

## **Arezzo Indústria e Comércio S.A.**

*Relatório de Avaliação  
Econômico-Financeira da  
Vamoquevamo Empreendimentos e  
Participações S.A.*

*Data-base: 30 de junho de 2020*

*Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda.*

11 de Novembro de 2020

À  
**Arezzo Indústria e Comércio S.A.**

Att: Aline Ferreira Penna Peli

**Ref.: Relatório de Avaliação Econômico-Financeira da Vamoquevamo Empreendimentos e Participações S.A.**

Prezados Senhores,

Conforme solicitado por V.Sas. procedemos ao serviço de Avaliação Econômico-Financeira das operações consolidadas da Vamoquevamo Empreendimentos e Participações S.A. ("**Vamoquevamo**") holding controladora da Tiferet Comércio de Roupas Ltda. ("**Tiferet**") denominadas em conjunto como "**Grupo Reserva**" ou "**Empresa**", na data-base 30 de junho de 2020. Entendemos que o propósito deste estudo é subsidiar a Administração da Arezzo Indústria e Comércio S.A. ("**Arezzo&Co**") no âmbito do processo de aumento de capital decorrente da incorporação das ações da **Vamoquevamo** na **Arezzo&Co** ("**Transação**"), atendendo os requisitos do Art. Nº 252 e do Art. Nº 8 da Lei das S.A. (Lei nº 6.404/76).

Nenhum outro objetivo pode ser subentendido ou inferido, e este documento destina-se ao uso restrito de V.Sas. exclusivamente para a finalidade descrita acima.

## **METODOLOGIA**

Na avaliação do **Grupo Reserva** foi adotado o *Income Approach* (Método da Renda), baseado na metodologia do Fluxo de Caixa Futuro Descontado a Valor Presente. Esta metodologia de avaliação se baseia no conceito de que o valor econômico de um negócio em operação está diretamente relacionado ao valor presente dos fluxos de caixa líquidos gerados pela rentabilidade de suas operações no futuro.

### **Confidencial**

A Deloitte refere-se a uma firma-membro da Deloitte, uma de suas entidades relacionadas, ou à Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL"). Cada firma-membro da Deloitte é uma entidade legal separada e membro da DTTL. A DTTL não fornece serviços para clientes. Por favor, consulte [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) para saber mais.

A Deloitte é líder global em auditoria, consultoria empresarial, assessoria financeira, gestão de riscos, consultoria tributária e serviços correlatos. Nossa rede de firmas-membro, presente em mais de 150 países e territórios, atende a quatro de cada cinco organizações listadas pela Fortune Global 500®. Saiba como os 312.000 profissionais da Deloitte impactam positivamente seus clientes em [www.deloitte.com](http://www.deloitte.com).

## RESULTADO DA AVALIAÇÃO

Com base no escopo de nossas análises, metodologia adotada, premissas, considerações e informações obtidas durante a execução dos trabalhos, conforme detalhado neste Relatório, o valor econômico do **Grupo Reserva**, na data-base 30 de junho de 2020, encontra-se dentro do intervalo demonstrado a seguir:

(R\$ milhões)

<b>Resultado da Avaliação</b>			
Taxa de Desconto	13,09%	12,84%	12,59%
<b>Fluxo de Caixa a Valor Presente</b>	<b>177</b>	<b>180</b>	<b>183</b>
(+) Perpetuidade	523	552	583
<b>Valor Operacional da Empresa</b>	<b>700</b>	<b>732</b>	<b>766</b>
(+/-) Ajustes Econômicos	(20)	(20)	(20)
<b>Valor Econômico</b>	<b>681</b>	<b>713</b>	<b>747</b>
<b>Múltiplo Implícito</b>	<b>20,7x</b>	<b>21,7x</b>	<b>22,7x</b>
<hr/>			
% de Ações Incorporadas	66,98%	66,98%	66,98%
<b>Valor Econômico dos 66,98% das ações</b>	<b>456</b>	<b>477</b>	<b>500</b>

Permanecemos à inteira disposição de V.Sas. para quaisquer esclarecimentos adicionais.

Atenciosamente,

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU  
Consultores Ltda.



Marcela Yamamoto  
Sócia

# Índice

---

	Notas Importantes	04
	Informações sobre o Avaliador	07
	Breve Descrição das Empresas e da Transação Proposta	11
	Metodologia de Avaliação	19
	Documentos Recebidos	22
	Taxa de Desconto	25
	Premissas e Projeções	28
	Resultado da Avaliação	39
	Anexos	41
	I – Análise de Múltiplos	42
	II – Demonstração de Resultado Projetada	43
	III – Glossário e Fórmulas	45



# Notas Importantes





# Notas Importantes

1. A Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda. ("Deloitte Consultores") foi contratada pela Arezzo Indústria e Comércio S.A. ("**Arezzo&Co**" ou "**Cliente**") para preparar o presente relatório de avaliação econômico-financeira das operações consolidadas da Vamoquevamo Empreendimentos e Participações S.A. ("**Vamoquevamo**"), holding controladora da Tiferet Comércio de Roupas Ltda. ("**Tiferet**") denominadas em conjunto como "**Grupo Reserva**" ou "**Empresa**", na data-base 30 de junho de 2020. O objetivo do trabalho é subsidiar a Administração da **Arezzo&Co** no âmbito do processo de aumento de capital decorrente da incorporação das ações da **Vamoquevamo** na **Arezzo&Co** ("**Transação**"), atendendo os requisitos do Art. Nº 252 e do Art. Nº 8 da Lei das S.A. (Lei nº 6.404/76).
2. Na execução do trabalho, utilizamos como base, entre outras, as seguintes informações ou documentos disponibilizados pela Administração da **Arezzo&Co** e/ou dados públicos de mercado: (i) Demonstrações Financeiras auditadas do **Grupo Reserva** para os períodos findos em 31 de dezembro 2018 e 31 de dezembro de 2019 e 30 de junho de 2020; (ii) Balancete analítico do **Grupo Reserva** para os períodos findos em 31 de dezembro 2018, 31 de dezembro de 2019 e 30 de junho de 2020; (iii) Modelo de projeções contendo o *Business Plan* das operações consolidadas do **Grupo Reserva**, elaborado pela Administração da **Arezzo&Co** em conjunto com seu Financial Advisor; e (iv) discussões com a Administração da **Arezzo&Co** em relação ao desempenho passado e às expectativas futuras sobre os negócios do **Grupo Reserva**. O detalhamento dos documentos analisados está descrito no capítulo "Documentos Recebidos".
3. Nosso trabalho não incluiu a verificação independente dos dados e das informações fornecidas pela Administração da **Arezzo&Co** ou das informações fornecidas pela Administração da **Empresa** e não se constituiu em uma auditoria conforme as normas de auditoria geralmente aceitas. Sendo assim, não estamos expressando nenhuma opinião sobre tais informações ou sobre as demonstrações financeiras do **Grupo Reserva**.
4. As estimativas e projeções discutidas com a Administração da **Arezzo&Co**, especialmente aquelas cuja ocorrência dependem de eventos futuros e incertos, refletem a sua melhor avaliação a respeito do desempenho do **Grupo Reserva** e do seu respectivo mercado de atuação no futuro.
5. É importante enfatizar que a Deloitte Consultores não é responsável e não fornece garantias quanto à efetivação das projeções e estimativas apresentadas neste Relatório, pois estas estão consubstanciadas em perspectivas da Administração da **Arezzo&Co** em relação ao desempenho futuro do **Grupo Reserva**.
6. Este Relatório não representa uma proposta, solicitação, aconselhamento ou recomendação por parte da Deloitte Consultores de investimento, compra ou venda de ações da **Vamoquevamo**, sendo essa decisão de responsabilidade única e exclusiva da Administração da **Arezzo&Co**, de seus acionistas e dos acionistas do **Grupo Reserva**.



# Notas Importantes

7. As Administrações e acionistas da **Arezzo&Co** e do **Grupo Reserva** devem realizar suas próprias análises a fim de estabelecerem suas próprias opiniões sobre os riscos e benefícios da potencial **Transação**, incluindo a análise sobre a eventual relação de troca de ações e sobre o valor econômico do **Grupo Reserva**. Dessa forma, a Deloitte Consultores, seus sócios e colaboradores não se responsabilizam por perdas diretas ou indiretas, nem por lucros cessantes eventualmente decorrentes do uso deste Relatório.
8. Este Relatório foi preparado com o objetivo de subsidiar a Administração da **Arezzo&Co** no âmbito do processo de aumento de capital decorrente da incorporação das ações da **Vamoquevamo** na **Arezzo&Co** (“**Transação**”), atendendo os requisitos do Art. Nº 252 e do Art. Nº 8 da Lei das S.A. (Lei nº 6.404/76). Exceto para o propósito supracitado, esse relatório não se destina à circulação geral, tampouco pode ser reproduzido ou utilizado com outro propósito sem nossa prévia autorização por escrito. Não assumimos nenhuma responsabilidade ou contingências por danos causados ou por eventual perda incorrida por qualquer parte envolvida, como resultado da circulação, publicação, reprodução ou uso deste documento com outra finalidade diferente do definido neste Relatório e em nossa proposta técnica e comercial.
9. Neste Relatório, as partes que terão acesso ao Relatório no processo de incorporação, que não nossos contratantes, são denominadas como “Usuários”, os quais não poderão utilizar o resultado de nosso trabalho (Relatório) para seus benefícios próprios, tomada de decisão ou qualquer outra finalidade. É responsabilidade dos nossos contratantes dar ciência aos Usuários sobre as restrições de uso do Relatório e as condições de confidencialidade determinadas em nossa Proposta.
10. Reservamo-nos o direito de, mas não nos obrigamos a, revisar todos os cálculos incluídos ou referidos neste Relatório, se julgarmos necessário, e de revisar nossa estimativa quanto ao valor econômico das operações consolidadas do **Grupo Reserva**, caso tenhamos conhecimento posterior de informações não disponíveis por ocasião da emissão deste Relatório.
11. Nossa estimativa de valor é baseada, predominantemente, nas condições econômicas, mercadológicas, dentre outras, vigentes na data-base. Tais condições podem mudar de forma significativa em um período de tempo relativamente curto, no cenário atual de pandemia do COVID19. A situação e circunstâncias continuam evoluindo e ainda existem muitas incertezas quanto aos efeitos da pandemia do COVID19 sobre os negócios da **Empresa** e sobre as economias local e global, sendo a que a situação continuará mudando constantemente. Nosso trabalho é baseado em informações públicas disponíveis e outras informações fornecidas pela Administração da **Arezzo&Co**, em relação à expectativa dos efeitos que a pandemia terá sobre as operações do **Grupo Reserva**. Dessa forma, não é possível que nosso trabalho de *valuation* da **Empresa** identifique e quantifique todos os impactos das incertezas e implicações relacionadas à pandemia de COVID19. Eventuais mudanças nas condições de mercado podem afetar substancialmente as operações do **Grupo Reserva** e conseqüentemente nossa estimativa quanto a seu valor econômico. Exceto quando previamente acordado, a Deloitte Consultores não atualizará o trabalho desenvolvido por conta de eventos e informações subsequentes.



