

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia



Monografia de Final de Curso

**VALUATION: ESTUDO DE CASO DA EMPRESA AREZZO
INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.**

Carolina Orenbuch Gomes

Matrícula: 1810345

Professor Orientador: Maria Elena Gava Alves

Professor Coordenador: Márcio Garcia

Junho de 2022

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
Departamento de Economia



Monografia de Final de Curso

**VALUATION: ESTUDO DE CASO DA EMPRESA AREZZO
INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.**

Carolina Orenbuch Gomes

Matrícula: 1810345

Professor Orientador: Maria Elena Gava Alves

Professor Coordenador: Márcio Garcia

Junho de 2022

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

CAROLINA ORENBUCH GOMES

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor"

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, eu gostaria de agradecer imensamente aos meus familiares, Luiz Claudio Alcântara Gomes, Luciana Orenbuch e Gabriela Orenbuch, que estiveram ao meu lado durante toda a minha trajetória de formação, me apoiando incondicionalmente e acreditando sempre no meu potencial.

Também deixo um carinhoso agradecimento aos meus avós, Armanda Alcântara Gomes, Mário Alcântara Gomes, Rebecca Biznover e Newton Orenbuch, a quem devo todas as oportunidades que tive na minha vida.

Aos meus amigos, agradeço por toda a força, companheirismo e motivação ao longo desses quatro anos, em especial: Ana Carolina Prates, Fernanda Vivacqua, Giovanni Panno, Guilherme Brasil, Julia Motta Spinoza, Juliana Bedante Haddad, Leonardo Braga, Luisa Cavalcanti Braga, Luiz Seabra, Marianna Almeida, Manuela Rajão, Mateus Schwenk e Matheus Machado.

Por fim, deixo o meu eterno agradecimento e reconhecimento aos professores da graduação de Economia da PUC-RJ, por terem sido responsáveis por grande parte da minha formação acadêmica, principalmente minha orientadora Maria Elena, que esteve sempre presente para me auxiliar e apoiar ao longo do projeto de conclusão de curso.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	9
2. A EMPRESA	11
2.1 Histórico	11
2.2. As Doze Marcas	13
2.2.1. Arezzo	14
2.2.2. Schutz.....	15
2.2.3. Anacapri	15
2.2.4. Alexandre Birman	16
2.2.5. Fiever.....	16
2.2.6. Alme	17
2.2.7. Vans.....	17
2.2.8. AR&Co.....	17
2.2.9. TROC	18
2.2.10. ZZ MALL.....	18
2.2.11. Baw clothing	19
2.2.12. My Shoes.....	19
2.3 Modelo de Negócios.....	20
2.3.1 P&D.....	21
2.3.2 Comunicação e marketing.....	22
2.3.3 Sourcing e Logística.....	23
2.3.4 Distribuição Diversificada.....	23
2.3.5 Gestão.....	25
2.4. Estrutura Acionária	25
2.5 Governança Corporativa	26
2.5.1 Conselho de Administração	26
2.5.2 Conselho Fiscal	27
2.5.3 Diretoria Estatuária	28
2.6 Arezzo & Co e o COVID-19.....	29
3. O SETOR DE VAREJO.....	32
3.1 O Varejo e a Visão MACRO.....	33
3.2 Impactos COVID-19	34
4. CONCORRÊNCIA	35
5. METODOLOGIA	36
5.1 Fluxo de Caixa Descontado.....	37

5.2 Fluxo de Caixa para o Acionista	38
5.3 Fluxo de Caixa para a Firma	40
5.4 Taxa de Desconto	41
5.5. Custo de Capital Próprio	42
6. VALUATION	43
6.1. Projeções Macroeconômicas	43
6.2. Receitas e Despesas.....	44
6.3. EBITDA	46
6.4. Depreciação e Amortização	47
6.5. Capex.....	48
6.6. Capital de Giro	49
6.7. Alíquota de Imposto	50
6.8. Taxa de Desconto	50
6.9. Perpetuidade	51
6.10. Fluxo de Caixa Para a Firma a Valor Presente.....	51
6.11. Valor Justo da Ação	52
7. CONCLUSÃO	53
8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	54

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Parcela de Pessoas por País que Investem em Ações.

Figura 2: Maiores operadores de bolsa de valores do mundo em março de 2022, por capitalização de mercado das empresas listadas.

Figura 3: Quantidade de Lojas Multimarcas, Próprias e Franqueadas

Figura 4: Modelo de negócios da Arezzo&Co

Figura 5: Evolução das Vendas Online.

Figura 6: Composição Acionária da Arezzo&Co.

Figura 7: Membros do Conselho Administrativo.

Figura 8: Membros do Conselho Fiscal

Figura 9: Diretoria Estatuária.

Figura 10: *Evolução do Web Commerce.*

Figura 11: Receita Influenciada Online contra Receita Total.

Figura 12: Faturamento do E-commerce no Comércio Varejista

Figura 13: Evolução das vendas digitais da Arezzo & Co.

Figura 14: Histórico e Projeção da Margem EBITDA ajustado.

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1: Fluxo de caixa descontado

Equação 2: Fluxo de Caixa para o Acionista

Equação 3: Fluxo de Caixa para a Firma

Equação 4: WACC

Equação 5: Fórmula de CAPM

Equação 6: Receita através da abertura de novas lojas

Equação 7: Área das lojas.

Equação 8: Receita Lojas Próprias

Equação 9: Receita Franquias

Equação 10: Receita Multimarcas

Equação 11: Receita Web

Equação 12: Fórmula EBITDA

Equação 13: Cálculo do Beta.

Equação 14: Cálculo do Fluxo de Caixa para a Firma.

LISTA DE TABELAS:

Tabela 1: Fluxo de Caixa para o Acionista

Tabela 2: Fluxo de Caixa para a Firma

Tabela 3: Premissas macroeconômicas.

Tabela 4: Histórico e Projeção de percentuais de crescimento das linhas de receita do mercado interno

Tabela 5: Histórico e Projeção da Receita Bruta, Receita Líquida e Deduções & outros.

Tabela 6: Histórico e Projeção da D&A.

Tabela 7: Histórico e Projeção do Capex.

Tabela 8: Histórico e Projeção do Capital de Giro.

Tabela 9: Tabela de Fluxo de Caixa a Valor Presente.

Tabela 10: Valor Justo da Ação da Arezzo&CO.

1. INTRODUÇÃO

"Existe apenas um bem, o saber, e apenas um mal, a ignorância.". Esse pensamento de Sócrates denota que o conhecimento é extremamente importante para os indivíduos, visto que é a partir dele ao qual ocorre a possibilidade da transformação social. De um modo geral, a busca pelo conhecimento é o fruto para o desenvolvimento coletivo e a sua ausência, fragmentado através da ignorância, promoverá um déficit na evolução sociocultural. Assim, prova-se que a busca pelo saber deve ser entendida como um dos pilares para o crescimento societário.

De acordo com dados da B3, foi identificado que no ano de 2020 apenas 3% da população brasileira investiram em ações. Enquanto que em países como Estados Unidos e Japão esse índice alcança, respectivamente, 55% e 45%. Nesse cenário, é possível visualizar uma significativa discrepância entre a porcentagem dos investidores brasileiros que investem em ações quando comparado aos investidores de países desenvolvidos. Portanto, verifica-se que ainda é muito necessário trilhar e desenvolver uma educação financeira dentro das escolas e universidades do país.

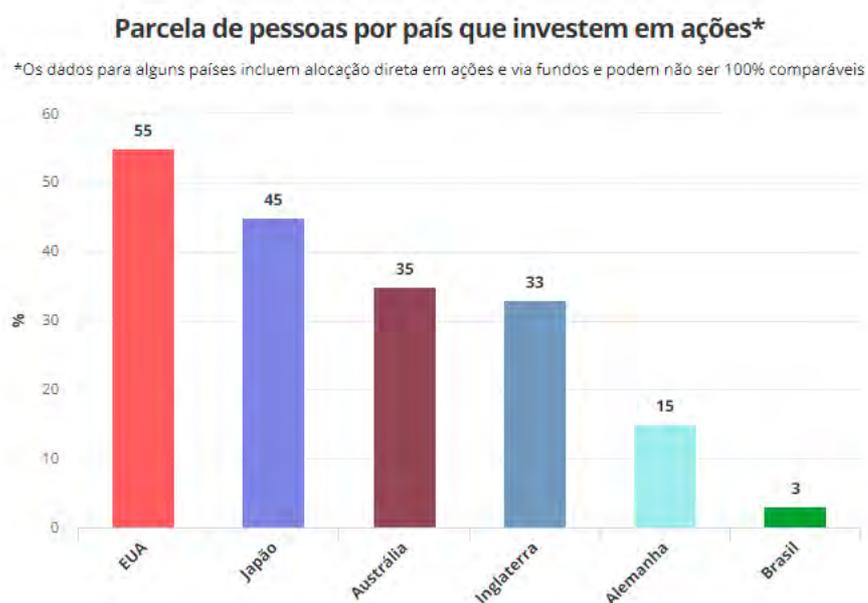


Figura 1: Parcela de Pessoas por País que Investem em Ações.

