



**CENTRO UNIVERSITÁRIO IBMR**  
**ÂNIMA EDUCAÇÃO**  
**LUCAS BARBOSA DA PONTE DIAS**

**VALUATION POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO E MATRIZ DE  
SENSIBILIDADE: UM ESTUDO DE CASO DA AREZZO & CO**

Rio de Janeiro

2023

LUCAS BARBOSA DA PONTE DIAS

**VALUATION POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO E MATRIZ DE  
SENSIBILIDADE: UM ESTUDO DE CASO DA AREZZO & CO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de graduação em Ciências Econômicas, do Centro Universitário IBMR, da Ânima Educação, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Me. Anderson Daniel Vieira

Rio de Janeiro

2023

LUCAS BARBOSA DA PONTE DIAS

**VALUATION POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO E MATRIZ DE  
SENSIBILIDADE: UM ESTUDO DE CASO DA AREZZO & CO**

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado à obtenção do título de Bacharel e aprovado em sua forma final pelo Curso de Ciências Econômicas do Centro Universitário IBMR.

Rio de Janeiro, 15 de dezembro de 2023.

---

Prof. e Orientador Me. Anderson Daniel Vieira – IBMR

---

Prof. Me. Wagner Fernandes dos Santos – IBMR

---

Prof. Dr. Marcelo de Carvalho Anache – IBMR

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus, por estar comigo em toda a minha trajetória, tanto de vida, quanto acadêmica. Sem Ele, eu sei que não estaria aqui. Sem Ele, eu sei que não seria possível concluir essa jornada acadêmica. Em Deus, nada é impossível.

Também gostaria de agradecer a minha família, em especial a minha mãe, Adriana, e minha avó, Marli, por todo o apoio e incentivo ao longo da minha graduação. Sem elas, sei que não teria chegado até aqui. Também gostaria de agradecer ao meu pai, Marcos, pelo apoio prestado nesse período.

Também agradeço a minha namorada, Déborah, pelo incentivo e palavras de afirmação que me foram ditas para que eu possa ter persistido em toda a minha jornada acadêmica.

Agradeço também ao meu orientador, professor Anderson Vieira, o qual conheci no momento da orientação e pude receber um excelente auxílio nos preparativos desta pesquisa científica.

Por fim, agradeço aos professor que fizeram parte desses quatro anos de graduação. Ao professor Cláudio Marouvo, excelente professor, com um amplo conhecimento e trajetória acadêmica, fornecendo muitos ensinamentos, ao professor Felipe Gil, pelas suas aulas extremamente completas e dedicação, ao professor Marcelo Anache, o qual tive poucas matérias, mas pude aprender bastante, ao professor Ricardo Barbosa, pela ótima didática nas matérias relacionadas ao campo de exatas, e ao professor Wagner Santos, pelas ótimas aulas relacionadas a estruturação desta pesquisa científica.

“Preço é o que você paga. Valor é o que você recebe.”

*Warren Buffett*

## RESUMO

A presente pesquisa científica tem como objetivo analisar as demonstrações financeiras da Arezzo & Co, assim como o ambiente macroeconômico, a fim de projetar os fluxos de caixa livres sob a ótica da firma, e trazê-los a valor presente através de uma taxa de desconto, para, assim, realizar o processo de valuation e, posteriormente, reconhecer e analisar o comportamento dos valores teóricos justos através do uso da matriz de sensibilidade, sensibilizada pela taxa de desconto e pela taxa de crescimento na perpetuidade. Os dados históricos foram obtidos através do site de Relações com Investidores da empresa. Já os dados utilizados para fins de análises macroeconômicas e projeções foram retirados de órgãos públicos e privados que os disponibilizam gratuitamente para análises. Após a análise, constatou-se que os valores teóricos justos são bastante sensíveis às variações nas premissas usadas na matriz, sendo de extrema importância o uso da matriz de sensibilidade, a fim de tentar evitar subjetividades e entender o comportamento dos valores obtidos.

Palavras-chave: Avaliação; Fluxo de Caixa Descontado; Análise de Sensibilidade

## **ABSTRACT**

This scientific research aims to analyze Arezzo & Co's financial statements, as well as the macroeconomic scenario, in order to project the free cash flows from the firm's perspective, and bring them to present value through a discount rate, in order to carry out the valuation process and subsequently recognize and analyze the behavior of the theoretical fair values through the use of the sensitivity matrix, sensitized by the discount rate and the growth rate in perpetuity. The historical data was obtained from the company's Investor Relations website. The data used for macroeconomic analysis and projections was taken from public and private agencies that make it available for free analysis. After the analysis, it was found that the theoretical fair values are very sensitive to variations in the assumptions used in the matrix, making it extremely important to use the sensitivity matrix in order to try to avoid subjectivity and understand the behavior of the values obtained.

Keywords: Valuation; Discounted Cash Flow; Sensitivity Analysis

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1:</b> Índice de inflação geral vs índice de inflação de vestuário .....	28
<b>Gráfico 2:</b> Variação mensal de vendas no varejo .....	29
<b>Gráfico 3:</b> Índice de Confiança do Consumidor (ICC) .....	30
<b>Gráfico 4:</b> Divisão de receita bruta entre mercado interno e mercado externo .....	32
<b>Gráfico 5:</b> Divisão de receita bruta entre segmentos de vendas .....	33
<b>Gráfico 6:</b> Endividamento histórico.....	36

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Figura 1:</b> Alíquota de imposto de renda efetiva .....	40
<b>Figura 2:</b> Tesouro Direto, taxa do tesouro pré-fixado 2029.....	43
<b>Figura 3:</b> Parte da ata do COPOM – Taxa Selic .....	43

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1:</b> Volume de negociações Arezzo & Co e Grupo de Moda Soma .....	16
<b>Tabela 2:</b> Histórico de receita bruta e receita líquida .....	34
<b>Tabela 3:</b> Histórico de lucro bruto e margem bruta .....	34
<b>Tabela 4:</b> Histórico do ebitda e margem ebitda.....	34
<b>Tabela 5:</b> Histórico do lucro líquido e margem líquida .....	35
<b>Tabela 6:</b> Projeções IPCA.....	38
<b>Tabela 7:</b> Projeções de receita bruta e receita líquida .....	39
<b>Tabela 8:</b> Histórico de ebit e margem ebit.....	39
<b>Tabela 9:</b> Projeções de lucro bruto e ebit.....	40
<b>Tabela 10:</b> Projeções de alíquota efetiva de imposto de renda e ebit(1-T).....	41
<b>Tabela 11:</b> D&A, capital de giro e capex reportado e projeções .....	41
<b>Tabela 12:</b> Cálculo do fluxo de caixa livre da firma estimado .....	42
<b>Tabela 13:</b> CAPM.....	42
<b>Tabela 14:</b> Beta e ERP .....	43
<b>Tabela 15:</b> Estrutura de capital da Arezzo & Co e WACC.....	44
<b>Tabela 16:</b> Fluxos de caixa descontados .....	44
<b>Tabela 17:</b> Cálculo do valor da firma .....	45
<b>Tabela 18:</b> Endividamento da Arezzo & Co.....	45
<b>Tabela 19:</b> Cálculo do valor do equity e do valor da ação da Arezzo & Co.....	46
<b>Tabela 20:</b> Matriz de sensibilidade.....	46

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

<b>A/A</b>	Ano contra Ano
<b>Bancen</b>	Banco Central do Brasil
<b>CAPM</b>	Capital Asset Pricing Model
<b>COPOM</b>	Comitê de Política Monetária
<b>CPV</b>	Custo de Produtos Vendidos
<b>D&amp;A</b>	Depreciação e Amortização
<b>DRE</b>	Demonstração de Resultado do Exercício
<b>Ebit</b>	Earnings Before Interest and Taxes
<b>Ebitda</b>	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
<b>FCLA</b>	Fluxo de Caixa Livre do Acionista
<b>FCLF</b>	Fluxo de Caixa Livre da Firma
<b>FGV</b>	Fundação Getúlio Vargas
<b>g</b>	Taxa de Crescimento na Perpetuidade
<b>IBGE</b>	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
<b>IBRE – FGV</b>	Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas
<b>ICC</b>	Índice de Confiança do Consumidor
<b>IPCA</b>	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
<b>Kd</b>	Cost of Debt
<b>Ke</b>	Cost of Equity
<b>LTN</b>	Letras do Tesouro Nacional
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>PMC</b>	Pesquisa Mensal do Comércio
<b>RI</b>	Relações com Investidores
<b>R\$ Mil</b>	Milhares de reais
<b>WACC</b>	Weighted Average Cost of Capital

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	14
<b>1.1. Objetivo Geral</b> .....	15
<b>1.2. Objetivos Específicos</b> .....	16
<b>1.3. Justificativa</b> .....	16
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	17
<b>2.1. Avaliação de Empresas e a Importância no Ambiente Corporativo</b> .....	17
<b>2.2. O Modelo do Fluxo de Caixa Descontado</b> .....	17
2.2.1. Fluxo de Caixa Livre da Firma e o Valor da Firma .....	18
<b>2.3. Custo Médio Ponderado de Capital</b> .....	19
2.3.1. Custo de Capital Próprio .....	20
2.3.1.1. Modelo de Precificação de Ativos de Capital.....	20
2.3.1.1.1. Taxa Livre de Risco .....	21
2.3.1.1.2. Beta .....	21
2.3.1.1.3. Prêmio de Risco .....	22
2.3.2. Custo de Capital de Terceiros .....	22
2.3.3. Estrutura de Capital.....	23
2.3.4. O Cálculo do WACC.....	23
<b>2.4. A Perpetuidade</b> .....	24
2.4.1. Valor Terminal .....	24
2.4.2. Taxa de Crescimento na Perpetuidade .....	24
<b>2.5. Análise de Sensibilidade e a Importância no Processo de <i>Valuation</i></b> .....	25
<b>3. METODOLOGIA</b> .....	25
<b>3.1. Tipologia da Pesquisa</b> .....	25
<b>3.2. Coleta e Seleção de Dados</b> .....	26
<b>4. ANÁLISE DE DADOS</b> .....	27
<b>4.1. Análise do Ambiente Macroeconômico</b> .....	27
<b>4.2. Análise da Arezzo &amp; Co</b> .....	30
4.2.1. História.....	31
4.2.2. Segmentos de Atuação .....	31
4.2.3. Métricas Operacionais.....	33
4.2.4. Endividamento.....	35
4.2.5. Vantagens Competitivas .....	36
4.2.6. Riscos .....	37

<b>4.3. Projeções Financeiras e <i>Valuation</i></b> .....	37
4.3.1. Receita Bruta e Receita Líquida .....	38
4.3.2. Lucro Bruto, Lucro Operacional e Alíquota de Imposto de Renda .....	39
4.3.3. Depreciação e Amortização, Capital de Giro e Capex .....	41
4.3.4. Calculando o Fluxo de Caixa Livre da Firma.....	41
4.3.5. O Cálculo da Taxa de Desconto.....	42
4.3.6. A Taxa de Crescimento na Perpetuidade.....	44
4.3.7. O Valor Teórico Justo da Arezzo & Co.....	45
<b>4.4. Análise de Sensibilidade</b> .....	46
<b>5. CONCLUSÃO</b> .....	47
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	49
<b>ANEXOS</b> .....	52

## 1. INTRODUÇÃO

No ambiente empresarial e de finanças, existe a necessidade de, regularmente, avaliar o valor de empresas e projetos para que empreendedores e investidores tomem as melhores decisões. Para isso, uma das abordagens utilizadas é o chamado *valuation*.

O processo de *valuation* consiste em analisar empresas ou ativos e determinar seu valor teórico justo. Para Damodaran (2022), saber o valor de uma ação, imóvel ou título de dívida pode não ser pré-requisito para um bom investimento, mas irá proporcionar julgamentos mais definidos sobre o investimento em questão.

No mercado financeiro, o processo de *valuation* é muito utilizado por bancos de investimento, casas de análise, corretoras e outros segmentos de atuação para auxiliarem seus clientes em sua tomada de decisão, assim como também é utilizado em processos de fusões e aquisições, estruturação e reestruturação de dívidas, além de diversas outras situações do dia a dia do mercado financeiro.

Diversos modelos de *valuation* são usados em uma variedade de circunstâncias. Um dos modelos mais utilizados é o *valuation* por fluxo de caixa descontado para a firma, que consiste em projetar as demonstrações financeiras da companhia ou ativo a ser analisado, a fim de estimar os fluxos de caixa futuros a partir de uma taxa de crescimento coerente e trazê-los a valor presente<sup>1</sup> através de uma taxa de desconto.

A taxa de crescimento coerente seria o crescimento esperado dos fluxos de caixa ao ano. Essa taxa também pode ser chamada de “crescimento na perpetuidade” ou “crescimento de longo prazo”. Já a taxa de desconto representa o retorno requerido para se investir na empresa ou ativo a ser analisado. Como escreve Póvoa (2021), o custo médio ponderado de capital é utilizado para descontar os fluxos de caixa para a firma e a sua composição consiste em ponderar o custo de capital próprio e da dívida, com base em suas respectivas participações no capital total da companhia.

Existem, no entanto, duas questões que tornam o processo de *valuation* subjetivo<sup>2</sup>: não importa o quão precisa seja a análise, provavelmente ela estará errada e toda análise possui um viés de quem está analisando. Como escreve Damodaran

---

<sup>1</sup> Soma dos fluxos de caixa futuros descontados por uma taxa de desconto, representando o valor atual refletido no prazo de projeção.

<sup>2</sup> É o resultado que depende de pessoa para pessoa, baseado em seus vieses, crenças e conhecimentos.

(2022), as previsões são convertidas a partir de informações e enganos podem ocorrer nesta etapa e o caminho visualizado para a empresa pode ser irrealista. Damodaran (2022) também acrescenta que as conclusões refletidas nos modelos de *valuation* tendem a refletir o viés de quem está analisando.

