	<b>1.7</b>	<b>9.3</b>	<b>4.8</b>	<b>3.5</b>	<b>1.7</b>	<b>0.3</b>	<b>-1.3</b>
Financial result	23.3	5.7	9.3	-21.3	2.2	11.6	6.0	4.4	2.2	0.4	-1.6
Debt increase (amortization)	23.7	-17.1	75.7	-70.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other taxes	-6.3	-1.5	-1.4	3.4	-0.4	-2.3	-1.2	-0.9	-0.4	-0.1	0.3
<b>FCFF</b>	<b>124.4</b>	<b>53.5</b>	<b>174.0</b>	<b>81.2</b>	<b>82.6</b>	<b>135.6</b>	<b>172.4</b>	<b>215.5</b>	<b>255.5</b>	<b>301.6</b>	<b>354.8</b>
<b>FCFE</b>	<b>165.1</b>	<b>40.6</b>	<b>257.6</b>	<b>-6.9</b>	<b>84.3</b>	<b>144.9</b>	<b>177.2</b>	<b>219.1</b>	<b>257.2</b>	<b>301.9</b>	<b>353.6</b>
FX	3.3	3.5	3.2	3.6	3.9	4.0	4.1	4.3	4.4	4.5	4.7
<b>FCFE (US\$)</b>	<b>49.4</b>	<b>11.7</b>	<b>80.7</b>	<b>-2.0</b>	<b>21.6</b>	<b>36.1</b>	<b>42.8</b>	<b>51.4</b>	<b>58.6</b>	<b>66.8</b>	<b>75.9</b>
# of years				0.0	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0
<b>NPV</b>		<b>11.7</b>	<b>80.7</b>	<b>-2.0</b>	<b>21.6</b>	<b>33.0</b>	<b>35.9</b>	<b>39.4</b>	<b>41.2</b>	<b>42.9</b>	<b>44.7</b>

**Figura 23** - Free Cash Flow to the Equity. Elaborado pela presente autora.

### III.13 Estimando o Custo de Capital Próprio

Para encontrar o custo de oportunidade do capital próprio ( $K_e$ ) devemos determinar algumas variáveis. A primeira delas é a taxa de juros livre de risco. Neste trabalho, adotaremos a taxa de juros americana com a taxa livre de risco, ou seja, 3.5%. A segunda variável será ao Beta, indicador de sensibilidade de um ativo em relação ao risco de mercado. Neste trabalho adotaremos um beta dado pelo mercado de 0.8, que indica que a ação da companhia acompanha as oscilações do mercado na mesma direção em uma proporção de 0.8. A terceira variável será o Risco Brasil, este indicador também é dado pelo mercado e, em 2019, está girando em torno de 250 *base points*. A última variável adotada será a ERP (*Equity Risk Premium*), conhecida em português como Premo de Risco da Ação. Nos EUA, este indicador gira em torno de 4.0% e representa a diferença entre o retorno das ações e a taxa de retorno livre de risco.

Definidas todas as variáveis, o custo de oportunidade do capital próprio foi calculado da seguinte forma:

$$K_e = \text{Taxa livre de risco} + \text{Beta} * (\text{Equity Risk Premium}) + \text{Risco Brasil}$$

Discount Rate	
Risk Free (%)	3.5%
Beta	0.80
ERP	4.0%
Country Risk (b.p.)	250
<b>Ke</b>	<b>9.2%</b>

**Figura 24** - *Discount Rate*. Elaborado pela presente autora.

### III.14 Cálculo do Valor Justo da Arezzo&CO

Após realizarmos a construção do fluxo de caixa do acionista, a projeção estimada dos próximos 5 anos e os cálculos das demais variáveis que irão compor o *valuation*, podemos então calcular o *Target Price* (Valor Justo) da Companhia.

Para isso devemos seguir os seguintes passos:

(i) Encontrar o nosso *Total Equity*, ou seja, o valor que a empresa vale dado o nosso modelo. Para isso, devemos somar o Fluxo de Caixa Livre do Acionista (*Cash Flow*) dos 5 anos projetados e somá-los a Perpetuidade encontrada.