Fonte: Valor Investe (Janeiro de 2021).

Em março 2022, a Bolsa de Valores de Nova York se apresentou como a maior bolsa de valores do mundo, com uma capitalização de mercado de ações de pouco mais de 27,2 trilhões de dólares. As três bolsas seguintes foram a NASDAQ, a Bolsa de

Valores de Xangai e a Euronext. Por outro lado, o mercado de ações brasileiro possui uma capitalização inferior a um trilhão de dólares, sendo ainda bem incipiente.

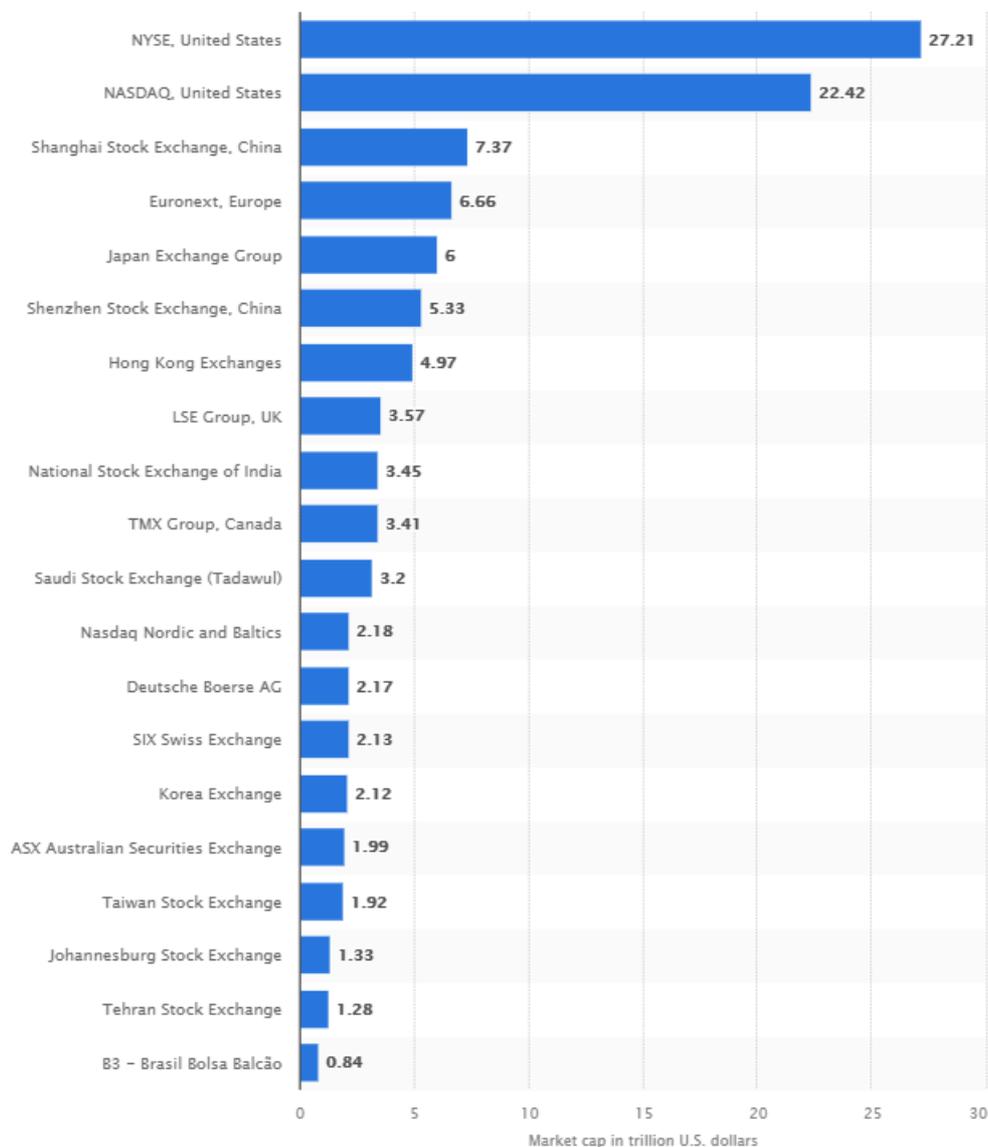


Figura 2: Maiores operadores de bolsa de valores do mundo em março de 2022, por capitalização de mercado das empresas listadas.

Fonte: Statista 2022

Além disso, vale salientar que uma significativa parte dos investidores não possuem o embasamento necessário e seguro para investir dentro do mercado de renda variável. Na maioria das vezes são especuladores e não realizam análises profundas

quanto as empresas que estão investindo. Desse modo, se tornam pessoas vulneráveis a notícias diárias e correm riscos de tomarem decisões de compra ou venda impulsivas.

Nesse cenário, a metodologia de Valuation das empresas permite aos investidores negociar de forma justa e também ter um argumento para buscar investimentos, e, assim, auxilia-los no processo de tomada de decisão de qual a melhor empresa para investir naquele momento. Dessa maneira, esse estudo busca relacionar o tema da avaliação de empresas como um assunto relevante e essencial aos brasileiros, que é expandir a educação financeira.

Nesse sentido, este trabalho tem como objetivo estimar o valor justo da Arezzo Indústria e Comércio S/A, empresa líder no segmento de calçados, bolsas e acessórios femininos no Brasil, por meio de uma análise fundamentalista da companhia.

Nesta monografia também será abordado o histórico da empresa, apresentando suas principais características e realizações, além de desenvolver um diagnóstico sobre o setor de varejo da Bolsa de Valores que devido a pandemia do COVID-19 vem sendo prejudicado de forma generalizada, com exceção do setor de supermercados.

Por fim, será possível realizar uma análise comparativa com o preço das ações da Arezzo&Co encontrados no estudo de DAWIDOWITSCH (2017), no qual é realizado uma análise fundamentalista da companhia, a fim de alcançar o preço justo das ações em 2017. Nesse cenário, poderá ser verificado se quatro anos depois a empresa teve seu *Valuation* modificado. Em caso de alteração, se foi de maneira positiva ou negativa e quais foram os principais fatores que impactaram o novo Valuation.

2. A EMPRESA

2.1 Histórico

A Arezzo&Co teve sua trajetória iniciada por Anderson Birman no ano de 1972, na cidade de Belo Horizonte, com o objetivo de ter uma produção de calçados brasileira e, assim, retirar a grande influência da moda europeia.

A empresa começou produzindo sapatos masculinos, mas logo após migrou para o público feminino e desenvolveu a marca que futuramente passou a ser referência de calçados e bolsas femininas no Brasil: a Arezzo.

No ano de 1979, a marca Arezzo se destacou no mercado brasileiro de calçados femininos, com o lançamento do modelo de sandália Anabela, revestido de juta. O modelo foi o primeiro grande sucesso de vendas da marca e consolidou a companhia no mercado.

Já na década de 80, ocorreu a verticalização da produção da empresa na região de Minas Gerais, o que permitiu um melhor controle do processo e da qualidade de toda a cadeia produtiva, desde a matéria-prima até o produto final. Naquela época, cerca de 1,5 milhões de pares eram produzidos a cada ano, e a empresa tinha 2.000 funcionários.

Em 1990, a rua Oscar Freire em São Paulo ganhava uma nova loja. A marca Arezzo lançava sua primeira loja conceito, em um dos maiores polos comerciais de grifes nacionais e internacionais na cidade.

Nessa mesma época, a Arezzo voltou-se para o varejo e a pesquisa e desenvolvimento profissional (P&D) para novos produtos, tendências e estilos. A empresa também centralizou suas operações em São Paulo e alterou a fábrica de Minas Gerais para a área calçadista do Vale dos Sinos, no Rio Grande do Sul.