Justamente pelo fato do *valuation* ser algo subjetivo, ao longo do desenvolvimento da análise são definidos cenários para não encontrarmos apenas um, mas diversos possíveis valores para a empresa ou ativo analisado. Póvoa (2021) afirma que o objetivo mais importante não é, necessariamente, encontrar um valor único, mas sim uma região de preço para o ativo.

Essa região de preço para o ativo mencionada por Póvoa pode ser sensibilizada por diversas variáveis, como por exemplo: o crescimento de receitas da companhia, a margem operacional, a alíquota de imposto de renda, o crescimento na perpetuidade, taxa de desconto ou diversas outras variáveis que o analista desejar. Para o presente estudo, utilizaremos a taxa de desconto e o crescimento na perpetuidade, que, afirmando Lima (2021), são as taxas que mais podem influenciar o valor justo da empresa.

Assim, ao final do *valuation*, o analista consegue inferir se vale a pena ou não o investimento no ativo em questão, baseando-se em cenários econômicos e subjetividades abordadas na análise.

Com isso, utilizando o modelo de fluxo de caixa descontado para a firma e a empresa Arezzo & Co como estudo de caso, o trabalho levanta a seguinte questão: qual é o comportamento dos valores teóricos justos da companhia, sensibilizando via taxa de desconto e taxa de crescimento na perpetuidade, através da matriz de sensibilidade?

### **1.1. Objetivo Geral**

- Analisar as demonstrações financeiras padronizadas da Arezzo & Co, assim como o ambiente macroeconômico, e, através da modelagem financeira, projeções de fluxo de caixa e utilização da taxa de desconto e da taxa de crescimento na perpetuidade, avaliar a região de valores teóricos justos para a companhia.

## 1.2. Objetivos Específicos

- Analisar as informações financeiras da Arezzo & Co nos períodos de 2018 até 2022 e no terceiro trimestre de 2023;
- Apontar os resultados, a fim de estimar a geração de caixa futura e trazer a valor presente;
- Reconhecer a região de valores teóricos justos da companhia.

## 1.3. Justificativa

O estudo em questão se propõe a realizar uma análise de *valuation*, através do método do fluxo de caixa descontado para a firma, a fim de apresentar a variação de valores teóricos justos sensibilizada pela taxa de desconto e pela taxa de crescimento na perpetuidade, justificado pela familiaridade do pesquisador com o tema, além da atuação profissional na área. A empresa utilizada como alvo do estudo de caso é a Arezzo & Co, listada na bolsa de valores e pertencente ao setor de varejo de vestuário, focada na moda de artigos de luxo. A escolha da empresa em questão vem do fato de suas ações apresentarem maior volume de negociações<sup>3</sup> nos últimos doze meses em relação ao seu principal concorrente, também listado em bolsa de valores, o Grupo de Moda Soma<sup>4</sup>, o que a torna uma empresa de maior facilidade na compra e venda de ações no mercado secundário<sup>5</sup>, como mostra a tabela 1, a seguir:

**Tabela 1:** Volume de negociações Arezzo & Co e Grupo de Moda Soma

Referência: Nov / 2022 - Out / 2023	
Empresa	Volume total (R\$)
Arezzo & Co	30.423.411.347,39
Grupo de Moda Soma	24.775.576.214,35

**Fonte:** Adaptado de B3 (2023), elaborado pelo autor (2023).

<sup>3</sup> Disponível em [https://www.b3.com.br/pt\\_br/para-voce](https://www.b3.com.br/pt_br/para-voce)

<sup>4</sup> O Grupo de Moda Soma é uma empresa brasileira que atua no segmento de moda de luxo. Ele é conhecido por sua presença no mercado de vestuário e acessórios de alto padrão.

<sup>5</sup> Onde investidores compram e vendem títulos já emitidos, permitindo a negociação entre terceiros, sem envolvimento direto da empresa emissora.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção, abordaremos acerca do procedimento de avaliação de empresas, discutindo seu principal método de valoração, além de discutirmos também as principais premissas utilizadas no processo de *valuation*. Também iremos abordar a importância da matriz de sensibilidade na avaliação de empresas e como ela pode contribuir na tomada de decisão.

### 2.1. Avaliação de Empresas e a Importância no Ambiente Corporativo

A avaliação de empresas (ou *valuation*) no contexto empresarial é de extrema importância, pois permite refletir, através de números, as expectativas financeiras futuras do negócio, bem como seu valor hoje. Como escreve Lima et al. (2017, p.2), “[...] avaliar uma empresa significa buscar encontrar seu *fair value*, isto é, o valor que reflete as expectativas futuras líquidas de geração de caixa calculadas a valor presente por uma taxa de desconto que remunera o seu risco”.

A avaliação de uma empresa consiste em analisar todo o seu modelo de negócio, demonstrações financeiras, gestão e os cenários que podem impactar positivamente ou negativamente o futuro do negócio. Ao final da avaliação, o analista em questão deve concluir se vale ou não a pena o investimento, visando a geração de valor/riqueza. Damodaran (2022) escreve que uma das abordagens da avaliação de empresas é avaliar todo o negócio, incluindo tanto os ativos existentes, quanto os de crescimento, indo além do patrimônio líquido da companhia. O que Damodaran quer dizer com isso é que devemos ir à procura de dados e informações precisas, com a finalidade de obtermos maior assertividade em nossa análise e fugir da superficialidade. Assim, conseguimos identificar com maior clareza se a empresa avaliada seria ou não um bom investimento.

### 2.2. O Modelo do Fluxo de Caixa Descontado

Um dos métodos utilizados no *valuation* é o fluxo de caixa descontado. Damodaran (2022) descreve esse método como o processo de descontar ou trazer a valor presente os fluxos de caixa, utilizando uma taxa de desconto.

O fluxo de caixa descontado é um dos métodos mais utilizados por profissionais e de maior confiabilidade (SOUTE et al., 2008). Esse modelo utiliza uma gama de indicadores financeiros, como capital de giro (capital financeiro necessário para sustentar as operações diárias de uma empresa no curto prazo), investimento em capex (investimento financeiro realizado por uma empresa para a aquisição, melhoria ou expansão de ativos fixos, como equipamentos, imóveis e infraestrutura), lucro operacional e depreciação (redução gradual do valor de um bem ao longo do tempo devido ao desgaste, uso e obsolescência) para ser calculado, e, com isso, consegue obter maior nível de assertividade e clareza nas análises. Mais à frente trataremos melhor do processo de mensuração dos fluxos de caixa.

Esse método pode ser dividido em duas óticas: o fluxo de caixa livre da firma (FCLF) e o fluxo de caixa livre do acionista (FCLA). A diferença entre essas duas óticas pode ser explicada, de acordo com Cunha, Martins e Assaf Neto (2012, p.20-21), da seguinte maneira:

[...] os fluxos de caixa são anteriores aos pagamentos de dívida e posteriores às necessidades de reinvestimentos. Esses fluxos são conhecidos como fluxos de caixa livre do acionista (FCLA) e da firma (FCLF), respectivamente. De encontro com a avaliação pelo FCLF, está o cálculo do valor da firma pelos fluxos de caixa de capital (FCC). A diferença entre eles é que esse é o resultado dos FCLA mais os fluxos de caixa da dívida (FCd). Esses métodos de fluxos de caixa são tomados como ponto de partida para avaliação de uma firma alavancada. [...] No FCLA, o foco da avaliação são os investimentos dos detentores do capital próprio da empresa, e o valor é obtido pelo desconto do fluxo de caixa esperado por eles a uma taxa de retorno que reflita o risco desses investimentos na empresa.

Nossa pesquisa abordará o método do FCLF, que, como explicado anteriormente, consiste em projetar os fluxos de caixa e trazê-los a valor presente, a fim de estimarmos o valor da empresa sob a ótica da firma.

### 2.2.1. Fluxo de Caixa Livre da Firma e o Valor da Firma

O FCLF, de acordo com Saurin, Lopes e Costa Junior (2009), considera que a empresa se financia via capital próprio (capital de acionistas, por exemplo) e capital de terceiros (empréstimos e financiamentos bancários, por exemplo). Ou seja, o FCLF reflete o fluxo de caixa livre tanto para os acionistas, quanto para os credores.

O processo para determinarmos os fluxos de caixa será apresentado mais a frente desta pesquisa científica, mas, para determinarmos o valor da firma (avaliação total da empresa, considerando o valor de mercado das ações e dívidas),

necessitamos não apenas dos fluxos de caixa, mas também de premissas (suposições críticas adotadas com o propósito de mensurar o valor de uma empresa ou ativo) previamente estimadas para descontar esses fluxos que mostraremos a seguir.

Segundo Póvoa (2021), a fórmula básica que relaciona o valor da firma e o FCLF pode ser representada pela seguinte equação:

$$VP = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{FCLF_n}{(1 + WACC)^n}$$

Onde:

VP: Valor presente dos fluxos de caixa

FCLF: Fluxo de caixa livre da firma

WACC: Taxa de desconto ou Custo Médio Ponderado de Capital

Neste sentido, o valor da firma representa o valor presente dos fluxos de caixa acrescidos do valor presente do valor terminal, que será abordado posteriormente nesta pesquisa científica.

### 2.3. Custo Médio Ponderado de Capital

Também chamado de “taxa de desconto”, o custo médio ponderado de capital, do inglês *weighted average cost of capital* (WACC), é, como escreve Lucena et al. (2013), a taxa de desconto mais utilizada nas avaliações de empresas.

A taxa de desconto é utilizada para trazer os fluxos de caixa futuros a valor presente, mas uma outra forma de interpretar é a de que a taxa de desconto é o retorno que satisfaz as expectativas do investidor, ou seja, o retorno requerido para realizar o investimento (REIS, 2019).

Para Póvoa (2021), a taxa de desconto é a parte mais intrigante e fascinante de toda a análise do valor justo, justamente por envolver variáveis que interagem entre si e porque não é uma ciência exata, ou seja, não existe uma resposta definitiva. Ele complementa com a seguinte definição: “a taxa de desconto consiste no lado mais “artístico” da análise de empresas e da gestão de recursos” (PÓVOA, 2021, p.200).

Como o nome sugere, essa taxa é ponderada por algo. Essa ponderação é calculada a partir de premissas de capital, no caso, o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros. Isso se deve justamente pelo fato de o FCLF levar em consideração tanto o capital dos acionistas, quanto o capital dos credores, como mencionamos anteriormente. Tendo isso em mente, precisamos conceituar ambas as premissas para definirmos o nosso WACC e descontarmos os fluxos de caixa.

### 2.3.1. Custo de Capital Próprio

Como escreve Araujo, Lima e Assaf Neto (2006, p.4), “[...] o custo de capital próprio é a taxa de retorno requerida para investimento dos fundos dos acionistas na empresa”. Ou seja, o custo de capital próprio, do inglês, *cost of equity* ( $K_e$ ) representa o retorno que o acionista requer para investir em alguma empresa ou projeto.

Ele é parte importante para a mensuração do WACC e, ao mesmo tempo, uma das premissas de maior dificuldade de se estimar. De acordo com Araujo, Lima e Assaf Neto (2006, p.2):

O custo de capital próprio é a medida que apresenta o maior grau de dificuldade de determinação no cálculo do WACC. Isso se dá, principalmente, em razão de não existir uma maneira explícita de se indagar diretamente ao acionista qual a taxa mínima de remuneração desejada para aplicação de seus fundos na empresa (aquisição de suas ações). No entanto, essa taxa de atratividade deve ser estimada de alguma forma.

Como descrito acima, o  $K_e$  deve ser estimado de alguma forma. A seguir, vamos abordar um dos seus métodos de cálculo.

#### 2.3.1.1. Modelo de Precificação de Ativos de Capital

O modelo de precificação de ativos de capital, do inglês, *capital asset pricing model* (CAPM), trata-se de um dos métodos notáveis para mensurar o  $K_e$ . Como escreve Fama e French (2007, p.2), “O modelo de precificação de ativos de capital (CAPM) de William Sharpe (1964) e John Lintner (1965) marca o nascimento da teoria da precificação de ativos”. Segundo Fama e French (2007), a fórmula do CAPM de Sharpe-Lintner pode ser expressa pelo seguinte método:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times ERP$$

Onde:

$E(R_i)$ : Retorno esperado pela ação  $i$  (custo de capital próprio)

$R_f$ : Taxa livre de risco (*risk free rate*)

$\beta_i$ : Beta da ação  $i$

ERP: Prêmio de risco (*equity risk premium*)

#### 2.3.1.1.1. Taxa Livre de Risco

Conforme Póvoa (2021), a taxa livre de risco é o primeiro termo na equação do CAPM e, pelo seu título, pressupomos que não deva existir nenhum nível de risco. Ele indaga sobre a existência de um ativo que realmente seja livre de risco e complementa seu pensamento explicando que, para ser livre de risco, um ativo deve apresentar três características básicas: não existir risco de calote no pagamento, não existir risco de reinvestimento<sup>6</sup> e ser imune as oscilações da taxa de juros (PÓVOA, 2021).

Póvoa (2021) também explica que títulos públicos são usualmente melhores do que títulos privados, pelo fato de terem menor chance de inadimplência. Assim, ele conclui sua análise listando alguns títulos públicos que detêm a viabilidade de serem usados como taxa livre de risco. Um dos títulos listados são as Letras do Tesouro Nacional (LTN), conhecidas como o Tesouro Pré-Fixado, título público disponível para investimentos no Brasil. Com isso, esse será o ativo livre de risco que utilizaremos ao longo desta pesquisa científica.

#### 2.3.1.1.2. Beta

O beta reflete as variações históricas de uma ação em relação ao índice Ibovespa<sup>7</sup>. Com um beta inferior a 1, a ação é menos sensível às variações do índice. Caso seja superior a 1, representa uma maior sensibilidade ao índice (PÓVOA, 2021).