(ii) Encontrado o *Total Equity*, precisamos trazê-lo para a moeda nacional, ou seja, o Real (BRL), através da cotação também estimada.

(iii) O *Target Price* é então encontrado, através da divisão do valor total que encontramos para empresa sobre o número de ações existentes no mercado.

Uma vez encontrado o *Target Price*, é necessário calcular se esse valor está abaixo ou acima do valor atual que as ações estão negociadas no mercado. Para isso, devemos encontrar o valor que a Companhia vale de acordo com o mercado, ou seja, o valor do preço que as ações estão sendo negociadas multiplicado pela quantidade de ações existentes.

No momento em que este trabalho foi escrito, as ações da Arezzo&CO estavam sendo negociada ao preço R\$ 54.35 e havia 90.3 milhões de ações negociadas, ou seja, o mercado avalia a Companhia em 4,9 bilhões de reais.

Valuation	
Discount Rate	9.2%
Perpetuity Growth	4.6%
Cash Flows (U\$)	259
Perpetuity	996
TOTAL EQUITY (U\$)	1,255
TOTAL EQUITY (R\$)	4,893
Qty Shares	90.30
<b>Target Price (R\$)</b>	<b>54.00</b>
<b>Stock Price</b>	<b>54.35</b>
Mkt Cap	4,908

**Figura 25** – Primeira parte *Valuation*. Elaborado pela presente autora.

Após encontrarmos o valor justo para ação de R\$54.00 e compara-la com o valor negociado de mercado R\$ 54.35, tiramos a rápida conclusão que as ações estão sendo negociadas a um valor 0.6% acima do então calculado como justo. Desta forma podemos dizer que há um *upside* negativo de -0.6%.

Porém devemos considerar que Arezzo&CO é uma companhia pagante de dividendos e essa variável deve ser incluída no cálculo do valor justo através da última taxa Dividend Yield que indica a porcentagem do valor da companhia que foi distribuída em forma de dividendos.

No caso da Arezzo, foi pago o valor total de 115.7 milhões de reais em dividendos ao longo do ano de 2018, o que representa o valor de 2,4% sobre o *makert cap*. Desta forma, ao somarmos -0.6% a 2,4%, obteremos um novo *upside* de 1.7%, ou seja, o valor justo encontrado está abaixo do valor que espera-se que a companhia vá alcançar e a recomendação é de compra das ações.

Valuation	
Discount Rate	9.2%
Perpetuity Growth	4.6%
Cash Flows (US\$)	259
Perpetuity	996
TOTAL EQUITY (US\$)	1,255
TOTAL EQUITY (R\$)	4,893
Qty Shares	90.30
<b>Target Price (R\$)</b>	<b>54.00</b>
<b>Stock Price</b>	<b>54.35</b>
Mkt Cap	4,908
<b>Upside</b>	<b>-0.6%</b>
Dividend Yield (2018E)	2.4%
<b>Upside</b>	<b>1.7%</b>

**Figura 26** – *Valuation* Completo. Elaborado pela presente autora.

## CONCLUSÃO

Este trabalho teve como principal objetivo analisar os diferentes métodos de avaliação de empresa e, a partir da metodologia escolhida – Fluxo de Caixa do Acionista –, chegar a um valor justo para as ações da empresa Arezzo&CO, negociadas no mercado brasileiro de ações sob o *ticker* ARRZ3.

O primeiro passo para a construção deste trabalho foi apresentar a empresa como um todo, explicando suas principais características e peculiaridades, assim como sua posição no setor de varejo brasileiro. Dito isto, foi realizada uma breve apresentação do atual cenário macroeconômico brasileiro e suas principais tendências para os próximos anos.

Foi realizada a fundamentação teórica, onde foi explicitado o método do Fluxo de Caixa Descontado, assim como, outros métodos de avaliações de empresa. Definiu-se, então, que a metodologia a ser desenvolvida neste trabalho seria o Fluxo de Caixa Descontado ao Acionista, pois neste método é possível trazer a valor presente os fluxos de caixa futuros da empresa mediante uma taxa de desconto que reflete o risco associado ao investimento.