Em 2007, o fundo de *Private Equity*¹ Tarpon entrou na empresa e junto com a entrada da Tarpon, a marca Schutz foi incorporada ao grupo (em 1999, a Schutz havia transferido sua produção para a cidade de Campo Bom, no Rio Grande do Sul e, em 2002, já começava a exportação de calçados e a participação em importantes feiras fora do Brasil do setor).

A união entre Arezzo, Schutz e fundo de *Private Equity* trouxe sinergia para a gestão familiar e complementou o portfólio das marcas, consolidando a expansão internacional da empresa.

Um ano depois a companhia realizou a criação de duas marcas: Anacabri e Alexandre Birman. A primeira delas procura descomplicar o dia a dia das mulheres ao atrelar personalidade, qualidade, preço e conforto, apresentando um conceito mais

¹ Fundos de *Private Equity* são aqueles que investem em empresas não listadas na bolsa, participando ativamente de sua gestão com o objetivo de desenvolvê-las para posteriormente realizar o desinvestimento com ganhos.

casual de sapatos sem salto (“*flats*”). Já a segunda marca surgia com a intenção de conquistar mulheres modernas e sofisticadas, que valorizem designs exclusivos e luxuosos para seus pés.

Em 2011, foi dado um passo em direção à institucionalização: a Arezzo & Co tornou-se uma companhia aberta e, com o ticker ARZZ3, passou a ser listada no Mercado BM&F Bovespa.

No ano seguinte, foi inaugurada a *flagship store*² da Schutz na Madison Avenue, em Nova York, que foi a primeira loja do grupo fora do Brasil. A abertura da loja marcou o fortalecimento da marca e aumentou o seu reconhecimento internacional.

Depois de alguns anos, em 2015, a companhia fazia a criação de mais uma marca chamada Fiever com foco em *sneakers*³ práticos, cool e versáteis, quando em 2018, Arezzo&Co lançou sua 6ª marca: Alme. A marca tem como público-alvo os clientes que buscam sapatos confortáveis, mas bonitos para todas as ocasiões de uso. A marca teve a sua primeira flagship store na rua Oscar Freire em São Paulo.

Em 2019, a Arezzo & Co anunciou um acordo para se tornar a distribuidora exclusiva de calçados, roupas e acessórios da marca Vans no Brasil. Após 47 anos, a empresa lançou uma marca não local pela primeira vez, dando o primeiro passo para transformar a Arezzo & Co em uma plataforma de gestão de marcas e expandir seu foco para homens, crianças e vestuário.

2.2. As Doze Marcas

Atualmente a empresa conta com 743 franquias em mais de 270 cidades e 140 lojas próprias no Brasil. Além de 5.217 clientes multimarcas, ou seja, sem sobreposição entre as marcas (incluindo o Grupo Reserva) em mais de 1.674 cidades. Dessa forma, a companhia conta com uma plataforma flexível através de diferentes canais de distribuição e com estratégias diferenciadas, maximizando o retorno da Arezzo & Co. A figura 3 demonstra a quantidades de lojas por marcas.

² Loja conceito.

³ Tipo de sapato cuja principal característica é possuir sola de borracha.

	FRANQUIAS	LOJAS PRÓPRIAS	MULTIMARCAS
AREZZO	429	18	1.582
SCHUTZ	64	20	1.154
ANACAPRI	193	3	1.621
BIRMAN	-	8	16
FEVER	1	2	340
ALME	2	2	9
VANS "OFF THE WALL"	10	9	1.453
Reserva	44	78	1.192

Figura 3: Quantidade de Lojas Multimarcas, Próprias e Franqueadas.

Fonte: Apresentação Institucional Arezzo&Co (Arezzo&Co, Setembro de 2021).

2.2.1. Arezzo

A Arezzo, fundada em 1972 por Anderson Birman, além de ser *Top of Mind*⁴ no segmento de calçados femininos, é uma das preferidas e mais consumidas atualmente pela população brasileira.

A marca, que reúne conceito, alta qualidade e design contemporâneo, vem conquistando cada vez mais as mulheres de todas as idades, tornando-se, em pouco tempo, referência no lançamento de tendências no país estando sempre presente nos editoriais de moda das mais prestigiadas revistas, jornais e websites do país, como referência de *fast fashion*⁵ em calçados, bolsas e acessórios femininos.

Nos dias atuais se encontra presente em todos os Estados do Brasil e os produtos da marca contam com uma forte rede de distribuição, que inclui franquias, lojas multimarcas e *webcommerce*⁶.

⁴ Termo em inglês utilizado na área de marketing empresarial como uma maneira de qualificar as marcas que são mais populares na mente (mind em inglês) dos consumidores.

⁵ Termo utilizado para designar a renovação constante das peças comercializadas no varejo de moda.

⁶ Comércio Eletrônico

As lojas próprias estão localizadas no Rio de Janeiro, São Paulo e Rio Grande do Sul e, no mercado internacional, seus produtos são comercializados por meio de franquias e lojas multimarcas.

2.2.2. Schutz

A Schutz iniciou suas atividades em agosto de 1995 e foi fundada pelo atual CEO da Arezzo, Alexandre Birman, com a missão de fornecer conceitos de produtos relacionados a design, qualidade, moda e liberdade de expressão.

A marca investe fortemente na pesquisa de tendências e no desenvolvimento de novos materiais e tecnologias para criar seu portfólio de produtos. O resultado é que a série desenvolvida reflete o espírito das jovens contemporâneas, que buscam modelos cada vez mais ousados e diferentes.

Hoje em dia, a Schutz possui uma rede de pontos de venda de calçados, bolsas e acessórios em todos os estados brasileiros. Além disso, também são encontradas lojas próprias nas principais capitais do país e lojas-conceito nos principais polos da moda do Brasil.

No mercado internacional, a marca possui duas lojas próprias, localizadas na Madison Avenue em Nova York e na Beverly Avenue em Los Angeles, além de estar em vários pontos de venda, multimarcas e online.

2.2.3. Anacapri

Lançada em 2008 com o nome de uma cidade de uma ilha do Mediterrâneo, a marca pretende simplificar o cotidiano feminino ao somar personalidade, qualidade, preço e conforto, caracterizando-se por um conceito de sapato plano mais casual, ou seja, o "sapato baixo".

Além de possuir lojas em São Paulo e no Rio de Janeiro, a Anacapri também possui direitos de franquia em todos os estados brasileiros. A participação na tradicional Feira Couromoda em 2011 marcou a entrada da marca em canais multimarcas, proporcionando acesso a diversos pontos de venda no Brasil.

Em 2017, a Anacapri teve um marco importante em sua história: a inauguração da nova loja conceito “Espaço Descomplica” em São Paulo. O lançamento fez com que a marca se tornasse uma das maiores de calçados femininos do país, consolidando-se no mercado como uma marca jovem, fácil de usar e focada em sapatos baixos para todos os tipos de eventos.

2.2.4. Alexandre Birman

O fundador da marca Schutz, Alexandre Birman, projetou sua marca homônima em 2008, com o objetivo de conquistar mulheres requintadas modernas, que valorizam o design único e luxuoso de seus pés. A marca é construída de matérias-primas nobres e exóticas, que ainda contam com a produção artesanal de seus produtos. Nesse sentido, Alexandre Birman é a escolha de celebridades e ícones da moda.

Além de estar nos diferentes estados brasileiros, a marca se encontra ao redor do mundo nas melhores multimarcas do mundo, como Bergdorf Goodman e Saks Fifth Avenue.

2.2.5. Fiever

Em dezembro de 2015, a marca nasceu com o conceito urbano, descolado e despretenso, visando o público jovem, cujo nome faz uma alusão a *five*⁷ (5ª marca do grupo) e *fever*⁸, febre em inglês. A marca possui lojas no Rio de Janeiro e São Paulo.

O caminho percorrido inclui a participação de seus consumidores na construção da marca, buscando sempre a inovação e acompanhando a atual geração, que é uma geração descontraída, curiosa e inquieta. A marca é muito conhecida por seus icônicos tênis de sola branca, que incorporam suas características: prática, descolada e versátil.

⁷ Palavra em inglês que significa cinco.

⁸ Palavra em inglês que significa febre.