# Informações sobre o Avaliador





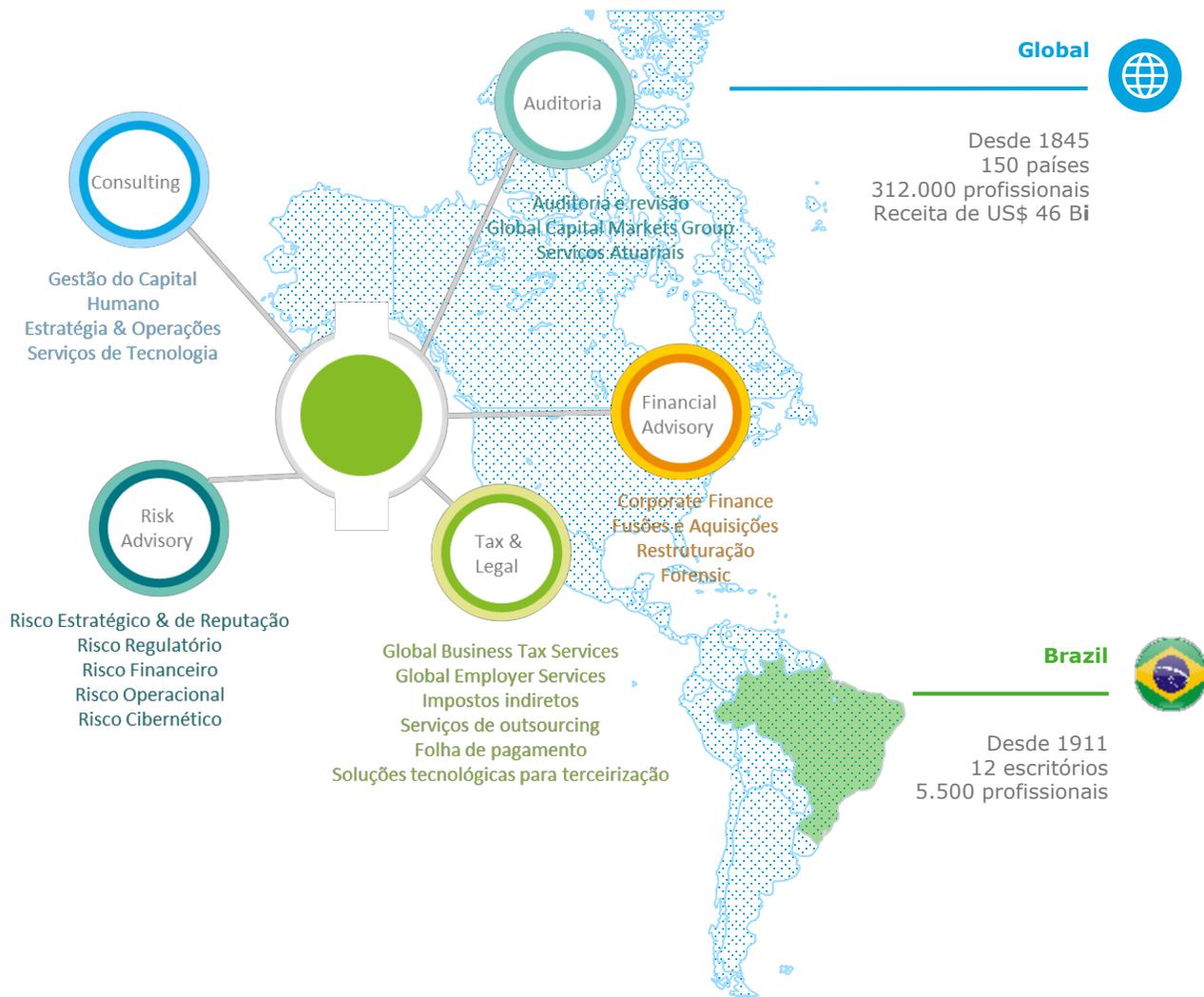
# Informações sobre o Avaliador

## A Deloitte

A história da Deloitte se confunde com a dos principais movimentos do ambiente de negócios ao longo de mais de um século e meio. William Welch Deloitte abre seu escritório em Londres em 1845 e inaugura as bases da moderna profissão de auditoria.

A Deloitte completou um século de atuação no País em 2011. Seus cerca de 5.500 profissionais são reconhecidos pela integridade, competência e habilidade em transformar seus conhecimentos em soluções para seus clientes. Suas operações cobrem todo o território nacional, a partir de escritórios em São Paulo, Belo Horizonte, Brasília, Campinas, Curitiba, Fortaleza, Joinville, Porto Alegre, Rio de Janeiro, Recife, Salvador e Ribeirão Preto.

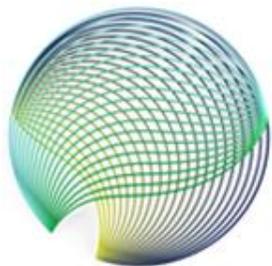
O propósito da Deloitte – *making impacts that matter* – nos remete à prioridade dos nossos profissionais, que é fazer o que realmente é importante, em três dimensões: os nossos clientes, os nossos próprios profissionais e a sociedade como um todo.





# Informações sobre o Avaliador

## Financial Advisory – Valuation&Modeling



Nosso grupo de Valuation&Modeling conta com cerca de 100 profissionais especializados em avaliação de empresas, modelagem financeira de negócios para tomada de decisão, avaliação de ativos intangíveis, tais como: marcas, carteiras de clientes, patentes, dentre outros, avaliação de ativos tangíveis, tais como: máquinas e equipamentos, edificações, terrenos, empreendimentos imobiliários, etc.

Nossos clientes são empresas nacionais e internacionais dos mais diversos segmentos de indústria.

### **Credenciais recentes de Avaliação de Empresas**

Ano	Empresa	Trabalho
2020	TOTVS S.A.	Avaliação da Linx S.A. para atendimento ao Art. 08 da Lei nº 6.404/76 (Lei das S.A.)
2020	Fras-le S.A.	Avaliação da Nakata Automotivos S.A. para atendimento à lei 6.404/76 (Lei das S.A.)
2018	Fras-le S.A.	Avaliação da Jofund S.A. para atendimento à lei 6.404/76 (Lei das S.A.)
2017	Plascar Participações Industriais S.A.	Elaboração de relatório de avaliação no âmbito de uma oferta pública de aquisição (OPA).
2012	Raia Drogasil S.A.	Avaliação para fins de suporte de relação de troca de ações.

### **Processo interno de revisão do Relatório**

O processo interno de elaboração e aprovação do Relatório incluiu a condução dos trabalhos por um time compreendendo consultor(es) e diretor, sob a direção geral de um sócio, que conduziram entrevistas com a Administração da **Arezzo&Co**. O trabalho final foi revisado por um segundo sócio não envolvido na execução dos trabalhos e na preparação do Relatório, bem como a revisão do modelo financeiro por um gerente sênior independente do projeto. A aprovação interna deste Relatório incluiu a revisão metodológica e de cálculos pela liderança da equipe envolvida no trabalho. A versão preliminar do Relatório foi submetida à aprovação da Administração da **Arezzo&Co** antes da sua emissão em formato final.

**Confidencial**

© 2020. Para mais informações, contate a Deloitte Touche Tohmatsu Limited.

Arezzo & Co S.A. 9



# Informações sobre o Avaliador

## Profissionais responsáveis pelo trabalho

### Marcela Yamamoto

**Partner – Valuation&Modeling**

Email: myamamoto@deloitte.com

#### Experiência profissional

Marcela é sócia da área de *Financial Advisory* da Deloitte de São Paulo. Ela iniciou sua carreira na área de auditoria, atuando em serviços de auditoria externa, tendo participado de processos de IPO e *Due Diligence*. Na área de *Corporate Finance*, participou de serviços de avaliação de negócios em processo de fusão, aquisição, avaliação de ativos intangíveis (PPA – *purchase price allocation*), elaboração de estudos de viabilidade, *Due Diligence* de modelos financeiros para a captação de financiamentos, modelagem financeira para suporte a concessões e privatizações (*Bid Support Advisory*) e processos de reestruturação de dívida em conjunto com a área de Reorganização da Deloitte.

#### Formação

- Bacharel em Administração de Empresas pela Fundação Getulio Vargas (EAESP);
- Pós-graduada em Economia pela Fundação Getulio Vargas (EAESP); e
- Módulo de mestrado em Economia na *Erasmus University of Rotterdam*.

### Luiz Paulo Pereira Assis

**Diretor – Valuation&Modeling**

Email: lpassis@deloitte.com

#### Experiência profissional

Luiz Paulo possui mais de 15 anos de experiência assessorando clientes, público e privado, em projetos de assessoria financeira, como: Privatizações (bancos e rodovias), Fusões e Aquisições (*buy-side* e *sell-side*), Oferta Pública de Ações, Estudos de Viabilidade e Análises Estocástica e de perfil de Risco para grandes projetos; além de atuar em diferentes indústrias, como: Serviços Financeiros, Energia, Infraestrutura, entre outras.

Luiz Paulo trabalhou por 2 anos na Deloitte USA como líder da área de *Modeling Advisory Practice* do escritório de Nova York, grupo de modelagem financeira especializado em desenvolver soluções para problemas complexos de negócios e fornecer *insights* para tomada de decisão.

#### Formação

- *Masters of Business Administration (MBA)* pela Columbia University, Nova York, USA;
- Candidato para o *Chartered Financial Analyst (CFA) Level III*, pelo *CFA Institute*; e
- Bacharel em Ciências Econômicas pela Fundação Armando Alvares Penteado (FAAP), São Paulo, Brasil.



# Breve Descrição das Empresas e da Transação Proposta





# Breve Descrição das Empresas e da Transação Proposta

## **Arezzo Indústria e Comércio S.A. (Adquirente)**

Fundada em 1972, a **Arezzo&Co** é uma empresa brasileira que atua no setor de calçados, bolsas e acessórios femininos. Com presença nacional, a **Arezzo&Co** fornece seus produtos por meio de 53 lojas próprias, 688 franquias, 3.968 lojas multimarcas e *web commerce*.

A **Arezzo&Co** atua nacionalmente através das marcas *Arezzo*, *Schutz*, *Anacapri*, *Alexandre Birman*, *Fiever*, *Alme* e *Vans* conforme detalhado a seguir. Além disso, a empresa conta com uma presença internacional através da comercialização dos produtos *Schutz* e *Alexandre Birman*.

- *Arezzo*: primeira marca da **Arezzo&Co**, atendendo a mulheres de todas as idades.
- *Schutz*: criada em 1995, a marca busca atender a mulher contemporânea.
- *Anacapri*: focada em sapatos *flats* (sem salto), criada em 2008.
- *Alexandre Birman*: a marca visa fornecer calçados femininos de luxo desde 2009.
- *Fiever*: criada em 2015 como uma alusão à marca FIVE (5ª marca da **Arezzo&Co**) e FEVER (febre em inglês) focada no público jovem.
- *Alme*: marca criada em 2018 visando atender à demanda por calçados confortáveis para todas as ocasiões.
- *Vans*: desde 2019, a **Arezzo&Co** anunciou um acordo com a *Vans* para distribuir com exclusividade os produtos no Brasil.

## **Vamoquevamo Empreendimentos e Participações S.A. (Target)**

Fundada em 2011 no Rio de Janeiro, a **Vamoquevamo** é uma *holding* constituída na forma de sociedade anônima de capital fechado e através da sua controlada **Tiferet** atua no setor de vestuário por meio dos canais de venda de varejo, atacado, digital (*e-commerce*) e franquias.

O **Grupo Reserva** conta com 76 lojas próprias, 32 franquias e aproximadamente 1.200 multimarcas em 2019, comercializando produtos das seguintes marcas:

- *Reserva*: marca direcionada para o público masculino.
- *Reserva Mini*: marca direcionada para o público infantil.
- *Eva*: marca direcionada para o público feminino.
- *Oficina*: marca direcionada para o público masculino em um segmento de roupas sociais.
- *Reserva Ink*: marca responsável pelo segmento de customização de roupas como por exemplo estampas de camisetas.
- *Reserva Go*: marca direcionada para calçados e acessórios.
- *Ahlma*: marca voltada para o público jovem e que foi descontinuada no início de 2020.

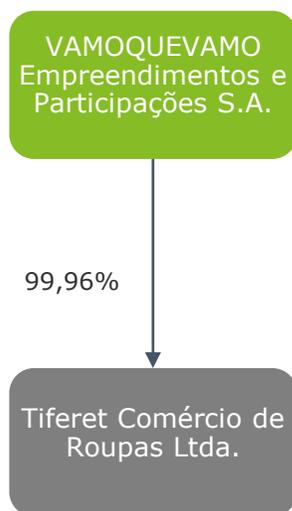


# Breve Descrição das Empresas e da Transação Proposta

## Vamoquevamo Empreendimentos e Participações S.A. (Target) (cont.)

O **Grupo Reserva** tem como atividades principais o comércio de varejo, atacado, a industrialização e confecção de roupas, artigos de vestuário, calçados, acessórios e móveis, bem como prestação de serviços de barbearia, promoção de eventos, comércio de cosméticos e produtos de perfumaria, licenciamento de marca e direitos de propriedade intelectual e concessão de franquias.