Assim, o beta representa uma medida de volatilidade<sup>8</sup> na equação do CAPM. Esse fator gera dúvidas quanto ao seu uso, visto que alguns escritores e investidores não consideram volatilidade como medida de risco, ou, pelo menos, não a consideram

---

<sup>6</sup> Incerteza associada à capacidade de reinvestir os fluxos de caixa gerados por um investimento a uma taxa de retorno equivalente.

<sup>7</sup> Índice que mede o desempenho médio das ações das principais empresas na Bolsa de Valores do Brasil (B3).

<sup>8</sup> Medida estatística da variação de preço de um ativo financeiro ao longo do tempo.

uma medida significativa. Marks (2020, p.55) escreve que “há muitos tipos de risco; a volatilidade talvez seja o menos relevante de todos”. No entanto, dado sua participação na equação do CAPM previamente apresentada, seguiremos utilizando o beta em nossa pesquisa científica.

O professor Aswath Damodaran disponibiliza, em seu *website*<sup>9</sup>, uma tabela onde ele lista os betas por setor. Para não fugirmos do nosso objetivo central, utilizaremos essa tabela como referência mais à frente.

#### 2.3.1.1.3. Prêmio de Risco

“O último segmento que falta ser analisado no CAPM é o chamado prêmio de risco [...], que exprime o quanto o investidor exige de diferencial sobre o chamado ativo livre de risco para aplicar seus recursos em um investimento de renda variável” (PÓVOA, 2021, p.227). Alexandre Póvoa resume perfeitamente o que representa o *equity risk premium* na equação do CAPM. Ele representa o quanto um investidor exige receber a mais para investir na ação, no que tange a taxa livre de risco.

A ideia dessa premissa é a de que, se for para investir em algo de maior risco, que o investidor receba um prêmio em cima do investimento, teoricamente, mais seguro (a taxa livre de risco). Caso esse prêmio não exista, é mais viável o investidor escolher aplicar seu capital diretamente na taxa livre de risco.

Seguindo o mesmo princípio para o beta, Damodaran disponibiliza<sup>10</sup> uma tabela com o ERP segmentado por país atualizado mensalmente. Sendo assim, mais à frente a utilizaremos em nossas estimativas.

#### 2.3.2. Custo de Capital de Terceiros

“O custo de capital de terceiro [...] corresponde exatamente à taxa de juros que a empresa precisa pagar para obter novos empréstimos” (CAVALCANTE, 2005, p.29). A definição de Cavalcante ilustra exatamente o que denota o custo de capital de terceiros, do inglês, *cost of debt* (Kd), que seria o custo que uma companhia tem ao contrair empréstimos com credores financeiros (por exemplo, bancos). Para efeitos

---

<sup>9</sup> Disponível em <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>10</sup> Disponível em <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/implprem/ERPbymonth.xlsx>

de simplificação e, com o intuito de evitar fugir do nosso objetivo geral, podemos assumir que o  $K_d$  é equivalente a taxa básica de juros da economia. Neste sentido, utilizaremos nesta pesquisa científica a Taxa Selic<sup>11</sup> como  $K_d$ .

### 2.3.3. Estrutura de Capital

Por fim, antes do cálculo do WACC, precisamos entender com o que o  $K_e$  e o  $K_d$  se relacionam. Segundo Silva, Prates e Scarpin (2017, p.2), “A estrutura de capital de uma empresa refere-se à combinação de capital de terceiros e capital próprio para financiar seus ativos. Cabe aos gestores o poder de decidir quanto utilizar de cada umas das fontes de recursos.” Ou seja, supondo uma empresa hipotética que possua um capital social<sup>12</sup> total de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), onde R\$ 800.000,00 (oitocentos mil reais) são provenientes de acionistas e sócios e R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) são provenientes de credores financeiros, sua estrutura de capital seria de 80% capital próprio e 20% capital de terceiros.

### 2.3.4. O Cálculo do WACC

Finalmente, após conceituarmos todas as premissas que se relacionam com o WACC, bem como a estrutura de capital, sua equação ponderada pode ser escrita da seguinte maneira, segundo Araujo, Lima e Assaf Neto (2006):

$$WACC = (K_e \times \%E) + (K_d \times \%D)$$

Onde:

WACC: Taxa de desconto

$K_e$ : Custo de capital próprio

$\%E$ : Peso do *equity* (ou patrimônio líquido) na estrutura de capital

$K_d$ : Custo de capital de terceiros

$\%D$ : Peso da dívida bruta na estrutura de capital

---

<sup>11</sup> Taxa básica de juros do Brasil

<sup>12</sup> Montante de recursos financeiros investidos pelos acionistas ou sócios de uma empresa como forma de financiamento do negócio.

## 2.4. A Perpetuidade

Damodaran (2022) explica que, no modelo de avaliação de empresas por fluxo de caixa descontado, assumimos uma baixa probabilidade de a empresa analisada declarar falência. Ou seja, supomos que a companhia durará para sempre. Isso se deve ao fato de que nenhum investidor, sócio ou credor deseja que sua empresa investida venha a falência.

Assim, devemos calcular um valor final da companhia, ou seja, seus fluxos de caixa calculados perpetuamente, bem como a taxa que esses fluxos devem crescer anualmente.

### 2.4.1. Valor Terminal

Segundo Koller, Goedhart e Wessels (2010), o valor terminal representa o valor dos fluxos de caixa esperados além dos fluxos de caixa explícitos no período projetado. Ou seja, o valor terminal representa uma projeção dos fluxos de caixa a mais do que os períodos explícitos no modelo de *valuation*. Para ficar mais claro, supomos que em uma projeção tenhamos estimado dez anos futuros, o valor terminal é calculado a partir do décimo primeiro ano até a perpetuidade da companhia, e, no final, deve ser somado aos anos projetados para auferir o valor da empresa perpétua. Segundo Koller, Goedhart e Wessels (2010), a fórmula para o valor terminal pode ser expressa da seguinte maneira:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{\text{FCLF}_n \times (1 + g)}{\text{WACC} - g}$$

Onde:

FCLF: Fluxo de caixa no último ano de projeção explícita

g: Taxa de crescimento na perpetuidade, do inglês, *growth*

WACC: Taxa de desconto

### 2.4.2. Taxa de Crescimento na Perpetuidade

A taxa de crescimento na perpetuidade ( $g$ ) representa o quanto os fluxos de caixa devem crescer após o último ano de projeção explícita. Damodaran (2021) escreve que a taxa de crescimento na perpetuidade tende a ser inferior que a taxa de crescimento da economia e a inflação. Neste sentido, pode-se assumir que o  $g$  cresça, no melhor cenário, no mesmo ritmo que o Produto Interno Bruto (PIB) ou a inflação. Para fins práticos, nesta pesquisa, utilizaremos a taxa de inflação projetada, explicada mais à frente.

## **2.5. Análise de Sensibilidade e a Importância no Processo de *Valuation***

Segundo Reis (2019), a análise de sensibilidade é uma forma de avaliar um resultado a partir de mudanças em parâmetros específicos, assim, conseguindo medir o quanto sensível é o resultado para cada alteração nos parâmetros estabelecidos. Assim, quando analisamos a sensibilidade de um ativo, testamos diversas variáveis e premissas e buscamos compreender seus efeitos no valor do ativo em questão.

Essa avaliação auxilia no processo de *valuation* pois permite ao analista identificar como o valor da companhia pode ser alterado em determinados cenários, sejam eles pessimistas ou otimistas. Assim, o avaliador não se encontrará preso em apenas um valor e, conseqüentemente, vulnerável a fatores imprevisíveis do futuro, como crises econômicas.

Nesta pesquisa, como descrito em nosso objetivo geral, sensibilizaremos nosso estudo de caso via WACC e  $g$ .

## **3. METODOLOGIA**

A próxima seção tem como finalidade estabelecer e discutir a estrutura metodológica que será posteriormente detalhada, com o propósito de concretizar a abordagem teórica previamente desenvolvida nas seções passadas.

Esta seção será dividida em duas partes, sendo a primeira a abordagem do tipo de pesquisa realizada e a segunda apresentará os métodos de coleta de dados utilizados para atingir os objetivos expostos no início deste artigo.

### **3.1. Tipologia da Pesquisa**

Utilizaremos a pesquisa exploratória, que, de acordo com Gil (2002), tem como objetivo trazer maior habitualidade com a pesquisa. Assim, “pode-se dizer que estas pesquisas têm como objetivo principal o aprimoramento de ideias ou a descoberta de intuições. Seu planejamento é, portanto, bastante flexível, de modo que possibilite a consideração dos mais variados aspectos relativos ao fato estudado” (GIL, 2002, p.41).

Dentro da pesquisa exploratória, utilizaremos o estudo de caso como método exploratório. O estudo de caso em questão é referente a empresa de tecidos, vestuário e calçados, Arezzo Indústria e Comércio S. A., conhecida também como Arezzo & Co. O estudo de caso, segundo Gil (2002, p.54), “Consiste no estudo profundo e exaustivo de um ou poucos objetos, de maneira que permita seu amplo e detalhado conhecimento”.

Além disso, analisaremos a empresa em questão utilizando a união dos métodos qualitativos e quantitativos. Flick (2009) escreve que resultados de pesquisas quantitativas e qualitativas convergem e confirmam-se, sustentando a tese nas mesmas conclusões e focam em aspectos diferentes, mas que se completam, tornando, assim, a combinação dos dois métodos de pesquisa muito útil para conhecer melhor o assunto.

### **3.2. Coleta e Seleção de Dados**

Com a empresa em questão sendo uma sociedade anônima de capital aberto, ela possui a obrigatoriedade<sup>13</sup> em divulgar suas demonstrações financeiras padronizadas periodicamente. Com isso, para a análise microeconômica da empresa, utilizaremos suas informações financeiras disponíveis em seu site de Relações com Investidores (RI).

Na coleta de informações macroeconômicas, utilizaremos as publicações e pesquisas divulgadas pelo Banco Central do Brasil (Bacen), pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). Também utilizaremos as informações macroeconômicas disponibilizadas pelo Itaú BBA para fins de projeções.

---

<sup>13</sup> Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm)

## 4. ANÁLISE DE DADOS

Nesta seção, através dos dados apresentados pela companhia e pelos órgãos citados anteriormente, analisaremos a companhia em questão, bem como o setor inserido e os indicadores macroeconômicos ligados ao setor de varejo e consumo, a fim de realizarmos projeções financeiras, estimarmos seu valor (*valuation*) e analisarmos a sensibilidade de seu valor pelo WACC e pelo  $g$ , cujos conceitos foram descritos anteriormente.

A primeira etapa será analisar o cenário macroeconômico e seus principais indicadores que podem afetar o setor em que a Arezzo & Co se inclui. A segunda parte será analisar a companhia em si, suas informações operacionais e seus números.

Após, elaboraremos as projeções e estimaremos seu valor teórico justo através do método do FCLF, descrito anteriormente. A última etapa é construir a matriz de sensibilidade para analisarmos o comportamento de seu valor através da mudança nas premissas estabelecidas.

### 4.1. Análise do Ambiente Macroeconômico

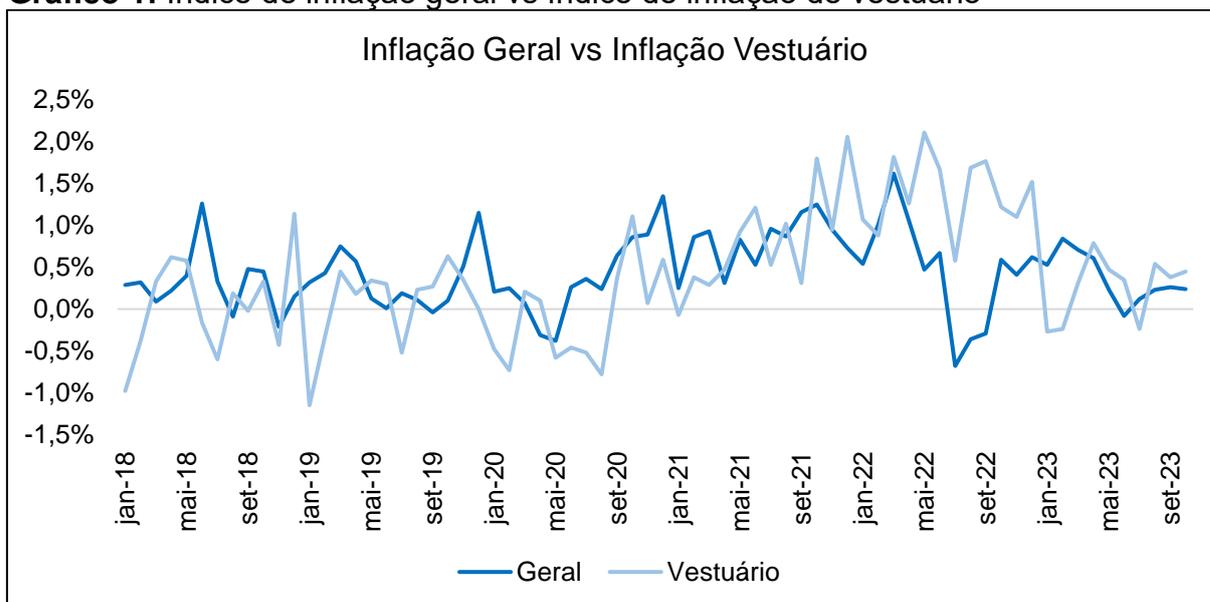
O setor de varejo e consumo está diretamente ligado aos principais indicadores macroeconômicos da economia. Neste sentido, as empresas desse setor também se tornam sensíveis aos mais diversos indicadores. Um dos indicadores que afeta o varejo é a inflação<sup>14</sup>.

No Brasil, a inflação é medida pelo IBGE, através do indicador nomeado Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). A inflação, para os varejistas, indica se os preços de seus produtos estão subindo ou caindo.