2.2.6. Alme

A Alme foi criada após um ano de pesquisas qualitativas e quantitativas com consumidores de diferentes idades. Durante essas consultas, as mulheres expressaram o desejo de sair de casa e se preparar para tudo que pode acontecer em um dia nas ruas. Com um estilo atemporal, a Alme busca atender às necessidades das consumidoras que desejam usar calçados confortáveis e bonitos para todas as ocasiões.

Dessa forma, visando principalmente o conforto, a estrutura do calçado Alme envolve a flexão do pé e proporciona o bem-estar ao longo do dia. A palmilha é em espuma viscoelástica, que mantém a elasticidade ao longo do tempo. Já os sapatos de salto alto, que são principalmente de altura média e grossos, traz maior facilidade e confiança na hora de andar. Assim, os produtos incluem estilos clássicos como salto alto, botas, calçados esportivos, tamancos e calçados esportivos casuais.

2.2.7. Vans

A Vans foi a primeira marca não local a ser adquirida pela companhia Arezzo & Co, com o principal objetivo de expandir seu público alvo para homens, crianças e vestuário.

Desde 1966, a marca Vans é a marca original da "Off the Wall"⁹, criando calçados, roupas e acessórios voltados para o meio do esporte para skatistas, surfistas, ciclistas de BMX e *snowboarders* de todo o mundo. Uma de suas principais características é a sua cultura jovem com o objetivo principal de promover a autoexpressão e autenticidade. Além disso, a Vans vem cada vez mais vinculando as raízes profundas da marca em esportes radicais com arte, música e cultura de rua.

2.2.8. AR&Co

O Grupo Reserva, criado por Rony Meisler e Fernando Sigal, nasceu no ano de 2010 com o objetivo de diversificar e modernizar as roupas para o público masculino.

⁹ "Off The Wall" foi um termo criado em meados dos anos 70 quando skatistas estavam praticando novos truques em piscinas vazias e patinando fora da parede

Após a fusão com a Arezzo&Co, em 2020, o grupo passou a ser nomeado de AR&Co, representando a combinação das siglas de cada uma das empresas.

Alexandre Birman e Rony Meisler começaram a pensar na união das companhias no meio da pandemia movidos pela vontade de somar a moda e a tecnologia para cuidar e melhorar a vida das pessoas. Dessa maneira, além das marcas Arezzo, Schutz, Anacapri, Alexandre Birman, Fiever, Alme e Vans, a companhia Arezzo & Co contemplará as marcas da Reserva, sendo elas: a própria Reserva, Reserva Mini, Oficina Reserva, Reserva Go, Eva e Ink.

2.2.9. TROC

Fundada por Luanna Toniolo em 2016 e adquirida pela Arezzo & Co em novembro de 2020, a TROC é um brechó online com o objetivo de redefinir a cultura do consumidor e ter um impacto positivo na promoção da moda sustentável.

A marca possui um foco maior em produtos usados de marcas de moda de luxo, sendo um de seus diferenciais a prestação de serviços de curadoria, registro, precificação e venda de produtos usados em sua plataforma.

A venda das peças é realizada na internet e o vendedor da TROC envia as peças pelo correio ou providencia a recolha das peças em casa, sendo que após a venda das peças a TROC fica com uma determinada porcentagem do valor.

Atualmente a marca inaugurou sua primeira loja autônoma temporária, a TROC FLASH POP UP, em um dos mais famosos shoppings de Curitiba.

2.2.10. ZZ MALL

O ano de 2020 foi um ano de aceleração de grandes mudanças por conta da pandemia do COVID-19.

Em um cenário onde as vendas digitais se tornaram essenciais, a Arezzo & Co viu a oportunidade e necessidade de se remodelar. Assim, nasceu o ZZ MALL, sendo

a primeira plataforma 100% digital da Arezzo&Co, contando com site, APP, revista digital MAGAZZINE entre tantos outros produtos e serviços.

O marketplace conta com todas as marcas Arezzo & Co e AR&CO, além de diversas marcas premium do mercado de moda e beleza mundial, como Vivara, Hope, MOB, Spezatto, TVZ, entre outras. Dessa forma, o ZZ MALL é um ecossistema plural em constante expansão, sempre visando o bem estar e a melhor experiência para os seus clientes.

2.2.11. Baw clothing

A aquisição da Baw Clothing pela Arezzo & Co veio com o objetivo de complementar o segmento de vestuário da AR&Co agora com *streetwear*¹⁰.

A Baw clothing é uma DNVB¹¹ com modelo de negócios 100% digital, que nasceu em 2014 no Bom Retiro, São Paulo.

A marca tem a cultura de democratizar a moda e criar novas tendências com atitude, autenticidade e irreverência. Atualmente é uma das mais reconhecidas marcas de streetwear do país, lançando coleções quinzenais. A Baw é caracterizada por duas palavras: inovação e originalidade. Dessa maneira, a marca origina peças que representam os clientes exatamente como eles são.

2.2.12. My Shoes

Em setembro de 2021, a Arezzo & Co adquiriu a My Shoes, uma marca de calçados e bolsas.

¹⁰ O streetwear é um estilo que representa a essência urbana e cultural de cada comunidade ao redor do mundo, através de roupas e acessórios.

¹¹ Digitally Native Vertical é o termo utilizado para definir empresas que nasceram no meio digital e que se relacionam diretamente com o consumidor final, controlando seu produto do início da produção até sua distribuição.

A marca é reconhecida principalmente por ter produtos de qualidade estilosos e com foco na acessibilidade de classes mais baixas do país. Em 2018, a marca tinha 40 direitos de franquia e estava inativa desde então.

Através de uma pesquisa realizada com consumidores e varejistas foi mostrado uma falta de marcas democráticas com conteúdo de moda no mercado. Dessa maneira, a aquisição da My Shoes por parte da Arezzo & Co representa mais um passo na estratégia de expansão, ampliando o seu público alvo do grupo na área de calçados femininos, através de uma imagem pública mais diversificada e com todos os tipos de preços.

Além disso, a companhia vem utilizando todo o seu conhecimento da Arezzo & Co em P&D para desenvolver redes de *outsourcing*¹² em São Paulo e Santa Catarina. Nesse contexto, os produtos My Shoes são fornecidos por meio de três canais, com foco na digitalização.

A marca primeiro atua no site do Mercado Livre e depois por meio de *e-commerce*¹³ próprio, também operado pela plataforma. Nesses dois modelos, o mercado livre será responsável por toda a logística e distribuição dos produtos. Além disso, o My Shoes também é comercializado por meio de canais multimarcas, o que lhe permite operar em nível regional com baixa renda per capita, que possui baixa participação de mercado.

2.3 Modelo de Negócios

Arezzo & Co se concentra em prever os desejos de seus consumidores e, principalmente, das mulheres brasileiras. A companhia conta com um modelo de negócios diferenciado, cuja estrutura de fornecedores e suas equipes de *P&D*¹⁴ disponibiliza para os seus clientes de 7 a 12 coleções por ano. As mais de 894 lojas,

¹² Terceirização, ou seja, transferir tarefas, operações, trabalhos ou processos para uma força de trabalho externa, contratando terceiros por um período de tempo determinado.

¹³ Comércio Eletrônico.

¹⁴ Pesquisa e Desenvolvimento

sendo 145 lojas próprias e 749 franquias, estão sempre atualizando seus produtos, com o intuito de conquistar cada vez mais clientes e, assim, cumprir sua visão: “Ser líder em moda no Brasil, com presença internacional.”.

Além disso, a companhia obteve mais de 157 milhões de visitas nos sites e aplicativos das marcas. Isso é justificado quando todas as marcas contam com uma estratégia de comunicação integrada e expressiva, desde a criação das campanhas até o ponto de venda, além de conteúdos direcionados de forma personalizada. A forte presença nas redes sociais e mídia digital e imprensa são ilustradas pelos mais de 15 milhões de seguidores na rede social *Instagram*. A empresa também realiza diversos eventos de moda e comportamento, o que estreita ainda mais o relacionamento com celebridades nacionais e internacionais e a forte presença da imprensa.

A empresa e suas subsidiárias apresentam uma operação de negócio diferenciado, baseado em cinco linhas de negócios:



Figura 4: Modelo de negócios da Arezzo&Co.

Fonte: Apresentação Institucional Arezzo&Co (Arezzo&Co, Setembro de 2021).