A seguir apresentamos o organograma do **Grupo Reserva**:



Fonte: Demonstrações Financeiras do **Grupo Reserva**.

## Descrição da Transação Proposta

Em linha com uma estratégia que busca complementar seus negócios no setor de moda e varejo, ampliar sua oferta de produtos e expandir seu portfólio de marcas buscando consolidar-se como uma *house of brands*, a **Arezzo&Co** anunciou ao mercado de 23 de outubro de 2020 que apresentou uma oferta para a aquisição do **Grupo Reserva**.

A possível **Transação** geraria um aumento de valor para a **Arezzo&Co** decorrente do compartilhamento de competências, além de possíveis sinergias advindas da aquisição do **Grupo Reserva**.

Segundo a Administração da **Arezzo&Co**, a possível aquisição do **Grupo Reserva** representaria um avanço para a **Arezzo&Co** na consolidação de sua plataforma de Moda & *Lifestyle* além de um ganho de mercado para a **Arezzo&Co**, considerando sua entrada em um novo segmento do mercado de vestuário e o acesso a um novo público-alvo.

As partes estabelecem, dentre outras matérias, os principais termos e condições para a combinação de negócios da Companhia e da Reserva, de forma que (i) a Companhia passe a ser a detentora direta da totalidade das ações de emissão da **Vamoquevamo**, (ii) a Companhia passe a ser a detentora indireta da totalidade das ações de emissão da **Tiferet**; e (iii) os acionistas do **Grupo Reserva**, conforme identificados no Acordo de Associação, em contrapartida à suas participações na **Vamoquevamo**, recebam uma parcela em dinheiro e participação societária na Companhia correspondente a aproximadamente 8,7% do capital social total da **Arezzo&Co**.



# Breve Descrição das Empresas e da Transação Proposta

## Demonstração do Resultados do Grupo Reserva (auditada)

(R\$ milhões)

Demonstração do Resultado	2018	2019	jan-jun/20
<b>Receita Bruta</b>	<b>355</b>	<b>391</b>	<b>105</b>
% Crescimento	n.a.	10,3%	-45,8%
<b>Deduções</b>	<b>(46)</b>	<b>(49)</b>	<b>(14)</b>
% Receita Bruta	-12,9%	-12,4%	-13,6%
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>309</b>	<b>342</b>	<b>91</b>
% Crescimento	n.a.	10,9%	-46,5%
<b>Custos e Despesas Operacionais</b>	<b>(289)</b>	<b>(317)</b>	<b>(117)</b>
% Receita Líquida	-94%	-93%	-128%
<b>EBITDA</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>(26)</b>
% Margem EBITDA	6%	7%	-28%
<b>EBITDA Ajustado<sup>12</sup></b>	<b>25</b>	<b>34</b>	<b>(24)</b>
% Margem EBITDA	8%	10%	-26%
. Depreciação e Amortização	(6)	(8)	(4)
. Receitas/(Despesas) financeiras	(1)	(4)	(3)
<b>Lucro / (Prejuízo) Antes do Imposto</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>(33)</b>
% Receita Líquida	4,0%	3,7%	-36,0%
. Imposto de Renda/Contribuição Social	1	1	10
% IR e CS	-6,6%	-10,3%	31,2%
<b>Lucro / (Prejuízo) Líquido do Exercício</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>(23)</b>
% Margem Líquida	4,3%	4,1%	-24,8%

Fonte: Demonstrações Financeiras auditadas do **Grupo Reserva**, para os períodos findos em dezembro de 2018 e 2019 e 30 de junho de 2020.

<sup>1</sup>EBITDA Ajustado desconsiderando-se o resultado gerencial da marca Ahlma.

<sup>2</sup>Além do resultado negativo da marca Ahlma que foi descontinuada em 2020, o EBITDA histórico foi impactado pelo resultado negativo da marca Eva. De acordo com as informações gerenciais da Administração da **Arezzo&Co**, o valor do EBITDA Ajustado, desconsiderando-se o resultado negativo da marca EVA, foi de R\$ 37 milhões em 2018, R\$ 45 milhões em 2019 e -R\$ 17 milhões em 2020.

## Sumário das informações financeiras históricas

O crescimento da receita entre 2018 e 2019 reflete a implementação da estratégia de expansão e o desempenho positivo das lojas próprias e dos canais digitais implementada pela **Empresa**.

Em 2020, a pandemia do COVID 19 impactou substancialmente os resultados do **Grupo Reserva**, levando a uma redução de receita líquida e consequente redução de margem bruta e margem EBITDA.

O **Grupo Reserva** passou a adotar o IFRS16 para contabilização de direitos de uso e passivo de arrendamento nas demonstrações financeiras, a partir de 2019, conforme requerido pelas práticas contábeis adotadas no Brasil. Os números de EBITDA não contemplam a reversão da depreciação relacionada ao IFRS 16.

Além disso, os resultados do **Grupo Reserva** são fortemente impactados pela sazonalidade das vendas onde há uma aumento relevante ao final do ano com os períodos de festas e eventos como a *Black Friday*. A receita registrada no mês de dezembro dos anos de 2018 e 2019 representou, respectivamente, 18,9% e 18,3% da receita bruta total de cada ano.

O **Grupo Reserva** usufrui de um benefício de ICMS concedido pelo governo do estado do Rio de Janeiro em decorrência da Lei da Moda, esse benefício fica registrado como um receita de subvenção e consiste no recolhimento de ICMS relativo aos estabelecimentos industriais da Companhia (confecção e estamparia) com base na diferença dos débitos das saídas subtraídos os créditos das entradas ao invés do regime normal de apuração.



# Breve Descrição das Empresas e da Transação Proposta

## Demonstração do Resultados do Grupo Reserva (auditada)

(R\$ milhões)

Demonstração do Resultado	2018	2019	jan-jun/20
<b>Receita Bruta</b>	<b>355</b>	<b>391</b>	<b>105</b>
% Crescimento	n.a.	10,3%	-45,8%
<b>Deduções</b>	<b>(46)</b>	<b>(49)</b>	<b>(14)</b>
% Receita Bruta	-12,9%	-12,4%	-13,6%
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>309</b>	<b>342</b>	<b>91</b>
% Crescimento	n.a.	10,9%	-46,5%
<b>Custos e Despesas Operacionais</b>	<b>(289)</b>	<b>(317)</b>	<b>(117)</b>
% Receita Líquida	-94%	-93%	-128%
<b>EBITDA</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>(26)</b>
% Margem EBITDA	6%	7%	-28%
<b>EBITDA Ajustado<sup>12</sup></b>	<b>25</b>	<b>34</b>	<b>(24)</b>
% Margem EBITDA	8%	10%	-26%
. Depreciação e Amortização	(6)	(8)	(4)
. Receitas/(Despesas) financeiras	(1)	(4)	(3)
<b>Lucro / (Prejuízo) Antes do Imposto</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>(33)</b>
% Receita Líquida	4,0%	3,7%	-36,0%
. Imposto de Renda/Contribuição Social	1	1	10
% IR e CS	-6,6%	-10,3%	31,2%
<b>Lucro / (Prejuízo) Líquido do Exercício</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>(23)</b>
% Margem Líquida	4,3%	4,1%	-24,8%

Fonte: Demonstrações Financeiras auditadas do **Grupo Reserva**, para os períodos findos em dezembro de 2018 e 2019 e 30 de junho de 2020.

<sup>1</sup>EBITDA Ajustado desconsiderando-se o resultado gerencial da marca Ahlma.

<sup>2</sup>Além do resultado negativo da marca Ahlma que foi descontinuada em 2020, o EBITDA histórico foi impactado pelo resultado negativo da marca Eva. De acordo com as informações gerenciais da Administração da **Arezzo&Co**, o valor do EBITDA Ajustado, desconsiderando-se o resultado negativo da marca EVA, foi de R\$ 37 milhões em 2018, R\$ 45 milhões em 2019 e -R\$ 17 milhões em 2020.

## Sumário das informações financeiras históricas

O recolhimento é calculado através de alíquota de 2,5% sobre o total das saídas, além do adicional de 3% sobre as remessas para industrialização fora do Estado do Rio de Janeiro. A receita com subvenção reduz as deduções sobre a receita bruta, de modo que as deduções sobre a Receita Bruta, publicadas nas demonstrações financeiras do **Grupo Reserva** encontram-se líquida desse benefício de ICMS.

A margem de EBITDA de 2018 e 2019 foi negativamente afetada pelo desempenho da marca Ahlma que impactou o EBITDA do **Grupo Reserva** em R\$ 6.793 milhões em 2019. O EBITDA ajustado desconsiderando-se o resultado negativo da marca uma vez que ela não obteve o retorno esperado e, portanto, foi descontinuada.

Ainda devido à pandemia do COVID 19 e fechamento temporário do comércio, o **Grupo Reserva** adotou em 2020 várias medidas em diversas frentes que impactaram e reduziram as despesas operacionais como por exemplo a adoção da MP 651 sobre a folha de pagamento, redução de despesas recorrentes, negociação com clientes de franquias e de atacado (multimarcas), negociação com fornecedores e renegociação de aluguéis.

Vale ressaltar que devido à concentração das receitas no fim do ano, o EBITDA do período é diretamente afetado, sendo que nos meses de dezembro de 2018 e dezembro de 2019 representaram respectivamente 40,4% e 50,3% do EBITDA de cada ano respectivamente.



# Breve Descrição das Empresas e da Transação Proposta

## Balanco Patrimonial do Grupo Reserva (auditado)

(R\$ milhões)

<b>Ativo</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>Data Base 30/06/2020</b>
Caixa e equivalentes de caixa	16	12	80
Contas a receber	87	98	42
Adiantamentos	3	4	5
Tributos a recuperar	6	3	2
Estoques	74	94	78
Instrumentos financeiro derivativos	1	1	5
Outros valores a receber	0	1	0
<b>Total do ativo circulante</b>	<b>187</b>	<b>213</b>	<b>212</b>
IR e CSLL diferidos	7	9	19
Outros valores a receber	0	1	1
<b>Total do realizável a longo prazo</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>20</b>
Imobilizado Líquido	22	70	66
Intangível Líquido	5	7	7
<b>Total do permanente</b>	<b>27</b>	<b>76</b>	<b>72</b>
<b>Ativo total</b>	<b>221</b>	<b>299</b>	<b>304</b>

Fonte: Demonstrações Financeiras auditadas do **Grupo Reserva**, para os períodos findos em dezembro de 2018 e 2019 e 30 de junho de 2020.

## Sumário das informações financeiras históricas (cont.)

O aumento do saldo de caixas e equivalentes de caixa e de empréstimos e financiamentos entre os períodos de dezembro de 2019 e junho de 2020 está ligado às ações tomadas para enfrentamento da pandemia do COVID 19. Foram feitas novas captações de empréstimos para funcionar como um seguro de caixa durante o período de quarentena, as quais aumentaram o caixa da **Empresa**.

Contas a receber se referem aos saldos a receber das vendas realizadas pelo **Grupo Reserva**, as quais são pulverizadas, não havendo cliente que isoladamente represente mais de 10% do saldo de contas a receber por período. Os saldos de contas a receber são maiores no fim do ano em função da sazonalidade das vendas que é concentrada nesse período.

Os adiantamentos são referentes a obras em andamento relativas as novas lojas ou revitalização de existentes, fornecedores de matéria-prima, importações, devoluções de compras e outros. O aumento no saldo em junho de 2020 se deve aos impactos da quarentena. Como o centro de distribuição do **Grupo Reserva** ficou fechado isso acarretou na demora para cobrar os produtos enviados com defeitos e/ou receber os produtos consertados de seus fornecedores de produtos ou matéria-prima que chegam com defeito.