O IBGE, ao divulgar o IPCA em cada mês, também apresenta os índices de inflação para diversos setores da economia. Assim, também conseguimos analisar o indicador específico para o segmento que desejamos. O gráfico 1 mostra a variação mensal do IPCA em relação ao índice específico para o setor de vestuário (dado que nosso estudo de caso está diretamente ligado a este setor):

---

<sup>14</sup> Aumento contínuo e generalizado dos preços de bens e serviços em uma economia ao longo do tempo.

**Gráfico 1:** Índice de inflação geral vs índice de inflação de vestuário

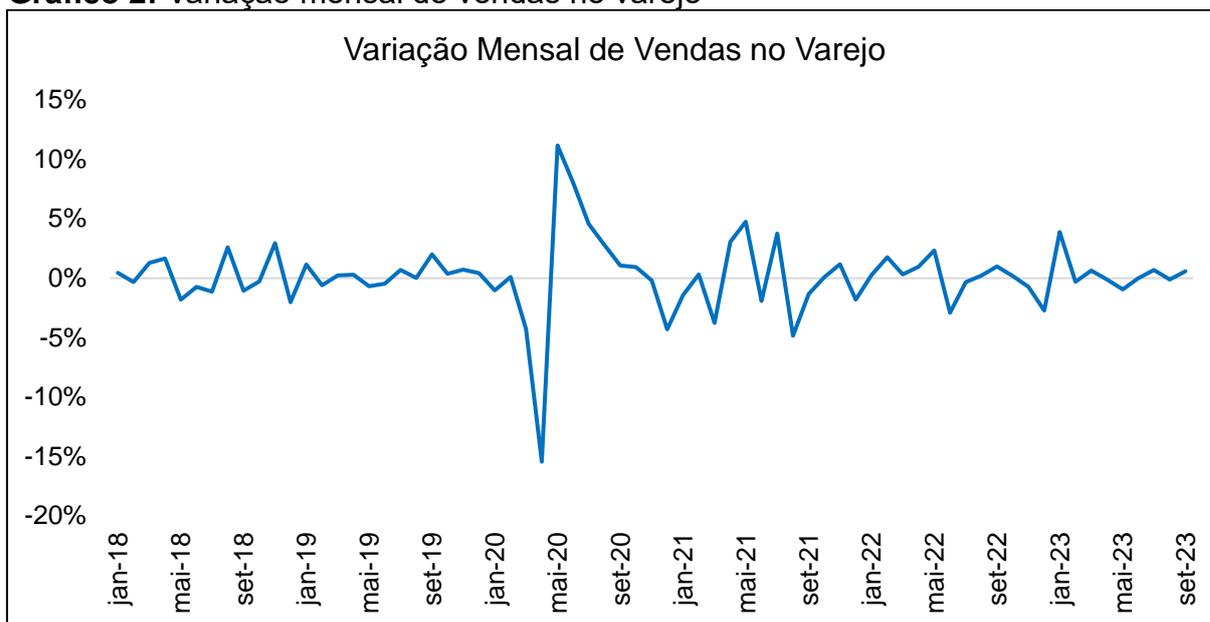
**Fonte:** Adaptado de IBGE (2023), elaborado pelo autor (2023).

Com isso, podemos observar o quanto os índices de inflação apresentam variação mensal, impactando diretamente as operações das empresas. No gráfico 1 também podemos observar a inflação de vestuários vem retraindo após permanecer em níveis mais elevados ao longo de 2022. Com isso, o que podemos estar verificando é uma normalização, tanto nos preços finais dos produtos (melhorando as expectativas de consumo por parte dos clientes), quanto nos custos de produtos vendidos<sup>15</sup> (CPV) observados pelas empresas (melhorando suas expectativas de margens<sup>16</sup>).

O segundo indicador, também de importante relevância na análise do setor de varejo, é o indicador que mede o nível de Vendas no Varejo. Este indicador avalia o quanto cresceram ou retraíram as vendas no setor varejista como um todo. Ele é disponibilizado pelo IBGE, através da Pesquisa Mensal de Comércio (PMC). O gráfico 2 detalhe seu histórico:

<sup>15</sup> Total de despesas associadas à produção de bens ou serviços que foram efetivamente vendidos durante um determinado período.

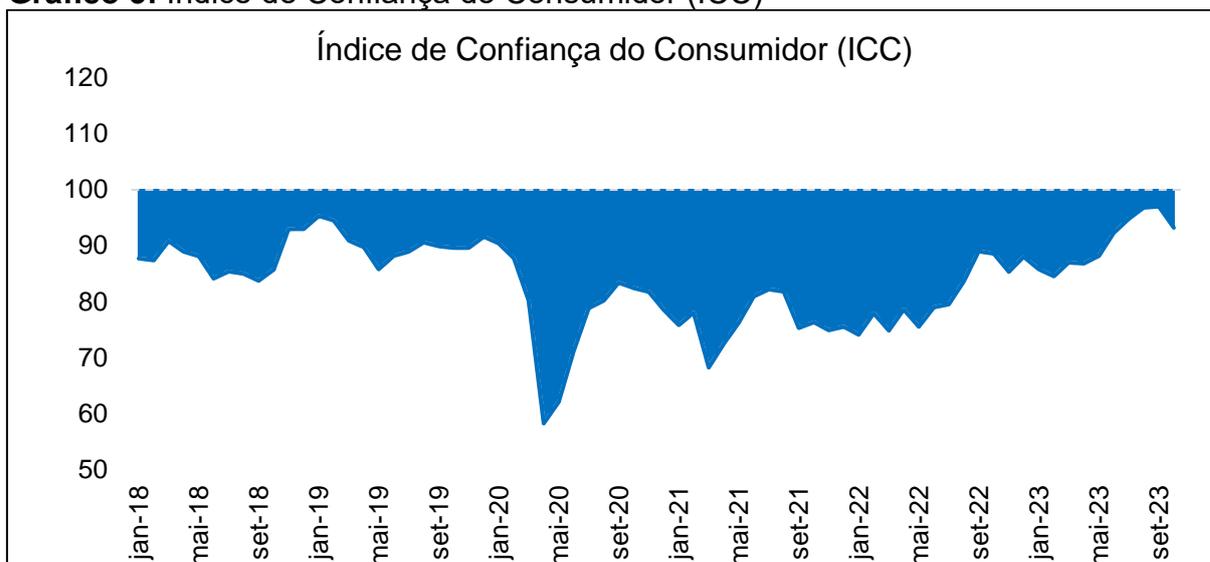
<sup>16</sup> Diferença entre o preço de venda de um produto ou serviço e seus custos associados, representando o lucro bruto ou a porcentagem de lucro sobre a receita.

**Gráfico 2:** Variação mensal de vendas no varejo

**Fonte:** Adaptado de IBGE (2023), elaborado pelo autor (2023).

Através desse gráfico, podemos perceber que, atualmente, temos um indicador neutro, tentando recuperar os níveis superiores a 0,0% de crescimento. Ou seja, podemos analisar que o varejo está em ritmo de recuperação em termos de consumo e vendas, em linha com nossa análise de inflação, que vem se normalizando.

O terceiro e último indicador relevante que precisamos analisar é o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), divulgado pelo Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (IBRE – FGV). O ICC busca identificar o sentimento dos consumidores em relação a situação geral da economia. Ou seja, quanto maior o grau de pontuação, melhores são as expectativas dos consumidores com a economia doméstica. O gráfico 3 representa o histórico do ICC:

**Gráfico 3:** Índice de Confiança do Consumidor (ICC)

**Fonte:** Adaptado de IBRE – FGV (2023), elaborado pelo autor (2023).

Analisando o ICC, seguimos observando o mesmo que temos observado nos indicadores anteriores: recuperação. Neste caso, o ICC em recuperação nos sinaliza que os consumidores podem estar enxergando maior nível de confiabilidade em relação a recuperação do seu poder de compra (em linha com os sinais de normalização da inflação, visto anteriormente).

Assim, podemos concluir que os indicadores de IPCA, Vendas do Varejo e ICC vem demonstrando sinais de recuperação e estabilização. Com isso, o que devemos estar observando também, são as empresas sensíveis a estes indicadores melhorando sua operacionalidade, atraindo mais consumidores, expandindo seus faturamentos e melhorando suas margens.

#### 4.2. Análise da Arezzo & Co

Para analisar a Arezzo & Co, usaremos como base as informações disponibilizadas no site de Relações com Investidores da companhia. Seguiremos primeiro pela história da companhia, depois pelos segmentos de atuação e depois avaliaremos as suas métricas operacionais. Também analisaremos seu endividamento, vantagens competitivas<sup>17</sup> e riscos.

<sup>17</sup> Atributos únicos de uma empresa, como tecnologia, custos mais baixos ou marca forte, que a destacam no mercado e a tornam mais competitiva em relação a seus concorrentes.

#### 4.2.1. História

Fundada nos anos 70 pelos irmãos Anderson e Jefferson Birman, a empresa surgiu em Belo Horizonte, Minas Gerais, como uma fábrica de calçados masculinos. Algum tempo depois, a empresa percebeu que o público feminino possuía maior interesse no segmento de moda e mudou seu nicho, começando a fabricar calçados femininos.

Em 1988, a Arezzo & Co começou seu modelo de franquias e em um ano atingiram 10 franquias. Em 1995, Alexandre Birman, filho de Anderson Birman e atual CEO da Arezzo & Co, fundou a Schutz, marca de calçados femininos de alto padrão. Em 2000, o fundo de investimentos Tarpon comprou 25% das ações da Arezzo & Co por R\$ 76,3 milhões, o que avaliava a companhia em R\$ 300,0 milhões. Nessa época, a marca possuía 228 franquias, 6 lojas próprias e vendas em mais de 1.500 lojas multimarcas.

Seu IPO<sup>18</sup> foi realizado em 2011 na Bolsa de Valores do Brasil, a atual B3, sob o código de negociação ARZZ3. A empresa levantou R\$ 565,8 milhões, onde R\$ 370,2 milhões foram embolsados por Alexandre e Anderson Birman e pela Tarpon e R\$ 195,6 milhões foram utilizados para reforçar o caixa da companhia, para serem utilizados em futuras aquisições, expansões e parcerias. Logo após o IPO, Alexandre Birman assumiu a presidência do grupo. No mesmo ano, a marca lança seu primeiro *e-commerce* do grupo, da Schutz, e no ano seguinte inaugurou sua primeira loja no exterior, também da Schutz. A loja está localizada nos Estados Unidos, em Nova Iorque.

Hoje, a Arezzo & Co conta com 12 marcas em seu portfólio, somando marcas próprias e aquisições, reforçando sua estratégia em ser uma *“house of brands”*<sup>19</sup>.

#### 4.2.2. Segmentos de Atuação

A Arezzo & Co possui clara diversificação de atuação, tanto em geografias, quanto em marcas e modelos de lojas. Suas marcas em diversos segmentos da moda

---

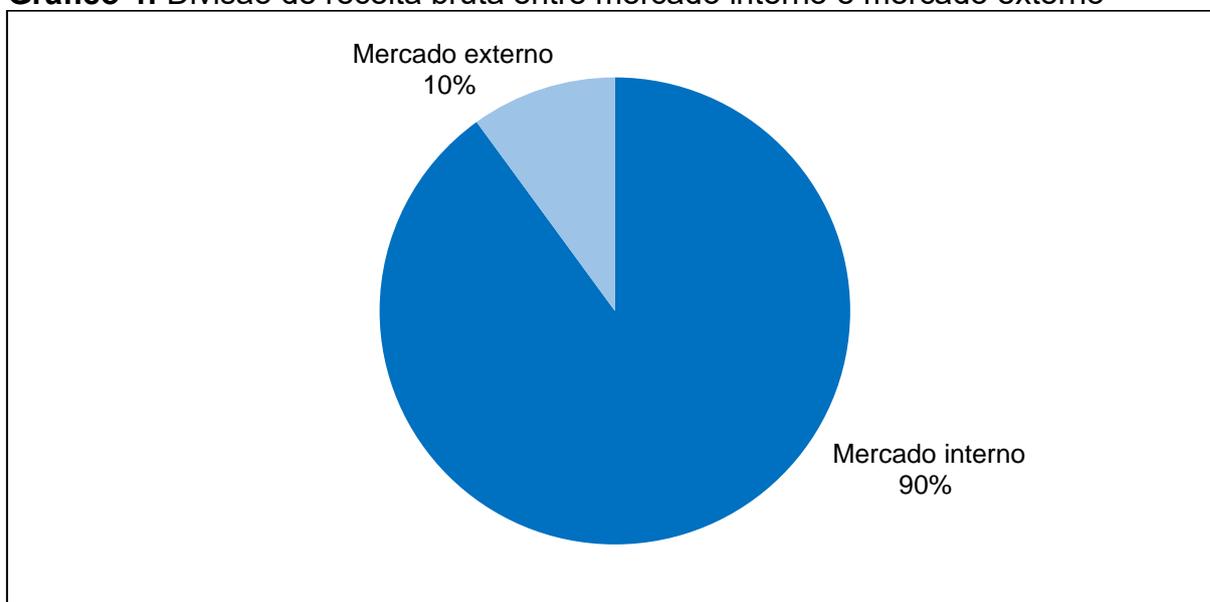
<sup>18</sup> IPO, ou Oferta Pública Inicial, é o processo em que uma empresa torna suas ações disponíveis ao público pela primeira vez, arrecadando capital ao listar-se em uma bolsa de valores.

<sup>19</sup> Refere-se a uma empresa que gerencia várias marcas distintas e independentes, cada uma com sua identidade própria.

conseguem alcançar diferentes públicos, tanto mulheres (em sua maioria), quanto homens. Seus principais produtos são calçados e bolsas femininas, além de acessórios e roupas, atingindo o público feminino e masculino.