2.3.1 P&D

A Arezzo & Co fornece aos seus clientes 7 a 12 coleções novas todos os anos. Para isso, mantém um processo confiável de pesquisa e desenvolvimento coordenado

com modelos estruturados de compras e logística, que ocorre em 4 estágios: pesquisa, desenvolvimento, *sourcing*¹⁵ e entrega.

A primeira etapa do processo é a de pesquisa, no qual envolve a identificação do comportamento do consumidor e das tendências da moda. A Arezzo & Co monitora sempre de perto o direcionamento da moda dos consumidores, tanto no Brasil quanto ao redor do mundo, trazendo um grande suporte para a criação de novos produtos em cada coleção. Atualmente já constam cerca de 30.000 pares de catalogação.

Já a etapa de desenvolvimento fica encarregada de oferecer aos seus clientes apenas os produtos de maior sucesso e os últimos conceitos de moda de cada série. Esse processo começa a partir da criação de mais de 10 mil modelos no ano e em seguida, cerca de 65% dos modelos criados são apresentados à equipe de vendas em conjunto com as operadoras e, por fim, são produzidos os modelos que serão fornecidos na loja, respondendo por 50% do total de modelos desenvolvidos.

A terceira etapa, *sourcing*, realiza análises e pesquisas para determinar o melhor processo produtivo, gerando compras flexíveis. Os produtos podem ser desenvolvidos em fábrica própria (Vale dos Sinos, no Rio Grande do Sul), ou em fábricas e estúdios independentes contratados pela Arezzo & Co, dependendo dos calçados. O fabricante utiliza alguns dos materiais fornecidos pela Arezzo & Co e segue as especificações técnicas, testando peças e quantidades estabelecidas para a fabricação dos itens.

A última etapa é a de entrega, no qual os produtos são distribuídos para todas as lojas em todo o país de forma coordenada, mantendo uma estrutura de distribuição muito estável, e dezenas de milhares de itens podem ser entregues todos os dias.

2.3.2 Comunicação e marketing

A Comunicação e Marketing são os elementos básicos dos negócios da Arezzo & Co. São depositados por franqueados, todos os meses, e usado para desenvolvimento

¹⁵ Sourcing é um método que permite à empresa analisar o orçamento total do valor a ser gasto com determinados produtos ou serviços.

de estratégia de marketing e publicidade, a fim de divulgar a rede de franquias de todas as marcas, uma vez que acreditam que isso é se posicionar como referência de mercado.

A Arezzo & Co formulou uma estratégia de marketing eficaz, vinculando a marca aos atuais artistas e formadores de opinião pública, e abrindo uma loja-conceito em uma rua estratégica da principal capital do Brasil.

Vale salientar que a empresa ganha muita visibilidade ao ter cinco lojas próprias na Rua Oscar Freire, uma das ruas mais famosas do Brasil. Dessa maneira, a Arezzo & Co não só vende seus produtos, mas como oferece aos clientes uma experiência de compra única.

2.3.3 Sourcing e Logística

As compras da Arezzo & Co combinam a produção própria do parque fabril de Campo Bom, no Rio Grande do Sul, com o sistema *façon*, que envolve a assinatura de contratos com fábricas e estúdios independentes e profissionais.

A empresa fornece algumas das matérias-primas necessárias à produção para fábricas e estúdios independentes, proporcionando ganhos de escala em termos de investimento em compras e na qualidade e uniformidade dos materiais utilizados. Além disso, a empresa sempre utiliza a melhor mão de obra disponível em cada especialidade para otimizar a produção.

Vale salientar que os produtos são distribuídos simultaneamente para todas as lojas do país e, em 2016, a empresa inaugurou um novo centro de distribuição em Cariacica (ES) a fim de ampliar a capacidade de reposição.

2.3.4 Distribuição Diversificada

A Arezzo & Co tem uma variedade de modelos de distribuição que podem capturar valor na cadeia e expandir os capilares de distribuição e popularidade da marca. Uma das estratégias é a localização da loja própria a fim de melhor absorver a demanda por seus produtos e o melhorar o entendimento do varejo.

Dessa forma, a empresa melhorou interação com os clientes finais e desenvolveu ainda mais o processo de varejo e a gestão do ponto de venda.

As lojas-modelo, em particular, são uma excelente ferramenta de divulgação e promoção da marca, que pode fortalecer outras atividades de marketing e publicidade do grupo. Já o modelo de franquia permite a expansão de forma bem adaptada às necessidades de onde estão inseridas.

Além disso, o canal multimarcas complementa outros canais porque pode fornecer capilares maiores em cidades menores e novas marcas que as empresas irão lançar no mercado. As lojas multimarcas vendem em todos os estados e em cerca de 50 países ou regiões no exterior.

Por fim, o novo canal de *e-commerce* fortalece a estratégia OMNI da empresa, que significa sempre fornecer aos clientes todos os pontos de contato relevantes e promover uma experiência única. A empresa também atua nos Estados Unidos por meio de canais de atacado, *e-commerce* e varejo, com lojas próprias em Nova York e Los Angeles.

Vale salientar que durante a pandemia o *e-commerce* foi um canal de venda fundamental, visto que as pessoas não estavam podendo sair de suas casas para fazer compras. Dessa maneira, as vendas não-presenciais foram essenciais para manter os patamares de receita dos últimos anos. As frentes de integração de canais *online* e *off-online* apresentaram forte evolução em lojas habilitadas e na representatividade das vendas.

Isso é demonstrado quando as vendas realizadas através das iniciativas “Retire na Loja” e “Entrega pela Loja”, que são faturadas pelas lojas físicas, apresentaram receita de 1,8 vezes superior em 2020 em relação ao ano de 2019. A figura 5 a seguir ilustra exatamente esse movimento, que será abordado com mais detalhes adiante.

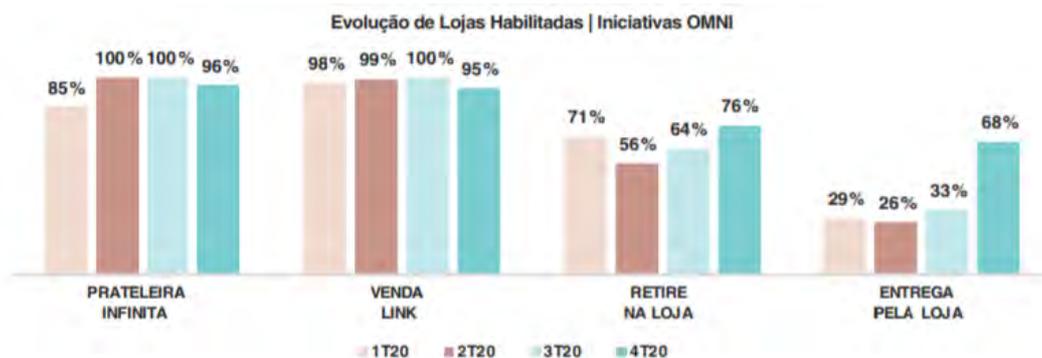


Figura 5: Evolução das Vendas Online.

Fonte: Edital da Arezzo&Co (Arezzo&Co, Março de 2021).

2.3.5 Gestão

A Arezzo & Co possui uma equipe experiente de profissionais com amplo conhecimento do setor e dos negócios. A marca busca a participação de pessoas com conhecimentos e valores complementares e estimula a discussão e a disseminação de informações. A equipe conta com treinamentos constantes e desenvolvimento em linha com a cultura e estratégia organizacional.

A empresa pauta a gestão de seus relacionamentos internos e externos com base nos seguintes princípios e valores: desafio, envolvimento, flexibilidade, paixão, transparência e união.

2.4. Estrutura Acionária

A companhia Arezzo&Co, de capital aberto na bolsa de valores brasileira, possui capital social composto por 99.631.414 ações ordinárias nominativas, escriturais e sem valor nominal.

Os acionistas controladores da empresa são Srs. Anderson Lemos Birman e Alexandre Café Birman, da família fundadora da Arezzo, e eles controlam 45.670.336 ações, o que representa 45,84% do capital social. Das remanescentes ações, 0,01% pertencem aos administradores e 54,15% referem as ações que se encontram livres para negociação no mercado.

De acordo com as informações do site oficial da B3, referentes à data base de 29/09/2021, do *free float*¹⁶ não há nenhum acionista relevante com 5% ou mais do capital.