Tributos a recuperar refere-se, sobretudo, a saldos de ICMS e IRPJ e CSLL. A parcela maior refere-se a ICMS a recuperar o qual reflete o impacto da contabilização do efeito da Lei da Moda.



# Breve Descrição das Empresas e da Transação Proposta

## Balanco Patrimonial do Grupo Reserva (auditado)

(R\$ milhões)

<b>Ativo</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>Data Base 30/06/2020</b>
Caixa e equivalentes de caixa	16	12	80
Contas a receber	87	98	42
Adiantamentos	3	4	5
Tributos a recuperar	6	3	2
Estoques	74	94	78
Instrumentos financeiro derivativos	1	1	5
Outros valores a receber	0	1	0
<b>Total do ativo circulante</b>	<b>187</b>	<b>213</b>	<b>212</b>
IR e CSLL diferidos	7	9	19
Outros valores a receber	0	1	1
<b>Total do realizável a longo prazo</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>20</b>
Imobilizado Líquido	22	70	66
Intangível Líquido	5	7	7
<b>Total do permanente</b>	<b>27</b>	<b>76</b>	<b>72</b>
<b>Ativo total</b>	<b>221</b>	<b>299</b>	<b>304</b>

Fonte: Demonstrações Financeiras auditadas do **Grupo Reserva**, para os períodos findos em dezembro de 2018 e 2019 e 30 de junho de 2020.

## Sumário das informações financeiras históricas (cont.)

O saldo de estoques normalmente sofre um aumento em outubro para atender a sazonalidade das vendas na virada de coleção e datas festivas como *Black Friday* e festas de fim de ano.

O saldo de IR e CSLL diferidos é composto principalmente por prejuízos fiscais e diferenças temporárias. O **Grupo Reserva** constitui imposto diferido sobre despesas temporárias do exercício.

O imobilizado é composto por benfeitorias em imóveis de terceiros, móveis e utensílios, máquinas e equipamentos, equipamentos de processamento eletrônico de dados, instalações e direito de uso.

A partir de janeiro de 2019, o **Grupo Reserva** passou a adotar o IFRS 16 - Arrendamento Mercantil. Dessa forma, no imobilizado, está sendo registrado o valor referente aos contratos de direito de uso dos ativos e que vem sendo amortizado pelo prazo dos contratos. No passivo circulante e não-circulante, a Companhia registra os valores a pagar referentes aos contratos de locação.



# Breve Descrição das Empresas e da Transação Proposta

## Balanco Patrimonial do Grupo Reserva (auditado)

(R\$ milhões)

<b>Passivo</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>Data Base 30/06/2020</b>
Fornecedores	25	30	13
Empréstimos e financiamentos	6	17	38
Salários, encargos e benefícios	18	19	12
Tributos a recolher	8	6	1
Arrendamentos a pagar	-	14	12
Instrumentos financeiros derivativos	-	0	-
Outras contas a pagar	13	13	10
<b>Total do passivo circulante</b>	<b>71</b>	<b>99</b>	<b>86</b>
Empréstimos e financiamentos	16	25	63
Provisão para contingências	0	4	3
Arrendamentos a pagar	-	29	29
Outras contas a pagar	-	-	4
<b>Total do exigível a longo prazo</b>	<b>16</b>	<b>57</b>	<b>99</b>
Capital social	1	1	1
(-) Cotas em tesouraria	-	(0)	(0)
Reserva de capital	34	34	34
Reserva legal	0	0	0
Reserva de retenção de lucros	104	111	83
Transação com não controladores	(5)	(4)	(0)
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>135</b>	<b>142</b>	<b>118</b>
<b>Passivo Total</b>	<b>221</b>	<b>299</b>	<b>304</b>

Fonte: Demonstrações Financeiras auditadas do **Grupo Reserva**, para os períodos findos em dezembro de 2018 e 2019 e 30 de junho de 2020.

## Sumário das informações financeiras históricas (cont.)

O saldo de fornecedores refere-se à fornecedores nacionais e estrangeiros de matéria-prima, produtos e serviços, e não há fornecedor que isoladamente represente mais de 20% do saldo de fornecedores por período. Essa linha foi afetada pela pandemia do COVID 19, diminuindo seu saldo em junho de 2020 devido ao fechamento de lojas físicas e consequente redução de compras, além da renegociação de prazos com fornecedores com alterações nas datas de vencimentos e descontos no pagamento.

A dívida do **Grupo Reserva** entre dezembro de 2018 e dezembro de 2019 aumentou devido principalmente à captação de novos empréstimos como medida de enfrentamento à pandemia. Do total de R\$101 milhões de reais relativos ao saldo de empréstimos e financiamentos em junho de 2020, a maior parte refere-se a montante a pagar em prazo acima de 12 meses.

Outros itens do passivo referem-se principalmente a saldos de tributos parcelados, instrumentos financeiros derivativos e provisão para contingências.

O **Grupo Reserva** aproveitou o auxílio decorrente da pandemia do COVID 19 para aderir ao parcelamento de tributos e postergar seus pagamentos.



# Metodologia de Avaliação





# Metodologia de Avaliação

	<i>Income Approach</i>	<i>Asset Approach</i>	<i>Market Approach</i>
<b>Aplicação</b>	Adotado quando há expectativas de continuidade do empreendimento, visando seu potencial de gerar lucros futuros.	Adotado na avaliação de empresa "holding" (não operacional) ou empresa incapaz de gerar retorno, devendo o negócio ser liquidado.	Adotado quando há expectativas de continuidade do empreendimento, visando seu potencial de gerar lucros futuros.
<b>Enfoques</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Fluxo de caixa futuro, gerado pelas operações da empresa, descontados a valor presente;</li><li>Capitalização dos lucros, onde os lucros históricos normalizados são capitalizados por índice (taxa de capitalização).</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Avaliação dos ativos e passivos a valor de realização ou mercado, ajustando o patrimônio líquido da empresa.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Múltiplos de mercado, obtidos no mercado de capitais (ex. Preço da ação por lucro);</li><li>Múltiplos de transações realizadas no passado, de empresas que possam ser comparáveis, obtendo o preço pago por vendas, EBITDA, etc.</li></ul>
<b>Principais Vantagens</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Os aspectos relevantes e intrínsecos ao negócio são considerados;</li><li>Método aceito mundialmente como o mais completo e adequado.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Simplicidade na aplicação.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Obtenção de parâmetros de mercado;</li><li>Melhor indicativo de valor quando é adquirido o controle acionário.</li></ul>
<b>Principais Desvantagens</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Alto grau de subjetividade nas premissas e projeções;</li><li>Cálculo de taxa de desconto apropriada;</li><li>Valor residual relevante (perpetuidade).</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Não reflete o potencial de valor do negócio;</li><li>Dificuldade em se avaliar os ativos intangíveis.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Indisponibilidade de dados públicos;</li><li>Dificuldade na análise da comparabilidade dos dados coletados;</li><li>Dificuldade na definição da amostra.</li></ul>

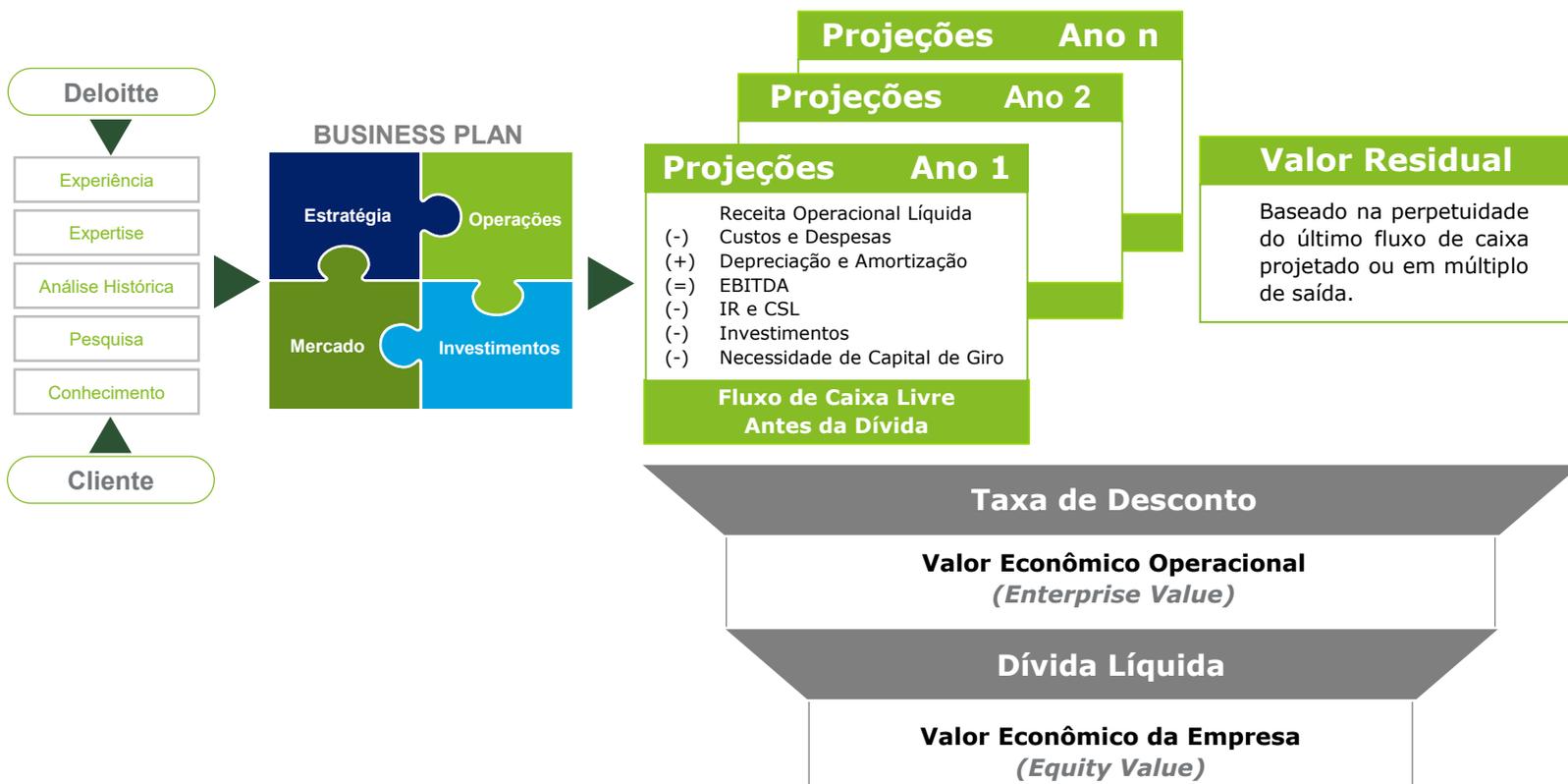


# Metodologia de Avaliação

## Fluxo de Caixa Futuro Descontado a Valor Presente

Considerando o objetivo do estudo, as expectativas de geração de lucros e caixa no futuro e ainda que os acionistas da **Empresa** não têm intenção de encerrar suas atividades operacionais, foi adotado na avaliação do **Grupo Reserva** o *Income Approach*, baseado na metodologia do fluxo de caixa futuro descontado a valor presente, conforme apresentado a seguir:

Este método considera que o valor econômico de um negócio está diretamente relacionado ao valor presente dos fluxos de caixa líquidos gerados pela lucratividade de suas operações no futuro.