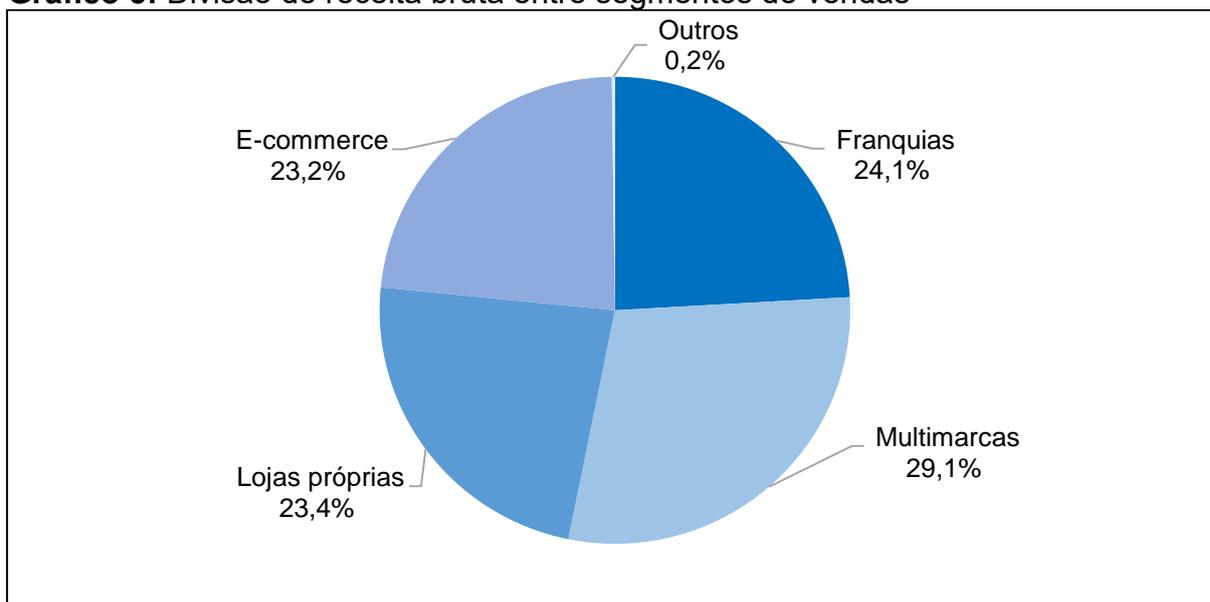
Em relação a diversificação geográfica, a empresa possui a maior parte da sua participação proveniente no mercado interno brasileiro, porém, possui uma parcela ainda pequena vinda do mercado externo. O gráfico 4 mostra a relação entre o mercado interno e externo utilizando sua receita total bruta divulgada no terceiro trimestre de 2023, em reais:

**Gráfico 4:** Divisão de receita bruta entre mercado interno e mercado externo



**Fonte:** Adaptado de Relações com Investidores (2023), elaborado pelo autor (2023).

Dentro de seu modelo de negócio, a empresa também possui diversificação em modelos de vendas e lojas. A empresa possui cinco modelos: lojas próprias, franquias, *e-commerce*, multimarcas e outros. A seguir, o gráfico 5 nos mostra a divisão de receita bruta divulgada no terceiro trimestre de 2023 por segmento, em reais:

**Gráfico 5:** Divisão de receita bruta entre segmentos de vendas

**Fonte:** Adaptado de Relações com Investidores (2023), elaborado pelo autor (2023).

#### 4.2.3. Métricas Operacionais

Em linha com nosso primeiro objetivo específico, analisaremos as métricas operacionais da Arezzo & Co. As métricas operacionais consistem nos principais indicadores financeiros da companhia. Neste caso, receita bruta, receita líquida, lucro bruto, lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, do inglês, *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (ebitda) e lucro líquido são as principais métricas que avaliaremos.

Em termos de receita bruta e receita líquida, quando analisamos seu histórico na figura 1, percebemos que em 2020 a companhia sofreu um impacto negativo causado pela pandemia da COVID-19<sup>20</sup>, porém, voltou a recuperar com a retomada do varejo no ano seguinte. No geral, podemos perceber uma certa resiliência na expansão de receitas da empresa. Além disso, os níveis de deduções (devoluções, trocas e outros) como porcentagem da receita bruta também apresenta níveis estáveis, favorecendo a maior conversão de receita bruta em receita líquida.

A seguir, a tabela 2 nos mostra o comportamento da receita bruta e da receita líquida nos últimos cinco anos:

<sup>20</sup> A COVID-19 é uma doença respiratória causada pelo coronavírus SARS-CoV-2. Seus impactos no varejo incluíram o fechamento temporário de lojas, aumento do comércio online e mudanças significativas nos padrões de consumo devido a medidas de distanciamento social.

**Tabela 2:** Histórico de receita bruta e receita líquida

	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Receita bruta (R\$ mil)	1.865.768	2.063.929	2.021.609	3.647.442	5.229.907
% A/A		10,6%	-2,1%	80,4%	43,4%
Deduções (R\$ mil)	(339.109)	(384.695)	(430.617)	(723.615)	(996.181)
% <i>Receita bruta</i>	18,2%	18,6%	21,3%	19,8%	19,0%
Receita líquida (R\$ mil)	1.526.659	1.679.234	1.590.992	2.923.827	4.233.726
% A/A		10,0%	-5,3%	83,8%	44,8%

**Fonte:** Adaptado de Relações com Investidores (2023), elaborado pelo autor (2023).

Analisando o lucro bruto e a margem bruta da companhia na figura 2, percebemos a boa manutenção da rentabilidade (margem bruta) ao longo dos anos analisados. Também vale destacar a margem bruta no ano mais adverso que foi 2020, demonstrando um bom gerenciamento de CPV que a companhia apresentou. A seguir, a tabela 3, que apresenta o lucro bruto e a margem bruta:

**Tabela 3:** Histórico de lucro bruto e margem bruta

	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Receita líquida (R\$ mil)	1.526.659	1.679.234	1.590.992	2.923.827	4.233.726
CPV (R\$ mil)	(815.987)	(903.541)	(835.779)	(1.385.147)	(1.950.092)
Lucro bruto (R\$ mil)	710.672	775.693	755.213	1.538.680	2.283.634
<i>Margem bruta</i>	46,6%	46,2%	47,5%	52,6%	53,9%

**Fonte:** Adaptado de Relações com Investidores (2023), elaborado pelo autor (2023).

Analisando agora o ebitda e sua margem, seguimos percebendo o impacto do ano de 2020, tanto o valor consolidado, quanto em sua margem. No entanto, podemos perceber a boa recuperação nos anos seguintes. Nesse sentido, o que podemos concluir é a boa e rápida recuperação que a companhia demonstra em suas métricas.

Na tabela 4 podemos observar o histórico do ebitda, bem como sua margem:

**Tabela 4:** Histórico do ebitda e margem ebitda

	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Ebitda (R\$ mil)	232.158	300.195	226.927	459.233	657.117
% A/A		29,3%	-24,4%	102,4%	43,1%
<i>Margem ebitda</i>	15,2%	17,9%	14,3%	15,7%	15,5%

**Fonte:** Elaborado pelo autor (2023).

Por fim, analisando seu histórico de lucro líquido, bem como sua margem líquida histórica, o impacto de 2020 também segue forte, porém, neste caso, a recuperação, tanto do valor consolidado, quanto da margem líquida, é bem

expressiva. Percebemos que a margem líquida de 2021 chegou a superar a margem líquida de antes de 2020. Assim, seguimos vendo uma empresa com bom ritmo de crescimento e recuperação, resiliente, mesmo em períodos de maior crise.

Na tabela 5 apresentamos o histórico de lucro líquido e margem líquida:

**Tabela 5:** Histórico do lucro líquido e margem líquida

	2018	2019	2020	2021	2022
Lucro líquido (R\$ mil)	142.644	162.139	48.584	343.720	422.538
% A/A		13,7%	-70,0%	607,5%	22,9%
Margem líquida	9,3%	9,7%	3,1%	11,8%	10,0%

**Fonte:** Adaptado de Relações com Investidores (2023), elaborado pelo autor (2023).

Com isso, após investigarmos as informações financeiras da Arezzo & Co, observamos boa performance, eficiente gerenciamento de CPV, recuperação em crises e margens saudáveis, indicando resiliência ao longo do tempo.

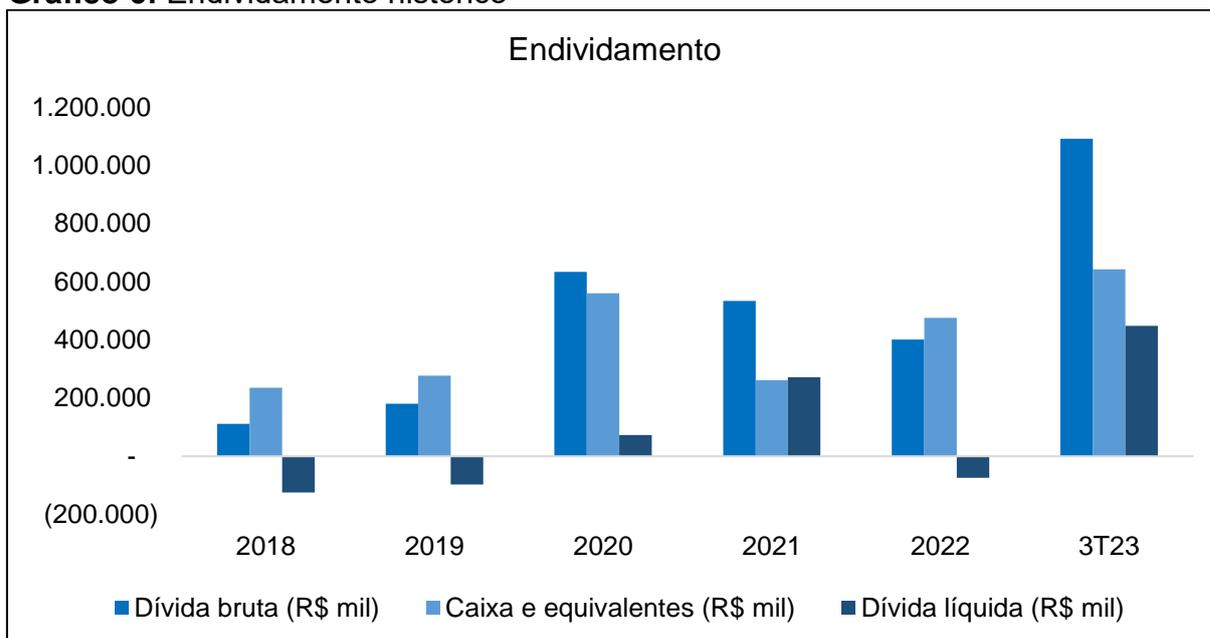
#### 4.2.4. Endividamento

Ao analisarmos o endividamento, precisamos observar tanto a dívida bruta, quanto a dívida líquida (dívida bruta menos caixa e equivalentes). Assim, ao analisarmos o gráfico 6, que indica os níveis históricos de endividamento, apresentado abaixo, podemos observar que no histórico, os níveis de endividamento estão bem controlados, com alguns períodos tendo maiores níveis de caixa e equivalentes superiores ao endividamento bruto (ou seja, dívida líquida negativa).

Olhando para o último dado reportado, o do terceiro trimestre de 2023, temos uma dívida líquida de R\$ 448,9 milhões, que representa uma alavancagem financeira<sup>21</sup> de 0,5x em relação ao ebitda reportado no terceiro trimestre (R\$ 224,8 milhões). Com esse nível de alavancagem, consideramos a empresa saudável financeiramente, dado que um indicador preocupante seria acima de 3,0x.

---

<sup>21</sup> A alavancagem dívida líquida/ebitda é uma métrica que avalia a capacidade de uma empresa de pagar suas dívidas, calculando a relação entre sua dívida líquida e o seu ebitda. Uma menor relação sugere maior capacidade de pagamento de dívidas.

**Gráfico 6:** Endividamento histórico

**Fonte:** Adaptado de Relações com Investidores (2023), elaborado pelo autor (2023).

#### 4.2.5. Vantagens Competitivas

As vantagens competitivas representam atributos únicos, como poder de marca, eficiência, diversificação, qualidade superior ou tecnologia que a diferenciam de suas concorrentes. Podemos citar quatro para a Arezzo & Co:

A primeira vantagem competitiva que podemos destacar é a diversificação de marcas da Arezzo & Co. Com 12 marcas pertencentes ao grupo, a empresa alcança diversos públicos com gostos diversificados e com faixas de renda variáveis.

A segunda é o público-alvo específico, que, sendo um público de classe de renda mais segmentada, a Arezzo & Co consegue maior credibilidade e confiança, além de sofrer menos em períodos de preços mais elevados, visto que seu público é mais resiliente em renda.

Já a terceira vem do alto investimento em marketing, um dos fortes da empresa, seja através de campanhas e comerciais ou através de influenciadores digitais e atrizes que carregam a marca em seu estilo.

Por último, a quarta vantagem que podemos destacar é a adaptabilidade, que torna a empresa adaptável a mudanças na moda e nos interesses de seu público.

#### 4.2.6. Riscos

Toda empresa possui alguns riscos envolvidos a suas operações. Os riscos de uma empresa são eventos ou condições que podem afetar negativamente as suas operações, credibilidade ou resultados. No caso da Arezzo & Co, podemos observar três:

O primeiro é o setor desafiador que a companhia está inserida, visto que o setor de varejo é afetado por diversas crises, cenários macroeconômicos e condições climáticas.

Já o segundo risco observado é a dependência da situação econômica da população. Esse risco se assemelha ao anterior, visto que ele pode ser considerado uma consequência de crises financeiras. Embora seu público-alvo seja mais resiliente, como mencionamos anteriormente, ele não está imune a crises financeiras, por exemplo.

Por fim, o terceiro risco que a empresa está sujeita vem de possíveis falhas em aquisições de outras marcas, visto que seu modelo de negócio está atrelado a aquisição de outras marcas. Possíveis falhas que podem ocorrer podem ser desentendimentos e discordâncias entre as duas equipes de negociação das empresas ou até mesmo órgãos reguladores negarem a aquisição.