Figura 6: Composição Acionária da Arezzo&Co.

Fonte: Apresentação Institucional Arezzo&Co (Arezzo&Co, Setembro de 2021).

2.5 Governança Corporativa

2.5.1 Conselho de Administração

A companhia é participante do Novo Mercado, o mais alto nível de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA e devido a sua listagem neste segmento, está sujeita às suas decisões e regras.

O Conselho de Administração da companhia é composto por, no mínimo cinco e, no máximo, dez membros, dos quais 20% devem ser conselheiros independentes, nos termos do Regulamento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA. O mandato tem duração de dois anos, mas a reeleição é permitida.

Atualmente o Conselho de administração é composto por sete membros, sendo três deles independentes, e possui uma participação ativa no planejamento estratégico

¹⁶ Free float é um percentual que indica a quantidade de ações que as empresas listadas na Bolsa de Valores possuem em livre circulação.

da empresa. A figura 7 abaixo apresenta os membros do Conselho de uma forma mais detalhada.

Nome	Cargo	Eleição	Mandato
+ Alessandro Giuseppe Carlucci	Presidente	AGO de 2021	AGO de 2023
+ José Ernesto Beni Bolonha	Vice Presidente	AGO de 2021	AGO de 2023
+ Alexandre Café Birman	Conselheiro Efetivo	AGO de 2021	AGO de 2023
+ Guilherme Affonso Ferreira	Conselheiro Independente	AGO de 2021	AGO de 2023
+ Renata Figueiredo de Moraes Vichi	Conselheiro Independente	AGO de 2021	AGO de 2023
+ Rony Meisler	Conselheiro Efetivo	AGO de 2021	AGO de 2023
+ Juliana Buchaim Corrêa da Fonseca	Conselheiro Independente	AGO de 2021	AGO de 2023

Figura 7: Membros do Conselho Administrativo.

Fonte: Site da Arezzo&Co (2021)

2.5.2 Conselho Fiscal

O Conselho Fiscal é de funcionamento não permanente e somente é instalado mediante solicitação dos acionistas, nos termos da Lei das Sociedades por Ações. Uma vez instalado, o Conselho Fiscal será composto por, no mínimo, três e, no máximo, cinco membros efetivos, acionistas ou não, e igual número de suplentes, eleitos pela Assembleia Geral da Companhia.

O Conselho Fiscal funciona de forma independente do Conselho de Administração, é formado por 3 membros, sendo os 3 efetivos. Dentre seus objetivos estão estabelecer as regras relativas ao funcionamento, estrutura, organização e atividades do Conselho Fiscal, a fim de proporcionar as condições adequadas para o exercício de suas funções. A figura 8 a seguir ilustra quem são os participantes desse Conselho.

Nome	Cargo	Eleição	Mandato
+ Martin da Silva Gesto	Membro Efetivo	AGO de 2021	AGO de 2023
+ João Luiz Trindade Telles da Silva	Membro Efetivo	AGO de 2021	AGO de 2023
+ Ricardo Gus Maltz	Membro Efetivo	AGO de 2021	AGO de 2023

Figura 8: Membros do Conselho Fiscal.

Fonte: Site da Arezzo&Co (2021)

2.5.3 Diretoria Estatuária

A Diretoria é composta por, no mínimo dois e, no máximo, dez membros, acionistas ou não, residentes no país, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo Conselho de Administração, sendo permitida acumulação de cargos.

O CEO¹⁷ (*Chief Executive Officer*) da companhia, desde 2013, é o Sr. Alexandre Café Birman. Desde muito jovem ele começou a fabricar sapatos, na empresa da família e atualmente acumula mais de 20 anos de experiência no mercado calçadista. Alexandre cursou a FUMEC de Belo Horizonte e participa do *Owners and President Management*, Programa da Harvard Business School, em Boston no Estados Unidos.

Ele iniciou sua história na empresa em 1995, antes mesmo do IPO, quando fundou a Schutz, hoje, uma das marcas do portfólio da companhia. Além disso, conquistou um dos mais respeitados prêmios da indústria calçadista mundial, o “*The Vivian Infantino Emerging Talent Award*”.

Atualmente, a Diretoria da Arezzo&Co é composta por dois membros: o Diretor Presidente, Alexandre Café Birman, e o Diretor Vice-Presidente Corporativo e CFO, Rafael Sachete. A figura 8 apresenta mais detalhes sobre a Diretoria Executiva da companhia.

¹⁷ Diretor Executivo

Nome	Cargo	Eleição	Mandato
+ Alexandre Café Birman	Diretor Presidente	29/04/2021	AGO de 2023
+ Rafael Sachete	Diretor Vice-Presidente Corporativo e CFO	29/04/2021	AGO de 2023

Figura 9: Diretoria Estatuária.

Fonte: Site da Arezzo&Co (2021)

2.6 Arezzo & Co e o COVID-19

A pandemia do COVID-19 mudou o rumo econômico global e no Brasil não poderia ser diferente. O Produto Interno Bruto (PIB) registrou uma queda de 4,1% em 2020, segundo os dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Em um cenário de isolamento social e fechamento do comércio por meses, em diversos estados do país, o comércio físico passava a não ser mais uma realidade, dando espaço as vendas *on line*.

Dessa maneira, em 2020, a Arezzo & Co. experimentou uma forte aceleração de seus canais de negócios online e iniciativas omnicanal, ou seja, possuir uma comunicação que atua de forma linear em todos os canais, sejam eles online ou off-line. Assim, uma das principais frentes foi a integração dos canais físico e online, pilar essencial durante os períodos mais desafiadores da pandemia.

No quarto trimestre de 2020, mesmo com a reabertura da loja física, o canal de *web commerce*¹⁸ seguiu a tendência de aceleração, e registrou R\$ 162,4 milhões de receita bruta (R\$ 526,4 milhões no ano), com crescimento de 139,0%. O canal online em 2020 representou 22,4% da receita consolidada da Arezzo&Co., enquanto representava apenas 13,4% no mesmo período de 2019.

A figura 10 representa a evolução da *web commerce* da Arezzo & Co no período da pandemia, de março até dezembro de 2020. Em dezembro está sendo incluída a marca Vans e o Grupo Reserva.

¹⁸ Comércio Online.



Figura 10: *Evolução do Web Commerce.*

Fonte: Edital da Arezzo&Co (Arezzo&Co, Março de 2021).

Além disso, durante a pandemia do Coronavírus, a companhia lançou a ZZ MALL, sendo sua primeira plataforma 100% digital, contando com site, APP, revista digital MAGAZZINE entre outros produtos e serviços. Após o lançamento oficial, a plataforma registrou 114,0% em aumento de visitas, demonstrando forte aderência dos consumidores-alvo à plataforma.

Além do site, conta com um aplicativo que já registrou mais de 148 mil downloads e desde o lançamento muitas marcas demonstram interesse em se juntar ao ZZ Mall. Na figura 11 observa-se a imensa proporção que as vendas online tomaram de outubro de 2020 até fevereiro de 2021.



Figura 11: Receita Influenciada Online contra Receita Total.

Fonte: Edital da Arezzo&Co (Arezzo&Co, Março de 2021).

Já no mercado externo, nos Estados Unidos a receita registrou crescimento de 19,1%. Assim como no Brasil, a operação norte-americana demonstrou evolução na performance de receita frente aos impactos sofridos no segundo e terceiro trimestre de 2020, em decorrência da pandemia do COVID-19 no mundo.

Como destaque, os canais de comércio online e atacado da marca Schutz aumentaram, respectivamente, 55,4% e 33,3% reais fortalecendo a firme adesão à nova estratégia de preços da marca.

Assim como a Arezzo & Co começou a se fortalecer no segundo semestre do ano, o negócio norte-americano manteve um nível de equilíbrio de *EBITDA*¹⁹ e atingiu um resultado positivo de 6,7 milhões de reais no quarto trimestre.

Por outro lado, as vendas de exportações de calçados para o resto do mundo caíram 6,2% no quarto trimestre de 2020. Isso é explicado pelo impacto da pandemia, que continuou a afetar a Europa e a América Latina desde fevereiro de 2020.

Vale salientar que mesmo com o impacto do COVID-19, a empresa conseguiu atingir 35 aberturas líquidas em 2020, excluindo a incorporação do Grupo Reserva, finalizando 2020 com 901 lojas, sendo 890 no Brasil e 11 no exterior, considerando o Grupo Reserva.