# Documentos Recebidos





# Documentos Recebidos

Considerando as limitações de acesso à informação e à Administração do **Grupo Reserva**, durante o processo de avaliação, baseamos as estimativas e projeções em informações públicas e em informações fornecidas pela Administração da **Arezzo&Co**. Essas informações e documentos fornecidos pela Administração da **Arezzo&Co** incluem, dentre outros, os seguintes:

- Demonstrações Financeiras consolidadas auditadas da **Vamoquevamo** para os períodos findos em 31 de dezembro 2018 e 31 de dezembro de 2019 e 30 de junho de 2020.
- Balancete analítico do **Grupo Reserva** para os períodos findos em 31 de dezembro 2018, 31 de dezembro de 2019 e 30 de junho de 2020.
- Demonstrações financeiras gerenciais do **Grupo Reserva** para o anos de 2018 e 2019 elaboradas pelo banco Itaú e contendo o resultado operacional separado entre as marcas Reserva (inclui as marcas Reserva, Mini, Oficina, Go e Ink), Eva e Ahlma.
- EBITDA pro forma histórico normalizado, desconsiderando-se a resultado negativo das marcas Ahlma e Eva e os efeitos do IFRS 16 (despesas de aluguel foram deduzidas do EBITDA contábil).
- Modelo de projeções contendo o *Business Plan* e o cálculo do valor econômico (*valuation*) das operações consolidadas do **Grupo Reserva**, elaborado pela Administração da **Arezzo&Co** e por seu *Financial Advisor*.
- Projeção das receitas do **Grupo Reserva** segregadas por canal de venda e por marca.
- Perspectivas da Administração da **Arezzo&Co** e do **Grupo Reserva** em relação à descontinuidade das operações das marcas deficitárias (Ahlma).
- Racional das premissas utilizadas para a projeção do fluxo de caixa do **Grupo Reserva**, incluindo crescimento de receita, estratégia de marca e franquias, expectativa de sinergias de redução de estrutura de *back office*, capex para expansão e manutenção das lojas, otimização da negociação de taxas de cartão de crédito, de juros e de IOF, e internalização do licenciamento de calçados.
- Perspectivas da Administração em relação ao benefício fiscal da Lei da Moda e em relação aos benefícios atualmente utilizados pela **Arezzo&Co** e pelo setor de moda.
- Informações sobre a estrutura pretendida para a **Transação** e Fato Relevante divulgado pela Administração da **Arezzo&Co** em 23 de outubro de 2020.
- Planilha contendo o racional de cálculo para a taxa de desconto utilizada pela **Arezzo&Co**.
- Saldo dos empréstimos e financiamentos do **Grupo Reserva** na data-base.
- Saldo contábil dos ativos intangíveis e imobilizados na data-base, bem como as respectivas taxas de amortização e depreciação.
- Saldo de benefício fiscal acumulado e base negativa de contribuição social na data-base.
- Informações sobre a Lei da Moda e a não tributação da receita de subvenção.
- Informações histórica sobre investimentos em manutenção e expansão (CAPEX).



# Documentos Recebidos

- Número de ações da **Grupo Reserva** que serão incorporadas a **Arezzo&Co** e percentual correspondente ao capital total (66,984793%).

As informações e documentos públicos consultados incluem, dentre outros, os seguintes:

- Relatórios de analistas de mercado (*equity research*) de alguns bancos que cobrem a **Arezzo&Co** e outras empresas semelhantes no mercado de varejo de moda, sendo: J.P. Morgan, Morgan Stanley e Credit Suisse.
- Banco Central do Brasil (BACEN) para obter as projeções de indicadores macroeconômicos.
- Banco de dados Deloitte Consultores e outras informações públicas.

Adicionalmente, foram realizadas discussões com a Administração da **Arezzo&Co**, buscando informações que permitissem melhorar o entendimento do processo operacional do **Grupo Reserva** e dos ativos intangíveis adquiridos, bem como para discutir as principais premissas e considerações que balizaram as análises e estimativas do valor justo dos ativos tangíveis e intangíveis do **Grupo Reserva**.



# Taxa de Desconto





# Taxa de Desconto

## Taxa de Desconto

$$\text{WACC}^* = \text{Ke}(E/(E+D)) + \text{Kd}(1-\text{tributos})(D/(D+E))$$

$$\text{CAPM}^{**} = \text{Rf} + \beta(\text{ERP}) + \text{CRP} + \text{SP} + \text{CSR}$$

Taxa Livre de Risco (Rf)	1,76% (a)
Prêmio de Mercado (ERP)	6,75% (b)
Beta $\beta$	0,82 (c)
Risco País (CRP)	2,24% (d)
Prêmio pelo Tamanho da Empresa (SP)	1,75% (e)

**Custo do Capital Próprio (CAPM) Nominal - US\$ 11,25%**

Taxa de Inflação Projetada (US\$)	1,61% (f)
Taxa de Inflação Projetada (R\$)	3,50% (g)

**Custo do Capital Próprio Nominal (Ke) - R\$ 13,31%**

**Custo do Capital de Terceiros Nominal (Kd)\*\*\* - R\$ 6,59% (h)**

Participação do Capital Próprio (E)	93,1% (i)
Participação do Capital de Terceiros (D)	6,9% (i)

**WACC Nominal - R\$ 12,85%**

\*Custo Médio Ponderado de Capital

\*\*Modelo de Precificação de Ativos de Capital

\*\*\*Líquido de Imposto de Renda e Contribuição Social

## Notas:

- Representa o retorno requerido pelo investidor para investimentos em títulos conceitualmente sem risco (*Risk Free*). Foi adotado como parâmetro de taxa livre de risco a média aritmética histórica dos últimos 12 meses das taxas oferecidas pelo Governo norte-americano (T-Bond norte-americano de 20 anos). Fonte: Capital IQ, U.S. *Department of the Treasury* e Análises Deloitte.
- Representa o retorno acima da taxa livre de risco que o investidor exige para investir (estar exposto ao risco) no mercado de capitais (*Equity Risk Premium*), devido a seu risco inerente. Foi adotado o prêmio médio verificado para as ações de grandes empresas americanas desde 1926. Fonte: Análises Deloitte.
- Representa a medida do risco da empresa ou do setor em análise. Para o cálculo do Beta, foi utilizado o Beta desalavancado médio de empresas que atuam no mesmo segmento do **Grupo Reserva**, com base na estrutura de capital destas empresas e taxas de imposto de renda vigentes nos respectivos países de origem. Esse Beta médio foi realavancado utilizando-se a estrutura de capital média do mercado e a taxa média de Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) vigente no Brasil. Fonte: Capital IQ e Análises Deloitte.
- Representa o prêmio adicional exigido pelo investidor institucional para investir no Brasil (*Country Risk Premium*). Foi adotado como prêmio, a média aritmética do spread dos últimos 12 meses praticado entre os títulos do Governo brasileiro e do Governo norte-americano de prazo similar. Fonte: Análises Deloitte.



# Taxa de Desconto

## Notas (Cont.):

- e. Representa o prêmio adicional exigido pelo investidor institucional conforme o tamanho da empresa (size premium). Foi adotado o prêmio médio verificado para as ações (valorização e dividendos pagos) de pequenas empresas americanas desde 1926. Fonte: Análises Deloitte.
- f. Representa o índice projetado de inflação anual de longo prazo norte-americano (1,61%) calculado com base na expectativa embutida de inflação nos títulos de longo prazo (T-Bond norte-americano de 20 anos) oferecidos pelo Governo norte-americano, que possuem rendimento indexado ao CPI (Consumer Price Index). Fonte: Capital IQ, *U.S. Department of the Treasury* e Análises Deloitte.
- g. Representa a taxa de inflação brasileira anual de longo prazo, estimada de acordo com expectativas de mercado publicadas no Relatório Focus publicado pelo Banco Central do Brasil (Bacen). Fonte: Banco Central do Brasil em 30/06/2020.
- h. O custo de capital de terceiros nominal do **Grupo Reserva** foi calculado com base no seu custo médio de captação, líquido de IR/CSLL. Fonte: Demonstrações Financeiras do **Grupo Reserva** e Análises Deloitte.
- i. Para o cálculo da alavancagem financeira, foi considerada a média aritmética da relação *debt/equity* para uma amostra de Empresas comparáveis do mesmo segmento. Fonte: Capital IQ e Análises Deloitte.



# Premissas e Projeções





# Premissas e Projeções

## Premissas Gerais

A seguir, estão apresentadas as principais premissas adotadas no presente estudo:

- A data-base da avaliação é 30 de junho de 2020.
- Os valores estão expressos em milhões de Reais (R\$ milhões), exceto quando outra unidade for indicada.
- As projeções foram realizadas em termos nominais em Reais, ou seja, contemplam expectativas inflacionárias no período projetivo.
- Foi considerado um horizonte projetivo compreendido entre 1º de julho de 2020 e 31 de dezembro de 2029.
- Para o cálculo do valor residual, foi considerado o valor presente da perpetuidade do fluxo de caixa projetado para o último ano, ajustado para os níveis requeridos de capital de giro e CAPEX, considerando-se um crescimento nominal de 5,5% a.a.
- Esta avaliação reflete a projeção dos resultados operacionais consolidados do **Grupo Reserva**, sendo que os ativos e passivos não operacionais foram somados ou deduzidos do valor das operações do **Grupo Reserva**.
- As projeções foram realizadas com base nas perspectivas da Administração da **Arezzo&Co**, suportada por seu *financial advisor*, em relação ao desempenho futuro das operações do **Grupo Reserva** e as potenciais sinergias que podem ser geradas pela **Transação**.

- As premissas macroeconômicas adotadas nas projeções estão apresentadas a seguir:

Indicadores	2020	2021	2022	2023	2024 em diante
IPCA	1,63%	3,00%	3,50%	3,50%	3,50%
IGP-M	6,15%	4,00%	3,90%	3,50%	3,50%
Selic	2,92%	2,40%	3,35%	3,92%	3,92%

Fonte: Banco Central do Brasil em 30/06/2020.



# Premissas e Projeções

## Receita Bruta

### Receita Bruta

A Receita Bruta do **Grupo Reserva** é composta pelas receitas dos canais de vendas de varejo (lojas próprias), atacado (multimarcas), franquias, *e-commerce*, licenciamento de calçados e outras.

- A crescimento da receita do **Grupo Reserva** nos últimos anos tem sido impulsionado principalmente pela venda de produtos para o consumidor final através do canal de varejo (lojas próprias).
- Para o primeiro semestre de 2020 a receita do **Grupo Reserva** foi afetada pelos impactos da pandemia do COVID 19 e da quarentena imposta pelo Governo, fechando temporariamente lojas nos canais de varejo, atacado e franquias. Em contrapartida, a receita do canal de *e-commerce* foi impulsionada durante o período de quarentena com a maior adesão do consumidor às compras *online*.
- As vendas do **Grupo Reserva** apresentam sazonalidade e são concentradas principalmente no 2º semestre com a “*Black Friday*” e com as festas de final de ano.

As receitas do **Grupo Reserva** foram projetadas separadamente, considerando-se:

- Varejo (lojas próprias):
  - O varejo é o maior canal de venda do **Grupo Reserva**. Na projeção das lojas Reserva considerou-se a migração de alguns pontos de varejo para o modelo de franquias e atacado (multimarcas).

- Além da marca Reserva, o canal de varejo engloba as marcas Reserva Mini, Oficina, Reserva Ink e Eva. Para essas marcas a projeção reflete o crescimento do número de lojas próprias da Reserva Mini, da Oficina e da Eva até 2023, com um aumento de 14 novas lojas, além das 24 já existentes entre essas três marcas.
- A partir de julho de 2020 a receita de varejo foi projetada considerando-se o estágio de maturidade das lojas, vendas anuais por loja e número de lojas projetado com base no plano de expansão, de acordo com expectativas da Administração da **Arezzo&Co**, como apresentado abaixo:
  - Reserva: migração de 5 lojas de varejo por ano (entre 2022 e 2025) para o modelo de franquias.
  - Reserva Mini: abertura de 5 lojas próprias entre 2021 e 2022.
  - Eva: abertura de 2 lojas entre 2021 e 2022.
  - Oficina: abertura de 3 lojas próprias em 2021 e de 2 lojas por ano entre 2022 e 2023.
- Atacado (multimarcas):
  - O canal de atacado corresponde à venda dos produtos para lojas multimarcas, as quais revendem para seus clientes.
  - A partir do segundo semestre de 2020 projetou-se o início da recuperação das vendas no canal de atacado, com a reabertura do comércio. Entre 2022 e 2025 é esperada uma média de crescimento real de aproximadamente 11%, de acordo com plano de expansão desse canal através de investimentos no reconhecimento da marca, atingindo no longo prazo um crescimento de aproximadamente 6%.