### 4.3. **Projeções Financeiras e *Valuation***

Nossa penúltima etapa consiste em projetarmos as principais informações financeiras a fim de estimarmos os FCLF, bem como finalizarmos o *valuation* com as premissas do WACC e do g para encontrarmos o valor teórico justo para a empresa. Porém, antes de projetarmos, vale pontuar como é feito o cálculo do FCLF. Ele consiste na seguinte fórmula, segundo Póvoa (2021):

$$\text{FCLF} = [\text{Ebit} \times (1 - T)] + \text{D\&A} - \Delta\text{WK} - \text{Capex}$$

Onde:

FCLF: Fluxo de Caixa Livre da Firma

Ebit: Do inglês, *earnings before interest and taxes*, ou lucro antes de taxas e impostos, também chamado de lucro operacional

T: Alíquota de imposto de renda efetiva

D&A: Depreciação e amortização

$\Delta$ WK: Variação do capital de giro, do inglês, *working capital*, ou seja, a diferença no capital de giro entre dois períodos subsequentes

Capex: Do inglês, *capital expenditure*, representa os investimentos em ativos imobilizados<sup>22</sup> e intangíveis<sup>23</sup>

Com isso bem definido, seguiremos para as projeções. Para fins de projeções, utilizaremos premissas conservadoras de crescimento, além de utilizarmos as estimativas de IPCA disponibilizadas pelo Itaú BBA, já previamente mencionado nesta pesquisa científica. Além disso, para fins práticos, devido ao fato de as projeções do Itaú BBA contemplarem apenas até o ano de 2026, suporemos que, até 2032 (período de dez anos que estimaremos nossos fluxos de caixa), as projeções de 2026 serão constantes, ou seja, as projeções dos anos de 2027 até 2032 serão as mesmas de 2026. A tabela 6, apresentada a seguir, representa as estimativas disponibilizadas pelo Itaú BBA, que utilizaremos.

**Tabela 6:** Projeções IPCA

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
IPCA	4,6%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

**Fonte:** Adaptado de Itaú BBA (2023), elaborado pelo autor (2023).

#### 4.3.1. Receita Bruta e Receita Líquida

Iniciaremos pela primeira linha da Demonstração de Resultado do Exercício (DRE), a receita bruta. Para estimarmos, vamos considerar um crescimento conservador, onde a receita bruta crescerá, ao ano, a inflação projetada pelo Itaú BBA. Desta forma, teremos as seguintes projeções apresentadas na tabela 7:

<sup>22</sup> Bens duráveis e tangíveis utilizados na operação de uma empresa, como terrenos, prédios, equipamentos e veículos.

<sup>23</sup> Recurso não físico e não monetário que possui valor para uma empresa, como marcas registradas, patentes, direitos autorais e *software*.

**Tabela 7: Projeções de receita bruta e receita líquida**

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Receita bruta (R\$ mil)	5.472.738	5.693.209	5.892.471	6.098.707	6.312.162	6.533.088	6.761.746	6.998.407	7.243.351	7.496.869
% A/A (IPCA Itaú BBA)	4,6%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Deduções (R\$ mil)	(1.042.435)	(1.084.430)	(1.122.385)	(1.161.668)	(1.202.327)	(1.244.408)	(1.287.962)	(1.333.041)	(1.379.697)	(1.427.987)
% Receita bruta	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Receita líquida (R\$ mil)	4.430.303	4.608.779	4.770.086	4.937.039	5.109.836	5.288.680	5.473.784	5.665.366	5.863.654	6.068.882

**Fonte:** Elaborado pelo autor (2023).

Com isso, observamos uma receita bruta crescendo de forma conservadora, apenas apresentando crescimento dos níveis de inflação projetada.

Para estimarmos a receita líquida, consideramos que as deduções após a receita bruta seriam iguais, em termos percentuais em relação a receita bruta, ao observado no ano de 2022 consolidado, visto na tabela 2, ou seja, 19,0% da receita bruta anual. Com isso, chegamos à receita líquida projetada observada na tabela 7.

#### 4.3.2. Lucro Bruto, Lucro Operacional e Alíquota de Imposto de Renda

Agora, para estimarmos o lucro bruto, para seguirmos nossa lógica de premissas conservadoras, usaremos a mesma margem bruta reportada pela companhia no ano de 2022 consolidado. Neste sentido, a margem projetada foi de 53,9%, como observamos na tabela 3.

Além disso, para o lucro operacional, do inglês, *earnings before interest and taxes* (ebit), utilizamos a mesma lógica do lucro bruto, onde mantemos a margem ebit reportada no consolidado de 2022 fixa em todos os anos projetados. Abaixo segue tabela 8, que apresenta o histórico de margem ebit:

**Tabela 8: Histórico de ebit e margem ebit**

	2018	2019	2020	2021	2022
Receita líquida (R\$ mil)	1.526.659	1.679.234	1.590.992	2.923.827	4.233.726
Ebit (R\$ mil)	191.279	223.102	92.109	468.525	550.129
Margem ebit	12,5%	13,3%	5,8%	16,0%	13,0%

**Fonte:** Adaptado de Relações com Investidores (2023), elaborado pelo autor (2023).

Com a tabela acima, observamos a margem ebit de 13,0% reportada em 2022. Assim, abaixo segue a tabela 9, que apresenta as projeções de lucro bruto e ebit:

**Tabela 9:** Projeções de lucro bruto e ebit

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Receita líquida (R\$ mil)	4.430.303	4.608.779	4.770.086	4.937.039	5.109.836	5.288.680	5.473.784	5.665.366	5.863.654	6.068.882
CPV (R\$ mil)	(2.040.637)	(2.122.845)	(2.197.144)	(2.274.044)	(2.353.636)	(2.436.013)	(2.521.274)	(2.609.518)	(2.700.851)	(2.795.381)
Lucro bruto (R\$ mil)	2.389.666	2.485.934	2.572.942	2.662.995	2.756.200	2.852.667	2.952.510	3.055.848	3.162.803	3.273.501
Margem bruta	53,9%	53,9%	53,9%	53,9%	53,9%	53,9%	53,9%	53,9%	53,9%	53,9%
Ebit (R\$ mil)	575.672	598.863	619.823	641.517	663.970	687.209	711.262	736.156	761.921	788.589
Margem ebit	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

**Fonte:** Elaborado pelo autor (2023).

Por fim, para a alíquota de imposto de renda, vamos considerar a mesma alíquota efetiva reportada em 2022 consolidado, para fins de praticidade. Abaixo, na figura 1, apresentamos a alíquota efetiva reportada pela Arezzo & Co, retirada de seu site de Relações com Investidores, destacado em amarelo pelo autor:

**Figura 1:** Alíquota de imposto de renda efetiva

	Controladora		Consolidado	
	2022	2021	2022	2021
Lucro antes do imposto de renda e da contribuição social	395.699	351.848	472.871	403.854
Alíquota vigente	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
<b>Expectativa de IRPJ e CSLL, de acordo com a alíquota vigente</b>	<b>(134.538)</b>	<b>(119.628)</b>	<b>(160.776)</b>	<b>(137.310)</b>
Equivalência patrimonial	34.817	47.345	-	-
Subvenções governamentais (i)	88.575	27.597	101.993	59.301
Juros sobre capital próprio	51.609	21.547	51.609	21.547
Benefício dos gastos pesquisa e inovação tecnológica - Lei nº 11.196/05	-	6.437	-	6.437
Incentivos fiscais (PAT, Lei Rouanet)	-	183	421	483
IR/CS diferidos s/prejuízos não constituídos em empresas controladas	-	-	(26.423)	(14.637)
Despesa com planos baseados em ações	(5.396)	(1.196)	(5.396)	(1.196)
Parcela isenta de crédito tributário	2.807	18.081	2.807	18.081
Outras diferenças permanentes	(8.864)	(6.980)	(14.568)	(12.840)
<b>Imposto de renda e contribuição social no resultado do exercício</b>	<b>29.010</b>	<b>(6.614)</b>	<b>(50.333)</b>	<b>(60.134)</b>
Corrente	-	(8.904)	(81.398)	(64.286)
Diferido	29.010	2.290	31.065	4.152
<b>Imposto de renda e contribuição social no resultado do exercício</b>	<b>29.010</b>	<b>(6.614)</b>	<b>(50.333)</b>	<b>(60.134)</b>
<b>Taxa efetiva</b>	<b>N/A</b>	<b>1,8%</b>	<b>10,6%</b>	<b>14,8%</b>

**Fonte:** Relações com Investidores (2023), grifo próprio (2023).

Sendo assim, abaixo, na tabela 10, seguem as estimativas para o ebit(1-T), que utilizaremos para calcular o FCLF:

**Tabela 10:** Projeções de alíquota efetiva de imposto de renda e ebit(1-T)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Ebit (R\$ mil)	575.672	598.863	619.823	641.517	663.970	687.209	711.262	736.156	761.921	788.589
<i>Alíquota de imposto de renda</i>	<i>10,6%</i>									
[Ebit x (1-T)] (R\$ mil)	514.651	535.384	554.122	573.516	593.590	614.365	635.868	658.123	681.158	704.998

**Fonte:** Elaborado pelo autor (2023).

#### 4.3.3. Depreciação e Amortização, Capital de Giro e Capex

As últimas informações que devem ser analisadas e projetadas para fins de estimativas de FCLF são a depreciação e amortização (D&A), o capital de giro e o capex. Para isso, mantendo nossa premissa conservadora, será considerado a porcentagem em relação a receita bruta de 2022 consolidado de cada uma das informações. Para a D&A, temos uma relação de 3,2% da receita bruta, para o capital de giro, 18,5%, e, para o capex, 4,5%, como observado na tabela 11, logo abaixo:

**Tabela 11:** D&A, capital de giro e capex reportado e projeções

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Receita bruta (R\$ mil)	5.229.907	5.472.738	5.693.209	5.892.471	6.098.707	6.312.162	6.533.088	6.761.746	6.998.407	7.243.351	7.496.869
Depreciação e amortização (R\$ mil)	166.030	173.739	180.738	187.064	193.611	200.388	207.401	214.660	222.173	229.949	237.998
<i>% Receita bruta</i>	<i>3,2%</i>										
Capital de giro (R\$ mil)	967.980	1.012.925	1.053.730	1.090.611	1.128.782	1.168.290	1.209.180	1.251.501	1.295.304	1.340.639	1.387.562
<i>% Receita bruta</i>	<i>18,5%</i>										
Varição do capital de giro (R\$ mil)	301.817	44.945	40.806	36.881	38.171	39.507	40.890	42.321	43.803	45.336	46.922
Capex (R\$ mil)	233.143	243.968	253.796	262.679	271.873	281.389	291.237	301.431	311.981	322.900	334.201
<i>% Receita bruta</i>	<i>4,5%</i>										

**Fonte:** Elaborado pelo autor (2023).

Também deve ser pontuado as estimativas de variação do capital de giro, que consiste na diferença entre o capital de giro de um ano para o outro, na figura acima, que serão empregadas no cálculo do FCLF.

Sendo assim, concluímos as principais estimativas que compõem a cálculo do FCLF. Para as próximas etapas, calcularemos o FCLF e estimaremos as premissas de *valuation*, com o fito de encontrarmos o valor teórico justo da empresa.

#### 4.3.4. Calculando o Fluxo de Caixa Livre da Firma

Como previamente apresentado, a determinação do FCLF depende das informações projetadas anteriormente: ebit, alíquota efetiva de imposto de renda,

depreciação e amortização, variação do capital de giro e capex. Após estimadas, podemos seguir para o cálculo do FCLF, apresentado a seguir, na tabela 12:

**Tabela 12:** Cálculo do fluxo de caixa livre da firma estimado

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
[Ebit x (1-T)] (R\$ mil)	514.651	535.384	554.122	573.516	593.590	614.365	635.868	658.123	681.158	704.998
Depreciação e amortização (R\$ mil)	173.739	180.738	187.064	193.611	200.388	207.401	214.660	222.173	229.949	237.998
Variação do capital de giro (R\$ mil)	44.945	40.806	36.881	38.171	39.507	40.890	42.321	43.803	45.336	46.922
Capex (R\$ mil)	243.968	253.796	262.679	271.873	281.389	291.237	301.431	311.981	322.900	334.201
FCLF (R\$ mil)	399.477	421.520	441.626	457.083	473.081	489.639	506.776	524.513	542.871	561.872

**Fonte:** Elaborado pelo autor (2023).

#### 4.3.5. O Cálculo da Taxa de Desconto

Com o FCLF calculado, o próximo passo a estimar o WACC que será utilizada para trazer os fluxos de caixa a valor presente. Para isso, é preciso estimar o  $K_e$  e o  $K_d$ , bem como verificar a estrutura de capital da Arezzo & Co. A tabela 13, apresentada a seguir, exibe a estimativa para o  $K_e$ , dado as informações mais recentes de quando está pesquisa científica foi escrita:

**Tabela 13:** CAPM

Taxa livre de risco (Tesouro pré-fixado 2029)	10,88%
Beta (Novembro de 2023)	0,84
Prêmio de risco (Novembro de 2023)	4,88%
<u>Custo de capital próprio (<math>K_e</math>)</u>	<u>14,98%</u>

**Fonte:** Adaptado de Tesouro Direto (2023) e Aswath Damodaran (2023), elaborado pelo autor (2023).

A seguir, seguem as informações sobre o Tesouro Direto<sup>24</sup>, verificadas no dia 21 de novembro de 2023 e utilizada como taxa livre de risco para a mensuração do CAPM, na figura 2:

<sup>24</sup> Disponível em <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm>

**Figura 2:** Tesouro Direto, taxa do tesouro pré-fixado 2029

Informações sobre os títulos		
Título		Rentabilidade anual
TESOURO PREFIXADO 2026	?	10,31%
TESOURO PREFIXADO 2029	?	10,88%

**Fonte:** Adaptado de Tesouro Direto (2023), grifo próprio (2023).

Além disso, na tabela 14, apresentada a seguir, seguem as informações disponibilizadas<sup>25</sup> pelo professor Damodaran para o beta e o prêmio de risco, utilizados no cálculo do CAPM:

**Tabela 14:** Beta e ERP

Beta setor vestuário (nov. 2023)	0,84
ERP (nov. 2023)	4,88%

**Fonte:** Adaptado de Aswath Damodaran (2023), Elaborado pelo autor (2023).

Com o  $K_e$  definido, a próxima etapa deve ser descobrir o  $K_d$ . Como previamente citado, nosso  $K_d$  será a Taxa Selic, que, neste momento, encontra-se em 12,25%, como foi escrito na, até então, última ata<sup>26</sup> do Comitê de Política Monetária<sup>27</sup> (COPOM), apresentado na figura 3:

**Figura 3:** Parte da ata do COPOM – Taxa Selic

<p><b>D) Decisão de política monetária</b></p> <p>25. Considerando a evolução do processo de desinflação, os cenários avaliados, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu reduzir a taxa básica de juros em 0,50 ponto percentual, para 12,25% a.a., e entende que essa decisão é compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante, que inclui o ano de 2024 e o de 2025. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.</p>
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

**Fonte:** Adaptado de Bacen (2023), grifo próprio (2023).

Com o  $K_e$  e o  $K_d$  estimados, a etapa final, antes do cálculo do WACC, é a conclusão de qual é a estrutura de capital da Arezzo & Co. Através das informações

<sup>25</sup> Disponível em <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>26</sup> Disponível em <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/01112023>

<sup>27</sup> Órgão do Banco Central responsável por definir a taxa básica de juros e formular a política monetária do país.

mais recentes retiradas do RI da companhia (dados do terceiro trimestre de 2023), chegamos a seguinte estrutura de capital e, aproveitamos para já calcular o WACC, com valores apresentados em milhares de reais (exceto porcentagens), apresentada na tabela 15:

**Tabela 15:** Estrutura de capital da Arezzo & Co e WACC

Patrimônio líquido (Terceiro trimestre de 2023)	2.909.318
Dívida bruta (Terceiro trimestre de 2023)	1.092.501
% Patrimônio líquido	73%
% Dívida bruta	27%
Ke	14,98%
Kd	12,25%
WACC	14,23%

**Fonte:** Elaborado pelo autor (2023).

Com isso, chegamos a uma estrutura de capital que corresponde a 73% em patrimônio líquido e 27% em dívida bruta. Com essa informação definida, bem como o Ke de 14,98% e o Kd de 12,25%, chegamos a um WACC de 14,23%.

Finalmente, estimamos a taxa de desconto que será usada para trazer nossos fluxos de caixa a valor presente. Nesse sentido, na tabela 16 são apresentados os fluxos de caixa descontados pela taxa de 14,23%:

**Tabela 16:** Fluxos de caixa descontados

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
FCLF (R\$ mil)	399.477	421.520	441.626	457.083	473.081	489.639	506.776	524.513	542.871	561.872
Taxa de desconto (WACC)	14,23%	14,23%	14,23%	14,23%	14,23%	14,23%	14,23%	14,23%	14,23%	14,23%
Fluxos de caixa descontados (R\$ mil)	349.700	323.017	296.256	268.418	243.196	220.344	199.639	180.880	163.883	148.484

**Fonte:** Elaborado pelo autor (2023).

#### 4.3.6. A Taxa de Crescimento na Perpetuidade

A última premissa que deve ser estimada é o g. Como descrito anteriormente nesta pesquisa científica, utilizaremos a taxa de crescimento da inflação projetada. A projeção utilizada será a mesma utilizada para projetar a receita bruta, fornecida pelo Itaú BBA anteriormente. Com isso, como observado na tabela 6, nosso g será 3,5%.

Dessa forma, podemos determinar o valor terminal da Arezzo & Co, bem como trazê-lo a valor presente pelo mesmo método utilizado para trazer os outros fluxos de caixa, apresentado anteriormente. Além disso, também é possível definir o valor da

firma, que representa a soma dos fluxos de caixa trazidos a valor presente (vistos na tabela 16) com o valor presente do valor terminal, como apresentado previamente nesta pesquisa científica.

Na tabela 17 é exibido o cálculo do valor da firma:

**Tabela 17:** Cálculo do valor da firma

Soma dos fluxos de caixa descontados (R\$ mil)	2.393.817
Valor terminal (R\$ mil)	5.417.651
Valor presente do valor terminal (R\$ mil)	1.431.701
Valor da firma (R\$ mil)	3.825.518

**Fonte:** Elaborado pelo autor (2023).

Dessa forma, além de apontarmos os resultados, projetando os fluxos de caixa e os trazendo a valor presente, também definimos o valor terminal, bem como o valor da firma. Com isso, a próxima etapa é apontar o valor teórico justo da companhia e de suas ações.

#### 4.3.7. O Valor Teórico Justo da Arezzo & Co

Para apontarmos o valor teórico justo da Arezzo & Co, bem como de suas ações, precisamos encontrar o valor do *equity*<sup>28</sup>. O valor do *equity* representa o valor da firma, apresentado anteriormente na tabela 17, subtraído da dívida líquida (dívida bruta menos caixa e equivalentes). Com isso, a seguir, na tabela 18, segue o valor da dívida líquida da Arezzo & Co, a partir das informações mais atualizadas até o momento (terceiro trimestre de 2023):

**Tabela 18:** Endividamento da Arezzo & Co

Dívida bruta (R\$ mil)	1.092.501
(-) Caixa e equivalentes (R\$ mil)	643.566
(=) Dívida líquida (R\$ mil)	448.935

**Fonte:** Adaptado de Relações com Investidores (2023), elaborado pelo autor (2023).

Após apontarmos a dívida líquida mais recente da Arezzo & Co, podemos definir o valor do *equity*, bem como o valor de suas ações, que pode ser calculado

<sup>28</sup> Valor que sobra para os acionistas e sócios descontado da dívida líquida. É o quanto a empresa realmente vale para quem a possui.

como a razão entre o valor do *equity* e o número de ações em circulação, apresentado na tabela 19, a seguir:

**Tabela 19:** Cálculo do valor do *equity* e do valor da ação da Arezzo & Co

Valor da firma (R\$ mil)	3.825.518
Dívida líquida (R\$ mil)	448.935
Valor do <i>equity</i> (R\$ mil)	3.376.583
Número de ações em circulação (milhares)	110.989
Valor teórico justo da ação	R\$ 30,42

**Fonte:** Elaborado pelo autor (2023).

Com isso, concluímos o *valuation* da Arezzo & Co, estimando que a empresa vale R\$ 3,377 bilhões, o que representa R\$ 30,42 por ação em circulação, atualmente.

#### 4.4. Análise de Sensibilidade

Por fim, como descrito previamente, a finalidade do *valuation* não é encontrar apenas um valor, mas sim uma região de valores. Para tal, é necessário a análise de sensibilidade através de uma matriz, que representa a região de valores teóricos justos. Como explicado anteriormente, é possível sensibilizar a matriz a partir de diversas variáveis e, como estipulado previamente, será realizado uma matriz relacionando o WACC e o g para avaliar as variações no valor por ação da Arezzo & Co. A matriz de sensibilidade está representada na tabela 20, a seguir:

**Tabela 20:** Matriz de sensibilidade

		Taxa de desconto - WACC				
		15,73%	14,98%	14,23%	13,48%	12,73%
Taxa de crescimento na perpetuidade - g	4,00%	R\$ 26,66	R\$ 28,73	R\$ 31,12	R\$ 33,88	R\$ 37,11
	3,75%	R\$ 26,41	R\$ 28,44	R\$ 30,76	R\$ 33,44	R\$ 36,56
	3,50%	R\$ 26,18	R\$ 28,16	R\$ 30,42	R\$ 33,02	R\$ 36,04
	3,25%	R\$ 25,96	R\$ 27,90	R\$ 30,10	R\$ 32,62	R\$ 35,55
	3,00%	R\$ 25,75	R\$ 27,64	R\$ 29,79	R\$ 32,25	R\$ 35,08

**Fonte:** Elaborado pelo autor (2023).

Ao analisar a matriz, podemos reconhecer o preço por ação encontrado previamente no centro, dado as mesmas premissas utilizadas, WACC de 14,23% e g de 3,5%. A partir dos valores centrais, podemos analisar o quanto o valor da ação varia conforme são variados o WACC e o g. Podemos observar que, por exemplo, no cenário em que o WACC é 12,73% (a menor taxa de desconto, representando o menor retorno requerido) e o g é 4,0% (o maior da análise, representando a cenário em que os fluxos de caixa perpétuos cresceram a maior taxa), o valor por ação salta para R\$ 37,11. Seguindo essa linha, analisando o maior WACC (15,73%) e o menor g (3,0%), o valor por ação atinge R\$ 25,75.

Com isso, podemos perceber que o comportamento dos valores teóricos justos é extremamente sensível as variações no WACC e no g. Isso faz com que seja de extrema importância que o analista utilize a análise de sensibilidade para verificar o comportamento dos diversos cenários para sua avaliação e para que tente ser evitado a subjetividade em um processo de *valuation*.

## 5. CONCLUSÃO

O presente estudo científico realizou a análise e *valuation* da Arezzo & Co, empresa do setor de moda, focada em vestuário. O método de *valuation* utilizado foi o fluxo de caixa descontado, sob a ótica da firma. Também foi analisado o cenário macroeconômico do Brasil através de dados fornecidos por órgãos públicos e privados. Também foram analisados cenários através da análise de sensibilidade. As projeções foram realizadas de maneira conservadora, com base em resultados reportados pela empresa em questão no passado e com base em projeções de órgãos públicos e privados.

A análise do ambiente macroeconômico constatou um cenário de recuperação e estabilização. Enquanto isso, analisando a Arezzo & Co, foi constatado uma boa performance histórica, gestão eficiente, métricas operacionais saudáveis e boa resiliência e recuperação em momentos de crise.

O valor teórico justo estimado para a empresa a partir das premissas centrais foi de R\$ 30,42 por ação, representando um valor do *equity* total de R\$ 3,377 bilhões. Além disso, através da análise de sensibilidade, foi constatado o quanto o valor da empresa é sensível as variações observadas no WACC e no g, tornando de extrema importância que o analista considere o uso da matriz de sensibilidade em suas

avaliações, a fim de entender o comportamento dos valores teóricos justos a partir de uma variação nas premissas, tentando, assim, evitar a subjetividade no *valuation*.

Com isso, cumpriu-se os objetivos específicos, que visavam investigar as informações financeiras da companhia, apontar os resultados, a fim de estimar o fluxo de caixa futuro e trazê-lo a valor presente e reconhecer a região de valores teóricos justos, cumprindo, assim também, o objetivo geral desta pesquisa científica.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAUJO, A. M. P.; LIMA, F. G.; ASSAF NETO, A. **Metodologia de Cálculo do Custo de Capital no Brasil**. [S. l.], jun. 2006. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos62006/235.pdf>. Acesso em: 9 jun. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Atas do Copom. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/01112023>. Acesso em: 21 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estatísticas. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas>. Acesso em: 21 nov. 2023.

CAVALCANTE, F. A. C. **O impacto do uso de capital de terceiros no financiamento das atividades de curto prazo de uma pequena empresa do mercado óptico varejista de fortaleza**. Fortaleza, abr. 2005. Disponível em: [https://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/40559/1/2005\\_tcc\\_faccavalcante.pdf](https://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/40559/1/2005_tcc_faccavalcante.pdf). Acesso em: 9 jun. 2023.

CUNHA, M. F.; MARTINS, E.; ASSAF NETO, A. **A finalidade da avaliação de empresas, no brasil, apresenta viés?: evidências empíricas sob o ponto de vista do desempenho econômico-financeiro**. [S. l.], 11 dez. 2012. Disponível em: <https://repositorio.bc.ufg.br/bitstream/ri/20189/3/Artigo%20-%20Mois%C3%A9s%20Ferreira%20da%20Cunha%20-%202012.pdf>. Acesso em: 8 jun. 2023.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. Rio de Janeiro: LTC, 2022.

DAMODARAN ONLINE. Página Inicial. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acesso em 21 nov. 2023.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. **O modelo de precificação de ativos de capital: teoria e evidências**. [S. l.], abr./jun. 2007. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/Sr4XwwbSJVQBPzgrnHk6cvw/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 9 jun. 2023.

FLICK, Uwe. **Introdução à pesquisa qualitativa**. 3. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.  
GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas S. A., 2002.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. Instituto Brasileiro de Economia. Disponível em: <https://portalibre.fgv.br/>. Acesso em: 21 nov. 2023.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Estatísticas. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/todos-os-produtos-estatisticas.html>. Acesso em: 21 nov. 2023.

ITAÚ BBA. Projeções. Disponível em: <https://www.itaubba.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/projecoes>. Acesso em: 21 nov. 2023.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 5. ed. United States of America: Wiley, 2010.

LIMA, F. G.; ASSAF NETO, A.; GATSIOS, R. C.; FIGLIOLI, B. **Avaliação de empresas no brasil: um confronto entre a teoria e a prática**. São Paulo, 28 jul. 2017. Disponível em: <https://institutoassaf.com.br/wp-content/uploads/2019/07/ARTIGO-AVAL-EMPRESAS-NO-BRASIL-aan-fgl.pdf>. Acesso em: 8 jun. 2023.

LIMA, M. M. **Valuation do Grupo Ser Educacional**. Rio de Janeiro, nov. 2021. Disponível em [https://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Matheus\\_Mariano\\_de\\_Lima\\_Mono\\_21.2.pdf](https://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Matheus_Mariano_de_Lima_Mono_21.2.pdf). Acesso em: 08 nov. 2023.

LUCENA, E. R. F. C. V.; SILVA, C. A. T.; MELO, C. L. L.; GOMES, A. M. **Custo médio ponderado de capital: um estudo dos erros contidos em seu cálculo nas ofertas públicas de aquisições de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**. Maceió/AL, v. 4, n. 1, jan./abr. 2013.