No quarto trimestre de 2020, abriu 44 lojas líquidas (excluindo o Grupo Reserva), sendo elas: vinte e cinco lojas BriZZa, nove lojas Anacapri, quatro lojas regulares Arezzo, quatro lojas no formato *light*²⁰ Arezzo, quatro lojas Vans, uma loja Schutz e uma Loja Alexandre Birman.

¹⁹ Ebitda é uma sigla em inglês, que em português significa: Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização. É um indicador muito utilizado para avaliar empresas de capital aberto.

²⁰ O formato Light é um modelo de negócio mais econômico pois o custo total inclui instalação, soluções técnicas, primeiro estoque, capital de giro e taxas de franquia.

3. O SETOR DE VAREJO

A Arezzo é uma empresa de varejo de moda voltada para o mercado de calçados, que comercializa atualmente mais de treze milhões de pares de calçados por ano, além de bolsas e acessórios.

O mercado de Varejo é um setor que atende diretamente ao consumidor final, ao contrário do atacado, no qual grande parte dos produtos é comercializada para revenda a outras empresas, geralmente varejistas.

O termo varejo é utilizado como sinônimo de "venda unitária" no Brasil, referindo-se a uma haste utilizada como instrumento de medida para cortar pedaços de tecido, corda e fio utilizada em lojas especializadas em vender esses materiais.

O setor varejista brasileiro é o responsável pela maior geração de empregos formais no país, afetando de forma expressiva o PIB e costuma apresentar dados de crescimento forte. Segundo o SEBRAE (2016), o setor de varejo, em especial o varejo de moda, é cíclico e um dos setores que mais impacta a economia nacional.

Além do setor impactar no aspecto econômico, outro meio que tem considerável relação é com o setor de tecnologia. O comércio eletrônico vem dando passos cada vez mais largos e as empresas com foco em um canal de vendas online estão tomando destaque nesse novo cenário, como é o caso da Arezzo & Co. A figura 12 demonstra o crescimento do faturamento através do e-commerce no comércio varejista até o primeiro semestre de 2020.

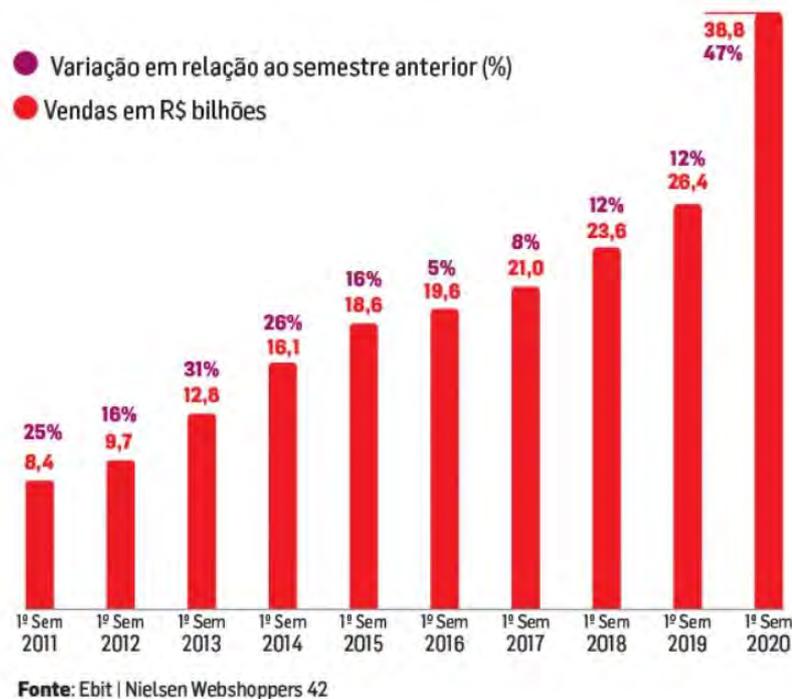


Figura 12: Faturamento do E-commerce no Comércio Varejista.

Fonte: Ebit|Nielsen, em parceria com a Elo (2020)

3.1 O Varejo e a Visão MACRO

Além da tecnologia, a indústria de Varejo possui uma forte sensibilidade com a economia. Com a atual taxa SELIC em 13,25 % a.a. e uma inflação acumulada nos últimos dozes meses (até maio de 2022), segundo os dados do IBGE, de 11,73 %, o cenário encontra-se desfavorável para o crescimento do setor de varejo com indicadores negativos. Isso acontece, pois há uma menor disponibilidade de crédito pela alta taxa de juros do cenário atual em paralelo à uma inflação descontrolada que faz com que haja uma instabilidade nos preços.

O atual cenário de taxa de juros alta traz consequências diretas aos investimentos dos consumidores, tanto de pessoas físicas quanto de jurídicas, pois com uma taxa de juros maior, mais caro se tornar obter crédito, diminuindo os investimentos na economia como um todo e do consumo.

A inflação alta também afasta as compras dos planos de consumo dos brasileiros levando-os a restringir a compra de bens menos essenciais, principalmente os de classes mais baixas. Isso porque, com o aumento dos preços dos produtos de alimentos, não há espaço para aquisição de itens que não são extremamente necessários. Desse modo, as

famílias brasileiras não possuem espaço em seus orçamentos para esticar as compras, e com isso, ocorre uma desaceleração da economia.

3.2 Impactos COVID-19

Com a pandemia global causada pelo Covid-19, a rotina das pessoas em todo o mundo virou de cabeça para baixo. As empresas passaram a não trabalhar mais presencialmente, o home office se instaurou, as escolas cancelaram as aulas e eventos foram adiados. Outro reflexo está no consumo das famílias e empresas e, com isso, ocorre o impacto no varejo, que afeta toda a economia.

Diante do cenário de pandemia global, a orientação de muitos países foi o isolamento social, para que dessa forma, a população evitasse ao máximo sair às ruas. No Brasil, não foi diferente. Por muito tempo apenas farmácias, supermercados e Pet Shops ficaram abertas.

Dessa maneira, a forma em que o mundo passou a consumir mudou drasticamente. O consumo de bens essenciais passou a ser o foco, como remédios e alimentos, enquanto os não essenciais, sapatos e roupas, foram deixados em segundo plano.

Para o varejo, uma das grandes preocupações foi a quebra de estoque. Afinal, em alguns segmentos, como alimentício, por exemplo, há uma tendência das pessoas comprarem em mais quantidade e guardarem mantimentos durante uma situação de pandemia. Com isso, alguns países adotaram medidas para controlar o número de pessoas nos supermercados ao mesmo tempo, a fim também de diminuir a probabilidade de contaminação.

Por outro lado, o distanciamento social teve um impacto substancial nas vendas pela internet. Por essa razão, nos Estados Unidos, o crescimento do comércio eletrônico em 2020 foi de 32,4%, passando para 794,5 bilhões de dólares. E no Brasil não foi diferente: com um aumento de quase 50% no faturamento. (MARTUCCI, 2021)

Nesse cenário, o comércio eletrônico fez com que as empresas do mundo todo, tanto no âmbito nacional quanto local, se reinventassem para manter o ritmo de vendas mesmo com a pandemia.

4. CONCORRÊNCIA

Empresas varejistas enfrentam, todos os dias, uma forte concorrência em um setor conhecido por seu mercado altamente fragmentado. O varejo brasileiro sempre foi caracterizado por um dos maiores e, conseqüentemente, um dos mais competitivos. Isso porque existe uma grande variedade de produtos, lojas, diversidade de preços, qualidade, propagandas de televisão e etc. Ademais, as poucas barreiras à entrada de fabricantes estrangeiros aumentam significativamente a competição com fornecedores locais.

Nesse cenário, para se manter competitiva no mercado, a Arezzo implementou diversas estratégias, como globalização de marca e transformação digital. O processo de internacionalização é amplamente utilizado, principalmente no setor calçadista, que precisa ser mais competitivo em um mercado cada vez mais globalizado.

A expansão internacional da Arezzo começou em 2002, muito depois de sua principal concorrente, a Grendene, que começou a exportar no final da década de 1970. Conseqüentemente, a Arezzo possui menos presença no exterior do que as principais rivais Grendene e Alpargatas, com cerca de 11% da receita da empresa proveniente de exportações e operações nos EUA. Dessa maneira, a estratégia de internacionalização torna-se cada vez mais fundamental.