# Premissas e Projeções

## Receita Bruta

### Receita Bruta (cont.)

- Franquias:

- As franquias são lojas com vendas exclusivas das marcas do **Grupo Reserva**.
- A receita de franquias foi separada em *Sell-in* que corresponde às vendas para as unidades franqueadas e em *royalties* que representam 10% sobre as vendas dos franqueados.
- A partir de julho de 2020 o crescimento da receita de franquias está baseada na abertura de novas lojas e migração de lojas próprias para esse canal, de acordo com expectativas da Administração da **Arezzo&Co**. É esperado um aumento de 55 novas lojas de franquias entre 2021 e 2025, totalizando 87 lojas nessa modalidade, no longo prazo.

- E-commerce:

- O canal de *e-commerce* é o canal digital de vendas. Esse canal foi impulsionado pela mudança de comportamento de compra durante a pandemia e a receita de e-commerce no primeiro semestre de 2020 teve um aumento de aproximadamente 136% quando comparado com primeiro semestre de 2019, o que ajudou a **Empresa** reverter parte das perdas de faturamento dos seguimentos de atacado, varejo e franquias, durante o período de *lockdown*.
- A projeção de receita para a linha de e-commerce está baseada na conversão de vendas por visita do canal digital e o ticket médio do canal. Em 2021, projeta-se uma redução da receita desse canal com a normalização do efeito da pandemia e *lockdown*, verificados no ano de 2020.

- A partir de 2022, a Administração da **Arezzo&Co** projeta que o canal Digital será um dos catalizadores de crescimento do **Grupo Reserva** estimando crescimento médio anual de aproximadamente 20% a.a. até 2025 e atingindo um crescimento de longo prazo de 8% em 2029.

- Licenciamento/calçados:

- O canal de licenciamento é composto por *royalties* pelo uso da marca em produtos comercializados por terceiros, principalmente calçados.
- A Administração da **Arezzo&Co** entende que a operação de licenciamento será descontinuada no final de 2020 com o vencimento do contrato com o principal licenciado e internalização da operação de calçados. Portanto, a receita bruta dessa linha foi projetada apenas de julho à dezembro de 2020 com base no volume verificado historicamente.
- A partir de 2021 considerou-se a internalização das receitas de venda de calçados da marca Reserva, ou seja, a comercialização e responsabilidade pelo *sourcing* da mercadoria será do **Grupo Reserva**.
- Para a internalização do licenciamento de calçados a projeção foi baseada no número de POS (*Point of sale*) e no total de vendas vinculados à marca Reserva nas modalidades franquia e atacado (multimarcas). A receita de internalização foi corrigida pela inflação de longo prazo durante o período projetivo.



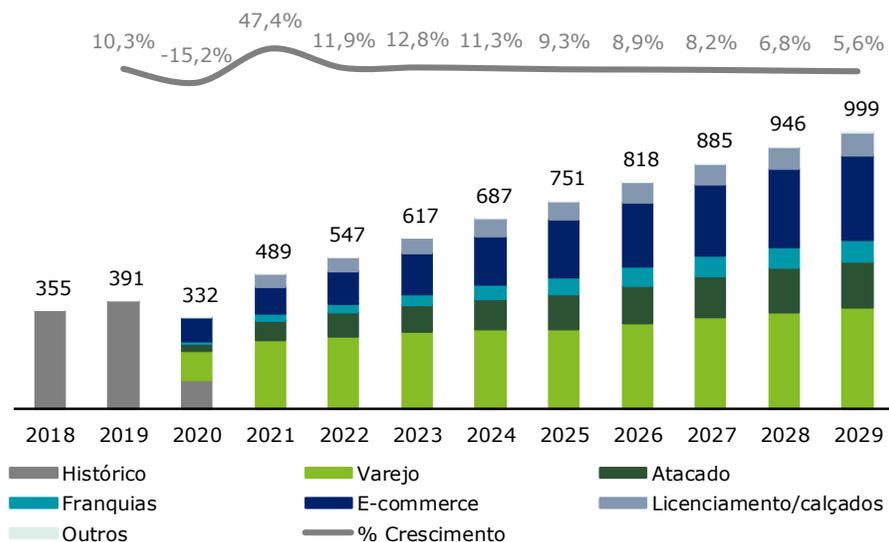
# Premissas e Projeções

## Receita Bruta e Deudções

### Receita Bruta (cont.)

- Outras:
- As outras receitas são compostas pelo canal de venda direta, de serviços e de empresas. A venda direta é a uma iniciativa da Oficina Reserva com vendas ao consumidor final através de representantes. Serviços refere-se a consertos de roupas e outros, e a linha de empresas é constituída por vendas corporativas.
- A projeção da linha de outros foi baseada no crescimento em termos reais de 2,0% de 2020 até 2025. Após 2025, a linha de outros foi projetada aplicando a inflação do período sem crescimento em termos reais.

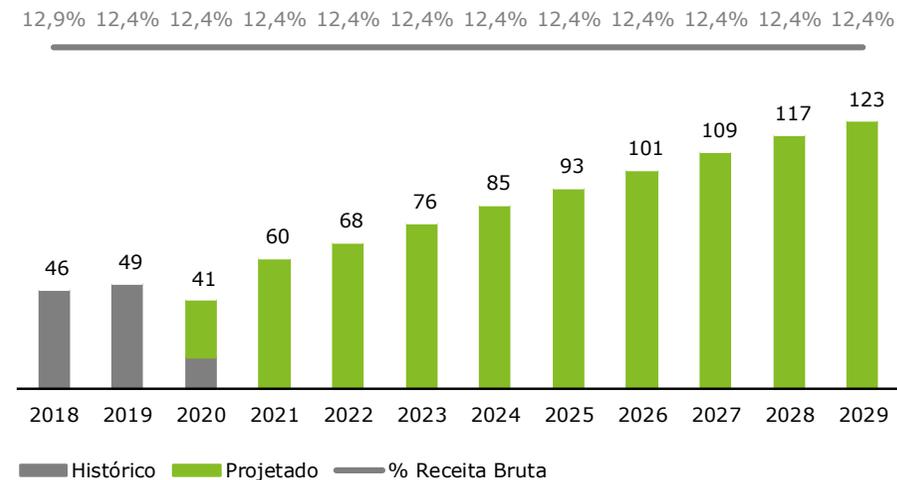
### Receita Bruta (R\$ milhões)



### Deduções

- As deduções contemplam impostos indiretos (ICMS, PIS, Cofins e ISS), cancelamentos e devoluções.
- As deduções foram projetadas com base nos percentuais médios sobre a receita bruta observados historicamente.
- O **Grupo Reserva** tem regime especial de ICMS concedido pelo estado do Rio de Janeiro através da chamada Lei da Moda. Esse incentivo é classificado como receita de subvenção para investimento e não é tributável para fins de PIS, Cofins, IRPJ e CSLL). Esta lei permite que a indústria transfira sua produção para varejo e atacado a um preço majorado gerando crédito para a entidade que receber a mercadoria.

### Deduções (R\$ milhões)





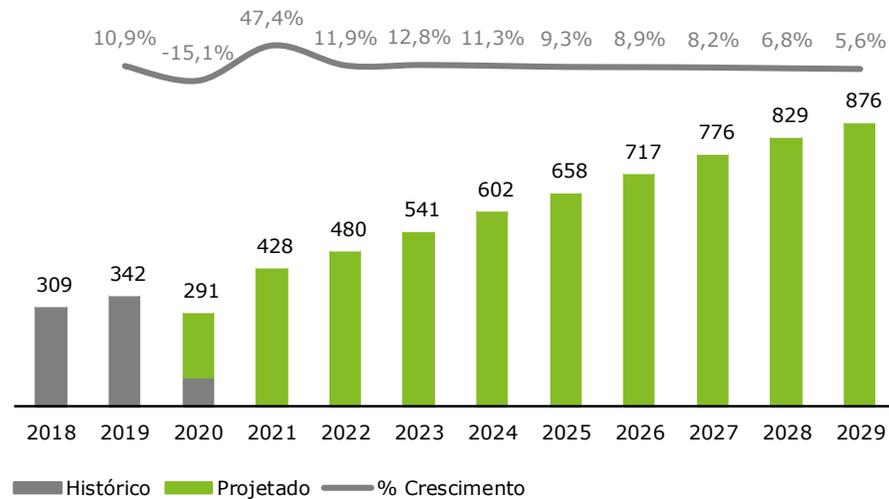
# Premissas e Projeções

## Receita Líquida e Custos

### Receita Líquida

- A receita líquida projetada está demonstrada a seguir:

### Receita Líquida (R\$ milhões)



### Custos Operacionais

- Os custos foram negativamente impactados pela pandemia em 2020, principalmente vinculado ao impacto da pandemia na rentabilidade do canal de varejo, apesar das medidas adotadas pela Administração do **Grupo Reserva** para enfrentamento do COVID-19.
- A partir de 2021, para o canal de varejo (lojas próprias) foi projetada retomada gradual dos níveis de custos (como percentual da receita líquida) até atingir o patamar de 2019 em 2023, conforme expectativa da Administração da **Arezzo&Co**.
- Para os demais canais (atacado, franquias, *e-commerce*, licenciamento e outros) os custos foram projetados com base nos percentuais sobre a receita líquida observados historicamente.
- A projeção dos custos com a internalização do licenciamento/calçados a partir de 2021 foi baseada na receita bruta dos canais de franquias e atacado (multimarcas) da marca Reserva e um *markup* de 2x e 2,3x, respectivamente, para o canal de atacado e o canal de franquias.



# Premissas e Projeções

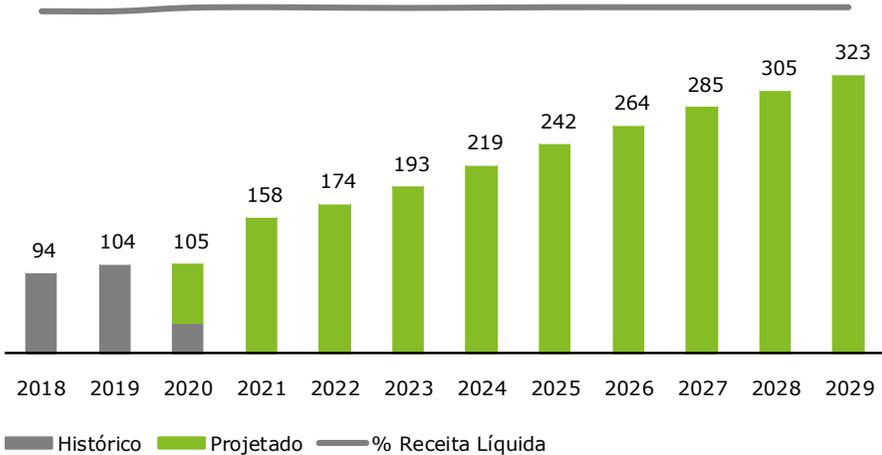
## Custos e Despesas Operacionais

### Custos Operacionais (cont.)

- Os custos operacionais históricos e projetados estão demonstrados no gráfico:

### Custos Operacionais (R\$ milhões)

30,5% 30,4% 36,0% 36,9% 36,3% 35,8% 36,3% 36,8% 36,8% 36,8% 36,8% 36,8%



### Despesas Operacionais

As despesas operacionais são compostas por despesas de pessoal, gerais e administrativas, aluguel, marketing, frete, cartão de crédito, outras despesas e despesas com franquias. As despesas foram projetadas de acordo com as seguintes premissas:

- Pessoal:

As despesas com pessoal foram projetadas considerando-se as respectivas naturezas fixas e variáveis, sendo a parcela fixa corrigida pela inflação e a variável de acordo com o percentual histórico de receita líquida.

- Gerais e administrativas:

Projetadas com base no histórico atualizado pela expectativa de inflação no longo prazo.

- Aluguel:

As despesas de aluguel foram separadas em aluguéis corporativos e aluguéis de lojas próprias.

- Corporativo foi projetada de forma fixa, sendo reajustada pelo IPCA anualmente.
- As despesas com os alugueis de lojas próprias foram projetadas com base nas respectivas naturezas fixas e variáveis, sendo a parcela fixa corrigida pelo IGP-M e a variável projetada de acordo com os percentuais históricos de receita líquida para a linha de varejo (lojas próprias).