Os próximos passos consistiram em apresentar os valores da empresa a partir das demonstrações financeiras divulgadas do último ano para então construir um modelo para a Arezzo&CO utilizando estimativas macroeconômicas, como a inflação e os juros, e estimativas de valores vinculados a própria como Companhia, como, por exemplo, projeções de receitas e despesas.

O Fluxo de Caixa Descontado é considerado o método mais completo para se calcular o valor justo de uma empresa porém o *valuation* da mesma é muito subjetivo e o resultado pode variar de analista para analista, uma vez que exige a elaboração de premissas com base em expectativas de mercado e das atividades da empresa avaliada. As estimativas da taxa de desconto e a projeção da perpetuidade são variáveis importantes e afetam em muito o preço final estimado por isso é necessária atenção dobrada nesses cálculos.

Podemos concluir, então, como resultado deste trabalho, que a partir da metodologia do Fluxo de Caixa Descontado ao Acionista, o preço justo encontrado para a companhia Arezzo&CO foi de 54.00 reais. Dado que estão sendo negociadas ao valor R\$ 54.35, temos a inicial conclusão que as ações estão sendo negociadas a um valor 0.60% menor do que o justo

porém ao incluirmos o fator que a companhia é boa pagadora de dividendos, possuindo um *Dividend Yield* para 2018 de 2.4%, podemos finalmente concluir que o *upside* da companhia é positivo em 1.7%, ou seja, a recomendação final é de compra das ações da Arezzo&CO.

Este é um trabalho acadêmico e, portanto, as opiniões expressas são de própria autoria com base nas análises realizadas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AREZZO&CO. **Resultados**, 2019a. Disponível em: [https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/3bfae074-fd9b-4484-b9aa-24496571c987/059d5e2a-183a-4e85-bff8-bada8da206f7\\_4T18%20Arezzo%20Apresenta%C3%A7%C3%A3o%20Call%20PT%20-%20v2.pdf](https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/3bfae074-fd9b-4484-b9aa-24496571c987/059d5e2a-183a-4e85-bff8-bada8da206f7_4T18%20Arezzo%20Apresenta%C3%A7%C3%A3o%20Call%20PT%20-%20v2.pdf). Acesso em: 12 mar. 2019.

AREZZO&CO. **Apresentação Institucional**, 2019b. Disponível em: [https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/3bfae074-fd9b-4484-b9aa-24496571c987/ba12293b-d30e-48a7-90d0-fcb5fbb1b5bd\\_Apresent%C3%A7%C3%A3o%20Institucional%204T18%20v3.pdf](https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/3bfae074-fd9b-4484-b9aa-24496571c987/ba12293b-d30e-48a7-90d0-fcb5fbb1b5bd_Apresent%C3%A7%C3%A3o%20Institucional%204T18%20v3.pdf). Acesso em: 12 mar. 2019.

AREZZO&CO. **Earnings Release**, 2019c. Disponível em: <http://arezzoco.com.br/news/arezzoco-anuncia-os-resultados-do-4t18/>. Acesso em: 12 mar. 2019.

AREZZO&CO. **Apresentação Institucional**, 2019d. Disponível em: [https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/3bfae074-fd9b-4484-b9aa-24496571c987/5fb5376c-9238-4209-ad7b-e790b18b13d9\\_Apresent%C3%A7%C3%A3o%20Institucional%204T18%20v2.pdf](https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/3bfae074-fd9b-4484-b9aa-24496571c987/5fb5376c-9238-4209-ad7b-e790b18b13d9_Apresent%C3%A7%C3%A3o%20Institucional%204T18%20v2.pdf). Acesso em: 12 mar. 2019.

REXPERTS. **Escola Online de Investimentos Imobiliários**, 2019. Disponível em: <http://rexperts.com.br>. Acesso em: 12 mar. 2019.