MARKS, H. **O mais importante para o investidor: lições de um gênio do mercado financeiro**. 1. ed. São Paulo: Edipro, 2020.

PORTAL DO COMÉRCIO. Página inicial. Disponível em: <https://portaldocomercio.org.br/>. Acesso em: 21 nov. 2023.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. 3. ed. Barueri: Atlas Ltda, 2021.

REIS, Tiago. **Análise de sensibilidade: entenda como funciona esse método de avaliação**. [S. l.], 23 fev. 2019. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/analise-de-sensibilidade/>. Acesso em: 12 jun. 2023.

REIS, Tiago. **Taxa de desconto: entenda como funciona esse tipo de cálculo**. [S. l.], 10 set. 2019. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/taxa-de-desconto/>. Acesso em: 8 jun. 2023.

RELAÇÕES COM INVESTIDORES AREZZO & CO. Página inicial. Disponível em: <https://ri.arezzoco.com.br/>. Acesso em: 21 nov. 2023.

SAURIN, V.; LOPES, A. L. M.; COSTA JUNIOR, N. C. A. **Comparação dos modelos de avaliação de empresas com base no fluxo de caixa descontado e no lucro residual: estudo de caso de uma empresa de energia elétrica.** [S. l.], v. 10, n. 1, fev. 2009. Disponível em:

<https://www.scielo.br/j/ram/a/7xHw4cKHbRfKwzvBRjKt8Jk/?lang=pt>. Acesso em: 8 jun. 2023.

SILVA, M. C.; PRATES, R. C.; SCARPIN, J. E. **Estrutura de capital: uma análise empírica de seus fatores determinantes e ajuste a longo prazo.** Florianópolis/SC, nov. 2017.

SOUTE, D. O.; SCHVIRCK, E.; MARTINS, E.; MACHADO, M. R. C. **Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento.** Brasília, v. 11, n. 1-2, jan./dez. 2008.

TESOURO DIRETO. Preços e taxas. Disponível em:

<https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm>. Acesso em: 21 nov. 2023.

## ANEXOS

## Anexo I – Balanço Patrimonial da Arezzo &amp; Co (em milhões de reais)

Ativo	4T18	4T19	4T20	4T21	4T22	3T23
<b>Ativo circulante</b>	<b>842.001</b>	<b>980.665</b>	<b>1.564.868</b>	<b>1.646.786</b>	<b>2.383.445</b>	<b>2.683.764</b>
Caixa e equivalentes de caixa	8.501	13.808	38.297	33.750	28.826	60.699
Aplicações financeiras	227.300	263.875	522.868	228.809	447.608	582.867
Contas a receber de clientes	382.728	413.412	598.824	790.302	867.582	921.776
Estoques	150.861	179.499	290.896	450.487	772.060	866.759
Impostos a recuperar	49.370	90.332	86.034	73.852	201.212	149.978
Outros créditos	23.241	19.739	27.949	68.230	66.157	101.685
Instrumentos financeiros - derivativos				1.356	0	0
<b>Ativo não circulante</b>	<b>203.031</b>	<b>432.584</b>	<b>1.267.677</b>	<b>1.719.540</b>	<b>2.275.819</b>	<b>2.950.654</b>
Realizável a longo Prazo	49.338	50.438	118.494	297.892	317.663	463.884
Aplicações financeiras	-	-	0	0	0	0
Contas a receber de clientes	10.720	10.402	2.564	4.276	330	2.684
Imposto de renda e contribuição social diferidos	17.491	15.682	80.632	90.225	119.270	181.704
Outros créditos	21.127	24.354	35.298	203.391	198.063	279.496
Propriedades para Investimento	3.324	3.017	3.016	2.862	3.162	4.192
Imobilizado	83.201	304.082	316.300	403.868	691.582	835.209
Intangível	67.168	75.047	829.867	1.014.918	1.263.412	1.569.898
Instrumentos financeiros - derivativos						77.471
<b>Total do ativo</b>	<b>1.045.032</b>	<b>1.413.249</b>	<b>2.832.545</b>	<b>3.366.326</b>	<b>4.659.264</b>	<b>5.634.418</b>
Passivo	4T18	4T19	4T20	4T21	4T22	3T23
<b>Passivo circulante</b>	<b>255.889</b>	<b>464.659</b>	<b>911.418</b>	<b>1.519.000</b>	<b>1.635.360</b>	<b>2.173.156</b>
Empréstimos e financiamentos	43.978	158.222	239.483	496.861	392.254	1.087.400
Arrendamento		40.145	52.890	57.017	89.648	101.619
Fornecedores	110.121	134.967	399.189	574.713	671.662	569.095
Outras obrigações	101.790	131.325	219.856	390.409	481.796	415.042
<b>Passivo não circulante</b>	<b>77.801</b>	<b>202.519</b>	<b>572.530</b>	<b>255.320</b>	<b>369.311</b>	<b>551.944</b>
Empréstimos e financiamentos	67.440	22.562	394.786	37.733	9.619	5.101
Partes relacionadas	1.443	1.502	-	-	-	-
Outras obrigações	8.918	9.542	17.274	37.267	71.382	66.178
Arrendamento	-	168.913	160.470	174.879	284.889	401.929
Impostos Diferidos	-	-	-	5.441	3.421	1.265
Instrumentos financeiros - derivativos						77.471
<b>Patrimônio líquido</b>	<b>711.342</b>	<b>746.071</b>	<b>1.348.597</b>	<b>1.592.006</b>	<b>2.654.593</b>	<b>2.909.318</b>
Capital social	341.073	352.715	967.924	811.284	1.671.716	1.738.229
Reserva de capital	46.725	50.538	49.229	196.925	176.094	164.490
Reservas de lucros	301.476	308.156	335.832	541.478	814.396	720.201
Ajuste de avaliação patrimonial	4.342	6.820	-4.388	-9.107	-8.414	-9.145
Resultado do Período	17.726	-	0	0	0	277.630
Dividendos adicionais propostos	-	27.842	-	50.000	-	-
Perdas com Investimentos	-	-	-	-	-	-
Resultados abrangentes				0	-	-
Participação de não controladores	-	-	-	1.426	801	17.913
<b>Total do passivo e patrimônio líquido</b>	<b>1.045.032</b>	<b>1.413.249</b>	<b>2.832.545</b>	<b>3.366.326</b>	<b>4.659.264</b>	<b>5.634.418</b>

Anexo II – Demonstração de Resultado do Exercício da Arezzo & Co (em milhões de reais)

DRE - IFRS	2018	2019	2020	2021	2022	3T23
<b>Receita operacional líquida</b>	<b>1.526.659</b>	<b>1.679.235</b>	<b>1.590.992</b>	<b>2.923.827</b>	<b>4.233.726</b>	<b>1.265.823</b>
Custo dos produtos vendidos	(815.987)	(903.541)	(835.779)	(1.385.147)	(1.950.092)	(585.097)
<b>Lucro bruto</b>	<b>710.672</b>	<b>775.694</b>	<b>755.213</b>	<b>1.538.680</b>	<b>2.283.634</b>	<b>680.726</b>
<b>Receitas (despesas) operacionais:</b>	<b>(519.393)</b>	<b>(552.592)</b>	<b>(663.104)</b>	<b>(1.070.155)</b>	<b>(1.733.505)</b>	<b>(505.521)</b>
Comerciais	(378.922)	(424.366)	(529.953)	(884.411)	(1.489.371)	(428.176)
Administrativas e gerais	(140.865)	(184.012)	(162.234)	(316.217)	(330.240)	(107.158)
Outras receitas operacionais, líquidas	394	55.786	29.083	130.473	86.106	29.813
<b>Lucro antes do resultado financeiro</b>	<b>191.279</b>	<b>223.102</b>	<b>92.109</b>	<b>468.525</b>	<b>550.129</b>	<b>175.205</b>
Resultado Financeiro	(21.281)	(18.176)	(37.551)	(64.671)	(77.258)	(48.113)
<b>Lucro antes do IR e CS</b>	<b>169.998</b>	<b>204.926</b>	<b>54.558</b>	<b>403.854</b>	<b>472.871</b>	<b>127.092</b>
Imposto de renda e contribuição social	(27.354)	(42.787)	(5.974)	(60.134)	(50.333)	(13.434)
Corrente	(31.631)	(42.659)	(46.596)	(64.286)	(81.398)	(41.422)
Diferido	4.277	(128)	40.622	4.152	31.065	27.988
<b>Lucro líquido do período</b>	<b>142.644</b>	<b>162.139</b>	<b>48.584</b>	<b>343.720</b>	<b>422.538</b>	<b>113.658</b>

Anexo II – Demonstração do Fluxo de Caixa da Arezzo & Co (em milhões de reais)

DFC	2018	2019	2020	2021	2022	3T23
<b>Das atividades operacionais</b>						
Lucro líquido	142.644	162.139	48.584	343.720	422.538	113.658
<b>Ajustes para conciliar o resultado às dispon. geradas pelas atividades operacionais:</b>	<b>70.108</b>	<b>128.455</b>	<b>149.850</b>	<b>97.357</b>	<b>227.398</b>	<b>94.213</b>
Depreciações e amortizações	40.882	80.322	81.103	105.748	166.030	55.587
Rendimento de aplicação financeira	(17.664)	(13.614)	(11.650)	(13.127)	(54.439)	(15.845)
Encargos financeiros e variação cambial sobre financiamentos	15.588	16.517	34.612	34.056	4.605	58.248
Imposto de renda e contribuição social	27.354	42.785	5.973	60.134	50.333	33.218
Outros	8.997	8.913	39.812	(89.454)	60.869	(36.995)
Decréscimo (acréscimo) em ativos						
Contas a receber de clientes	(47.759)	(27.753)	(108.797)	(197.157)	(58.699)	(139.021)
Estoques	(39.845)	(33.208)	(38.655)	(166.683)	(310.601)	(4.633)
Impostos a recuperar	(11.396)	(40.835)	(15.140)	(9.295)	(19.662)	(8.950)
Variação de outros ativos	(1.294)	2.306	(25.357)	(50.568)	(4.600)	2.357
Depósitos judiciais	715	(3.461)	(9.108)	(23.420)	(26.262)	(13.487)
(Decréscimo) acréscimo em passivos	-	-	-	-	-	-
Fornecedores	5.705	29.496	234.575	183.093	90.296	85.706
Obrigações trabalhistas	3.594	9.135	(8.610)	1.470	(33.000)	10.494
Obrigações fiscais e sociais	18.618	1.465	5.313	31.101	(29.198)	(15.520)
Variação de outros passivos	5.492	11.968	16.152	62.393	(20.923)	19.534
Pagamento de imposto de renda e contribuição social	(28.746)	(34.825)	(19.437)	(11.549)	(80.169)	(15.172)
Pagamento de juros sobre empréstimos	(5.049)	(6.468)	(9.054)	(18.524)	(18.867)	(14.566)
<b>Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais</b>	<b>117.836</b>	<b>204.882</b>	<b>220.316</b>	<b>241.938</b>	<b>138.251</b>	<b>114.613</b>
Das atividades de investimento						
Resultado da venda de imobilizado e intangível	6.437	6.126	1.277	1.472	-	-
Aquisições de imobilizado e intangível	(48.614)	(65.607)	(46.185)	(168.881)	(233.143)	(47.712)
Aplicações financeiras	(1.010.083)	(1.090.118)	(2.027.529)	(2.214.275)	(4.080.007)	(693.096)
Resgate de aplicações financeiras	1.124.496	1.064.190	1.838.505	2.517.233	3.895.637	731.252
Aquisição de controlada, líquido do caixa obtido na aquisição	-	-	(163.404)	(146.321)	(89.735)	(243)
Aquisição de combinação de negócio	-	-	100.000	-	-	-
Recebimento de dividendos	-	-	54	-	-	-
<b>Caixa líquido utilizado pelas atividades de investimento</b>	<b>72.236</b>	<b>(85.409)</b>	<b>(297.282)</b>	<b>(10.772)</b>	<b>(507.248)</b>	<b>(9.799)</b>
Das atividades de financiamento						
Captações de empréstimos e financiamentos	70.400	153.084	552.851	128.180	214.941	58.660
Pagamentos de empréstimos	(155.140)	(88.816)	(213.882)	(243.386)	(336.067)	(37.791)
Contraprestação de arrendamento	-	(46.723)	(60.352)	(75.529)	(105.422)	(35.153)
Pagamento de dividendos e JCP	(115.718)	(143.526)	(170.992)	(32.172)	(179.683)	(102.148)
Créditos (débitos) com sócios	211	58	(2.502)	1.000	-	-
Recursos Provenientes de emissão de ações	10.698	11.642	-	-	833.794	-
Gastos na emissão de ações	-	-	-	-	(40.760)	-
Recompra de ações	(3.007)	-	(3.672)	(14.175)	(26.057)	-
Recursos provenientes do exercício de opções de ações	-	-	-	2.569	1.680	-
<b>Caixa líquido usado nas atividades de financiamento</b>	<b>(107.816)</b>	<b>(131.826)</b>	<b>101.451</b>	<b>(233.513)</b>	<b>362.426</b>	<b>(116.432)</b>
<b>Aumento (redução) das disponibilidades</b>	<b>(2.484)</b>	<b>5.192</b>	<b>24.485</b>	<b>(2.347)</b>	<b>(6.572)</b>	<b>(11.618)</b>
Disponibilidades						
Efeito Da Variação Cambial Sobre O Caixa E Equivalentes De Caixa	829	115	4	(2.200)	1.648	(1.149)
Caixa e equivalentes de caixa - Saldo inicial	10.156	8.501	13.808	38.297	33.750	73.466
Caixa e equivalentes de caixa - Saldo final	8.501	13.808	38.297	33.750	28.826	60.699
<b>Aumento (redução) das disponibilidades</b>	<b>(2.484)</b>	<b>5.192</b>	<b>24.485</b>	<b>(2.347)</b>	<b>(6.572)</b>	<b>(11.618)</b>