- Marketing:

As despesas com marketing foram projetadas de acordo com o percentual histórico sobre a receita bruta.



# Premissas e Projeções

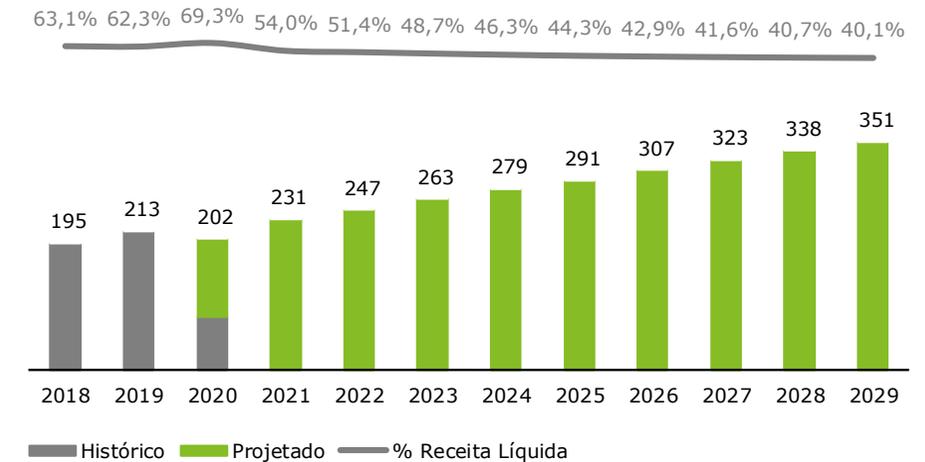
## Despesas Operacionais

### Despesas Operacionais (cont.)

- Frete:  
Despesa projetada de acordo com o percentual histórico do total de receita líquida, excluindo a receita líquida de franquias.
- Cartão de crédito e outras despesas:  
Despesa projetada de acordo com o percentual histórico sobre a receita líquida, excluindo a receita líquida de franquias e de atacado (multimarcas), uma vez que a natureza dessas despesas não contemplam esses canais de vendas.
- Franquias:  
Despesa projetada de acordo com o percentual histórico sobre a receita líquida de franquias.
- As despesas fixas são diluídas no longo prazo devido ao ganho de escala pela mudança de modelo expansão já que os canais de franquias e atacado apresentam despesas menores. Essa mudança de expansão também acaba trazendo uma diluição de despesas ligada ao mix de canais.

- As despesas operacionais históricas e projetadas estão apresentadas a seguir:

### Despesas Operacionais (R\$ milhões)





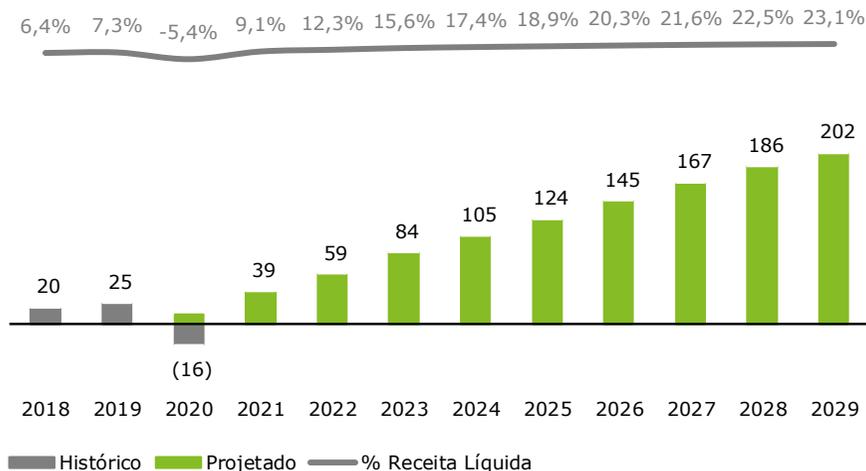
# Premissas e Projeções

## EBITDA, Depreciação e Amortização, e Arrendamento Mercantil

### EBITDA

- O EBITDA 2020 reflete os desafios enfrentados pelo setor durante o período de *lockdown* e fechamento das lojas dos canais de varejo, atacado e franquias em função da pandemia do COVID 19.
- O aumento da margem EBITDA na projeção decorre principalmente do plano de expansão através de franquias, multimarcas e e-commerce, de acordo com a expectativa da Administração da **Arezzo&Co.**
- Com base nas premissas apresentadas anteriormente, o EBITDA histórico e projetado para o **Grupo Reserva**, desconsiderando-se os efeitos do IFRS 16 está apresentado a seguir:

### EBITDA (R\$ milhões)



Nota: O EBITDA projetado desconsidera as sinergias específicas da **Arezzo&Co.**

### Depreciação e Amortização

- Para o cálculo da depreciação e amortização, foram utilizadas as taxas atualmente praticadas pela **Empresa**, com base em informações reportadas pelo **Grupo Reserva** em suas demonstrações financeiras auditadas.

### Arrendamento Mercantil

- A partir de 2019 o **Grupo Reserva** passou a contabilizar seus arrendamentos mercantis em linha com o pronunciamento contábil IFRS 16. Na data-base, o saldo de arrendamento e direito de uso era composto pelo arrendamento de diversos bens, principalmente imóveis como escritórios, centros de distribuição e lojas.
- O **Grupo Reserva** reconhece os pagamentos associados a esses arrendamentos como despesa de aluguel pelo método linear ao longo do prazo do arrendamento.
- Para fins deste trabalho, considerou-se o Arrendamento Mercantil como parte da Despesa de Aluguel, conforme detalhado anteriormente.



# Premissas e Projeções

## IRCS, Capital de Giro e Investimentos

### Imposto de Renda e Contribuição Social

- O Imposto de Renda e Contribuição Social foram projetados de acordo com a legislação fiscal vigente (Regime de Lucro Real), considerando as taxas de 25% e 9% para imposto de renda e contribuição social, respectivamente.
- De acordo com as demonstrações financeiras auditadas, na data-base de avaliação o **Grupo Reserva** possui o montante de R\$18,78 milhões de saldo de prejuízo fiscal e base negativa de contribuição social.
- As receitas de subvenção decorrentes da Lei da Moda foram excluídas da base tributável do **Grupo Reserva**, conforme Legislação Vigente.

### Capital de Giro

- Para o cálculo da necessidade de capital de giro das operações, foram considerados os prazos médios históricos praticados pelo **Grupo Reserva** para os principais ativos e passivos operacionais.

### Investimentos

Os investimentos foram projetados com base na expectativa da Administração da **Arezzo&Co**, contemplando as estimativas de gasto para manutenção e para a expansão das operações.

#### • Imobilizado:

- Os investimentos em manutenção foram projetados com base nos percentuais sobre a receita líquida observados historicamente.
- Os investimentos em expansão contemplam investimento em novas lojas e investimento na remodelação de algumas lojas existentes. Para as novas lojas, a projeção foi baseada no valor histórico de investimentos por metro quadrado atualizado pela inflação e no tamanho médio das novas lojas (área).
- Da mesma forma, a remodelação foi projetada com base no valor histórico de investimento histórico e na estimativa de necessidade de investimento por loja.

#### • Intangível:

- Os investimentos em sistemas aplicativos e em pesquisa e desenvolvimento também foram projetados com base nos percentuais sobre a receita líquida observados historicamente.



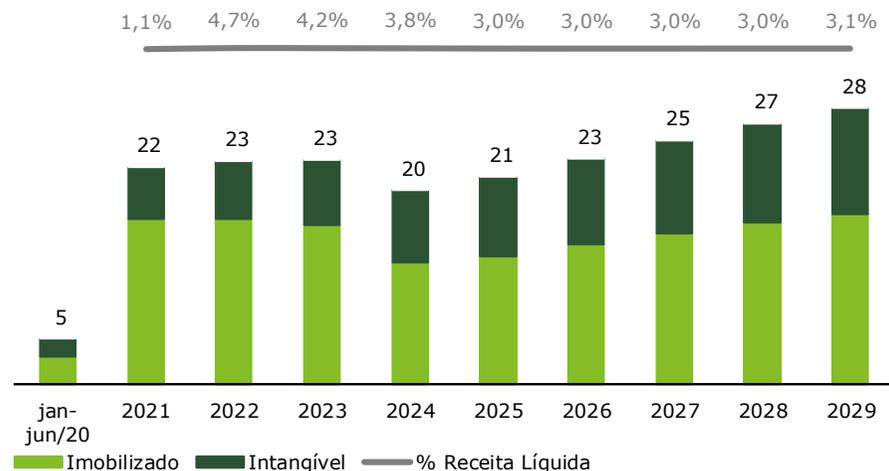
# Premissas e Projeções

## Investimentos e Ajustes Econômicos

### Investimentos (cont.)

A projeção dos investimentos está apresentada a seguir:

### Investimentos (R\$ mil)



### Ajustes Econômicos (Ativos e Passivos Não Operacionais)

Os ativos e passivos não operacionais adicionados ou deduzidos do valor das operações do Grupo **Reserva**, foram extraídos do Balanço Patrimonial da data-base da avaliação e estão apresentados a seguir:

Ajustes Econômicos	Nota	R\$ milhões
Caixa e equivalentes de caixa		80
Instrumentos financeiro derivativos		5
Empréstimos e financiamentos		(101)
Provisão para contingências	(a)	(3)
<b>Total</b>		<b>(20)</b>

### Notas:

**(a) Provisão para contingências:** de acordo com as demonstrações financeiras auditadas, na data-base os **Grupo Reserva** mantinha provisão para riscos com base em discussões em andamento, que tenham sido avaliadas pela Administração, suportada pelos seus assessores jurídicos, como de risco possível e provável de perda.



# Resultado da Avaliação





# Resultado da Avaliação

## Valor Econômico

Com base no escopo de nossas análises, metodologia adotada, premissas, considerações e informações obtidas durante a execução dos trabalhos, conforme detalhado neste Relatório, o valor econômico do **Grupo Reserva**, na data-base 30 de junho de 2020, encontra-se dentro do intervalo demonstrado a seguir:

(R\$ milhões)

### Resultado da Avaliação

Taxa de Desconto	13,09%	12,84%	12,59%
<b>Fluxo de Caixa a Valor Presente</b>	<b>177</b>	<b>180</b>	<b>183</b>
(+) Perpetuidade <sup>1</sup>	523	552	583
<b>Valor Operacional da Empresa</b>	<b>700</b>	<b>732</b>	<b>766</b>
(+/-) Ajustes Econômicos	(20)	(20)	(20)
<b>Valor Econômico</b>	<b>681</b>	<b>713</b>	<b>747</b>
<b>Múltiplo Implícito<sup>2</sup></b>	<b>20,7x</b>	<b>21,7x</b>	<b>22,7x</b>
% de Ações Incorporadas	66,98%	66,98%	66,98%
<b>Valor Econômico dos 66,98% das ações</b>	<b>456</b>	<b>477</b>	<b>500</b>

<sup>1</sup>A fórmula de cálculo da perpetuidade está demonstrado no Anexo III.

<sup>2</sup>Foi utilizado o EBITDA normalizado de 2019, excluindo o resultado gerencial da marca Ahlma, a qual foi descontinuada em 2020. A análise dos múltiplos das *peers* de mercado está apresentada no Anexo I.



# Anexos



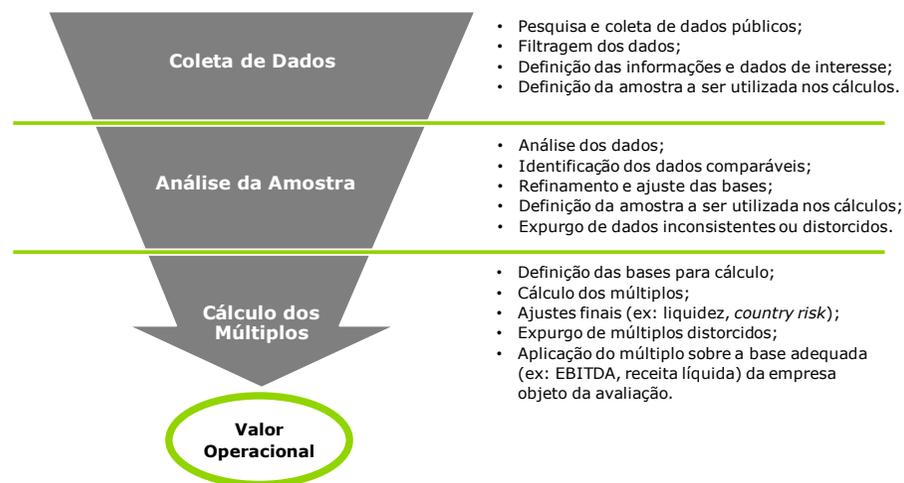


# Anexo I

## Análise de Múltiplos

### Múltiplos de Mercado

Foi realizada uma análise de múltiplos de mercado baseada nas empresas de varejo de moda e de capital aberto que são comparáveis ao **Grupo Reserva**.



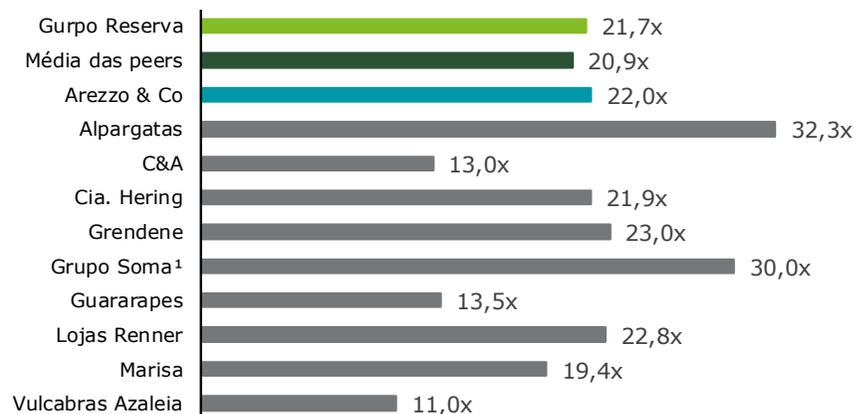
### Análise de Múltiplos

Considerando-se os efeitos adversos da pandemia do COVID 19 no EBITDA de empresas do setor de varejo de moda, dado as medidas adotadas pelos governos e pelas empresas para contenção e mitigação dos efeitos da pandemia, os múltiplos de mercado de 2020 apresentam distorções significativas entre as *peers*. Desta forma, a análise de múltiplos foi baseada nos números de 2019.

O EBITDA foi obtido através das demonstrações financeiras públicas das empresas comparáveis e ajustados desconsiderando-se o efeito de IFRS 16.

Para o múltiplo do **Grupo Reserva** foi utilizado o EBITDA normalizado excluindo o efeito da marca Ahlma que foi descontinuada em 2020.

### Múltiplos de Mercado - EV/EBITDA (2019)



<sup>1</sup>Para o Grupo Soma, dado que sua abertura de capital aconteceu em 29 de julho de 2020, foi utilizada a capitalização de mercado do dia do seu IPO e o EBITDA do ano de 2019 para o cálculo do múltiplo EV/EBITDA.



# Anexo II

## Demonstração de Resultado Projetada

(R\$ milhões)

Demonstração do Resultado	jul-dez/20	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Receita Bruta</b>	<b>226</b>	<b>489</b>	<b>547</b>	<b>617</b>	<b>687</b>	<b>751</b>	<b>818</b>	<b>885</b>	<b>946</b>	<b>999</b>
% Crescimento	114,3%	8,7%	11,9%	12,8%	11,3%	9,3%	8,9%	8,2%	6,8%	5,6%
<b>Deduções</b>	<b>(27)</b>	<b>(60)</b>	<b>(68)</b>	<b>(76)</b>	<b>(85)</b>	<b>(93)</b>	<b>(101)</b>	<b>(109)</b>	<b>(117)</b>	<b>(123)</b>
% Receita Bruta	-11,8%	-12,4%	-12,4%	-12,4%	-12,4%	-12,4%	-12,4%	-12,4%	-12,4%	-12,4%
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>199</b>	<b>428</b>	<b>480</b>	<b>541</b>	<b>602</b>	<b>658</b>	<b>717</b>	<b>776</b>	<b>829</b>	<b>876</b>
% Crescimento	118,9%	8,0%	12%	13%	11%	9%	9%	8%	7%	6%
<b>Custos e Despesas Operacionais</b>	<b>(189)</b>	<b>(390)</b>	<b>(421)</b>	<b>(457)</b>	<b>(497)</b>	<b>(534)</b>	<b>(571)</b>	<b>(609)</b>	<b>(643)</b>	<b>(674)</b>
% Receita Líquida	-95%	-91%	-88%	-84%	-83%	-81%	-80%	-78%	-78%	-77%
<b>EBITDA</b>	<b>10</b>	<b>39</b>	<b>59</b>	<b>84</b>	<b>105</b>	<b>124</b>	<b>145</b>	<b>167</b>	<b>186</b>	<b>202</b>
% Margem EBITDA	5%	9%	12%	16%	17%	19%	20%	22%	22%	23%
. Depreciação e Amortização	(4)	(10)	(13)	(13)	(15)	(19)	(22)	(24)	(24)	(24)
<b>Lucro / (Prejuízo) Antes do Imposto</b>	<b>7</b>	<b>29</b>	<b>46</b>	<b>71</b>	<b>89</b>	<b>105</b>	<b>123</b>	<b>143</b>	<b>162</b>	<b>178</b>
% Receita Líquida	3,3%	6,8%	9,5%	13,1%	14,8%	16,0%	17,2%	18,5%	19,6%	20,3%
. Imposto de Renda/Contribuição Social	-	(0)	(3)	(8)	(14)	(21)	(26)	(31)	(36)	(41)
% IR e CS	0,0%	0,5%	6,7%	11,0%	15,4%	19,9%	20,8%	21,8%	22,4%	22,9%
<b>Lucro / (Prejuízo) Líquido do Exercício</b>	<b>7</b>	<b>29</b>	<b>42</b>	<b>63</b>	<b>75</b>	<b>84</b>	<b>98</b>	<b>112</b>	<b>126</b>	<b>137</b>
% Margem Líquida	3,3%	6,8%	8,9%	11,6%	12,5%	12,8%	13,6%	14,5%	15,2%	15,7%

Nota: O EBITDA projetado desconsidera o efeito do IFRS 16 e as sinergias específicas da **Arezzo&Co.**



# Anexo II

## Demonstração de Resultado Projetada

(R\$ milhões)

<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>
<b>EBITDA</b>	<b>10</b>	<b>39</b>	<b>59</b>	<b>84</b>	<b>105</b>	<b>124</b>	<b>145</b>	<b>167</b>	<b>186</b>	<b>202</b>
. Variação de Capital de Giro	(25)	(56)	(20)	(24)	(27)	(25)	(26)	(26)	(24)	(21)
<b>EBITDA (Líquido de Capital de Giro)</b>	<b>(15)</b>	<b>(17)</b>	<b>39</b>	<b>60</b>	<b>77</b>	<b>99</b>	<b>119</b>	<b>141</b>	<b>163</b>	<b>181</b>
. Investimentos	(5)	(22)	(23)	(23)	(20)	(21)	(23)	(25)	(27)	(28)
. Imposto de Renda e Contribuição Social	-	(0)	(3)	(8)	(14)	(21)	(26)	(31)	(36)	(41)
<b>Fluxo de Caixa Livre</b>	<b>(19)</b>	<b>(40)</b>	<b>13</b>	<b>29</b>	<b>44</b>	<b>57</b>	<b>70</b>	<b>85</b>	<b>99</b>	<b>112</b>

Nota: O EBITDA projetado desconsidera o efeito do IFRS 16 e as sinergias específicas da **Arezzo&Co.**



# Anexo III

## Glossário e Fórmulas

### Glossário

Apresentamos a seguir o glossário de termos técnicos de expressões em língua estrangeira e outras siglas ou quaisquer indicadores utilizados neste Laudo, em ordem alfabética:

- a.a.: ao ano.
- CAPEX: *Capital Expenditure*. Capital utilizado para adquirir, melhorar ou manter os bens físicos da empresa.
- CAPM: *Capital Asset Pricing Model*. Representa o método utilizado para determinação do custo de capital próprio.
- *Corporate Finance*: Finanças Corporativas.
- CPI: *Consumer Price Index*. Representa a inflação projetada nos Estados Unidos.
- EBITDA: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*. Representa o lucro antes de juros, imposto, depreciação e amortização.
- IGP-M: Índice Geral de Preços de Mercado.
- IPCA: Índice de Preços ao Consumidor Amplo.
- IRCS: Imposto de Renda e Contribuição Social.
- Perpetuidade (Modelo de Gordon): é o valor presente dos fluxos de caixa futuros, assumidos com crescimento constantes em intervalos regulares para sempre.
- Selic (ou Taxa Selic): meta de taxa de juros em reais.
- T-Bond: Treasury Bonds. Representa títulos emitidos pelo governo norte-americano.
- WACC: *Weighted Average Cost of Capital*. Representa o custo médio ponderado de capital.

### Fórmulas

As fórmulas utilizadas nesse relatório estão apresentadas a seguir:

$$\bullet \text{ Beta desalavancado} = \frac{\text{Beta}}{1 + (1 - \text{Tax}) \times \left(\frac{D}{E}\right)}, \text{ onde:}$$

Beta = Beta local de cinco anos da empresa comparável calculado semanalmente no mercado local;

Tax = Alíquota de imposto de (IRCS) vigente no país comparável;

D = Dívida líquida; e

E = Capital próprio.

$$\bullet \text{ Ke (USD)} = R_f + (\text{ERP} \times \beta) + \text{CRP} + \text{SP}, \text{ onde:}$$

Ke (USD) = Retorno esperado pelo acionista em dólares americanos;

R<sub>f</sub> = Taxa livre de risco (*Risk-free*);

ERP = Prêmio de mercado (*Equity Risk Premium*);

B = Beta;

CRP = Risco país (*Country Risk Premium*); e

SP = Prêmio de tamanho da empresa (*Size Premium*).



# Anexo III

## Glossário e Fórmulas

### Fórmulas (cont.)

As fórmulas utilizadas nesse relatório estão apresentadas a seguir:

- $Ke (BRL) = \frac{(1 + Ke (USD)) \times (1 + IPCA)}{(1 + CPI)}$ , onde:

Ke (BRL) = Retorno esperado pelo acionista em reais;

Ke (USD) = Retorno esperado pelo acionista em dólares americanos;

IPCA = Índice de Preços ao Consumidor Amplo (inflação brasileira projetada); e

CPI = *Consumer Price Index* (inflação americana projetada).

- Perpetuidade (Modelo de Gordon) =  $\frac{Fcp \times Fd \times (1 + G)}{WACC - G}$ , onde:

Fcp = Fluxo de caixa na perpetuidade;

Fd = Fator de desconto;

G = Crescimento na perpetuidade; e

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*. (custo médio ponderado de capital).



A Deloitte refere-se a uma firma-membro da Deloitte, uma de suas entidades relacionadas, ou à Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL"). Cada firma-membro da Deloitte é uma entidade legal separada e membro da DTTL. A DTTL não fornece serviços para clientes. Por favor, consulte [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) para saber mais.

A Deloitte é líder global em auditoria, consultoria empresarial, assessoria financeira, gestão de riscos, consultoria tributária e serviços correlatos. Nossa rede de firmas-membro, presente em mais de 150 países e territórios, atende a quatro de cada cinco organizações listadas pela Fortune Global 500®. Saiba como os 312.000 profissionais da Deloitte impactam positivamente seus clientes em [www.deloitte.com](http://www.deloitte.com).

**Confidencial**

© 2020. Para mais informações, contate a Deloitte Touche Tohmatsu Limited.

Arezzo & Co. S.A.