Já no âmbito da transformação digital, a crise desencadeada pela Covid-19 fez com que a Arezzo acelerasse ainda mais suas vendas digitais, como visto anteriormente. Vale ressaltar que esse é considerado um dos principais pilares para o crescimento das empresas do setor calçadista.

Como resposta à aceleração, em 2020 (os primeiros nove meses do ano), cerca de 30% da receita total da Arezzo veio do comércio online. A Fiever e Schutz são as marcas da empresa mais digitais, já que as vendas online representam volume maior de 70% da receita das duas grandes marcas, posicionando a empresa à frente de seus principais concorrentes, como Alpargatas e Grendene.

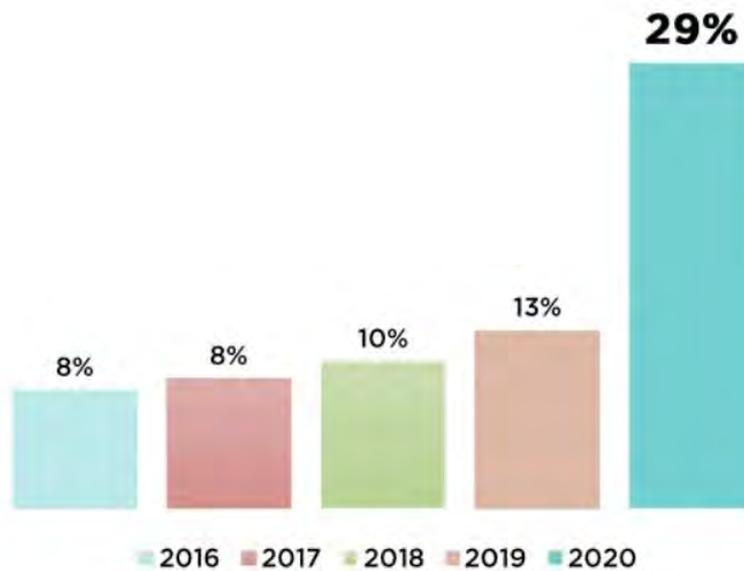


Figura 13: Evolução das vendas digitais da Arezzo & Co.

Fonte: RI Arezzo.

Outro ponto de destaque para Arezzo & Co, a fim de se diferenciar de seus concorrentes, foi a de comprá-los. Isso porque não só a empresa consegue eliminar um concorrente, mas também conquista maior participação de mercado e mais liberdade para alterar preços.

Esse movimento pode ser observado com força desde 2019 com o licenciamento da marca Vans no Brasil e em 2020 com a incorporação do Grupo Reserva e aquisição de 75% do brechó online Troc. Posteriormente, em 2021, com a aquisição de Baw Clothing, MyShoes e Carol Bassi. Nesse contexto, não só o porte da empresa aumenta significativamente, como também diversificam o portfólio de produtos. Dessa maneira, a Arezzo&Co, uma das principais marcas do varejo brasileiro de vestuário e calçados, abre vantagem perante suas principais concorrentes.

5. METODOLOGIA

O Valuation é, simplificando, o valor justo de um ativo a fim de auxiliar investidores no processo de tomadas de decisão. O cálculo desse valor é baseado a partir da definição de premissas, que apesar de subjetivas e variarem por múltiplos fatores, são metodologias muito utilizadas e possuem bases sólidas. Nesse sentido, é possível

alcançar um preço final e determinar se o ativo está sendo negociado com ágio ou deságio, de acordo com o mercado no momento.

Na abordagem definida como intrínseca, segundo Aswath Damodaran, “o valor intrínseco de um ativo é determinado pelos fluxos de dinheiro que você espera que ele irá gerar até o fim dos tempos, e o quanto você considera de incerteza sobre esses fluxos” (2012, página 4). Dessa forma, o intuito da análise é trazer a valor presente, mediante a uma taxa de desconto, o fluxo de caixa futuro de uma empresa.

Portanto, o presente trabalho utilizará a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado a fim de calcular o valor justo da ação da empresa Arezzo Indústria e Comércio S.A.

5.1 Fluxo de Caixa Descontado

De acordo com Damodaran (2002), o método de Fluxo de Caixa Descontado (*Discounted Cash Flow* - DCF) é um dos mais importantes e mais utilizados para calcular o valor de empresas de capital aberto. O método aborda, baseado na regra do valor presente, como o valor justo de uma empresa é determinado pelo valor presente de seus fluxos de caixa futuros esperados e descontar a valor presente através de uma taxa que reflita o risco associado ao empreendimento.

É importante pontuar que para que o método seja utilizado da forma mais conveniente, é preciso que a empresa possua fluxos de caixa positivos e nunca negativos. Isso porque, no ponto de vista de Damodaran (2002), fluxos negativos quando são tragos para valor presente irão resultar em um resultado negativo para o valor do negócio. Dessa forma, não é eficaz no Método de Fluxo de Caixa Descontado, visto que o objetivo é promover um retorno positivo para os investidores em questão.

Segundo Damodaran, o método pode ser definido pela seguinte fórmula:

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

where,

n = Life of the asset

CF_t = Cashflow in period t

r = Discount rate reflecting the riskiness of the estimated cashflows

Equação 1: Fluxo de caixa descontado.

Fonte: Damodaran (2012).

Portanto, de acordo com o método acima utiliza-se o conceito de valor presente da empresa, a partir da soma dos fluxos de caixas futuros, dada uma taxa de desconto, demonstrada na Equação 1. Dessa maneira, esta é uma função do risco dos fluxos de caixa estimados, refletindo o retorno real esperado, as projeções de mercado e um ágio devido à incerteza associada ao fluxo de caixa.

No modelo de Fluxo de caixa descontado, a taxa de desconto é igual ao custo médio ponderado do capital ou WACC (Weighted Average Cost of Capital).

5.2 Fluxo de Caixa para o Acionista

O Fluxo de caixa para o acionista, em inglês, Free Cash Flow to Equity - FCFE, calcula a quantia do fluxo de caixa da empresa que será distribuída aos seus acionistas. Nesse método, não é levado em consideração no momento do cálculo o caixa gerado associado ao pagamento da dívida. Ele é calculado a partir do lucro líquido da empresa, das despesas de depreciação, investimentos, emissão de novas dívidas e o pagamento delas, concomitantemente ao cálculo do que será necessário como capital de giro, a variação de capital social e os itens sem efeito de caixa na DRE.

De forma simplificada, o Fluxo de caixa para o acionista é a diferença entre a entrada e saída de capital no nível do acionista, que ao ser distribuído pela quantidade de ações emitidas pela empresa, gera o preço de cada ação. Esse método também é muito famoso por representar o valor dos dividendos que serão distribuídos para os investidores.

O cálculo do FCFE é ilustrado a seguir:

Lucro Líquido
(+) Despesa de depreciação
(-) CAPEX
(-) Variação na necessidade de capital de giro
(+) Todos os itens sem efeito de caixa na DRE, além da depreciação
(+) Emissão de novas dívidas
(-) Pagamento do principal da dívida
(+) Variação no capital
= FCFE

Tabela 1: Fluxo de Caixa para o Acionista.

Fonte: Damodaran (2012).

Uma vez calculado os valores dos fluxos de caixas livres futuros, é necessário aplicar a taxa de desconto K_e , a fim de alcançar o valor presente dos fluxos de caixa e, por fim calcular o valor justo do ativo.

Segundo Damodaran (2012), o custo do capital próprio abrange a taxa de retorno exigida pelos investidores para realizar o investimento em uma empresa.

Dessa maneira, utiliza-se a equação 2 a seguir:

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

where,

CF to Equity_t = Expected Cashflow to Equity in period t

k_e = Cost of Equity

Equação 2: Fluxo de Caixa para o Acionista.

Fonte: Damodaran (2012).

5.3 Fluxo de Caixa para a Firma

Por outro lado, no modelo, Fluxo de Caixa para a Firma, em inglês, *Free Cash Flow to Firm* – FCFF, é utilizado o caixa após todos os pagamentos de dívidas, credores e acionistas. Depois dos pagamentos obrigatórios, o saldo restante irá ajudar no crescimento da empresa no longo prazo e irá refletir, posteriormente, em seu valor de mercado.

Para esse cálculo, primeiro estima-se o fluxo de caixa anterior aos pagamentos obrigatórios, para depois debitá-las. Sendo assim, o cálculo do FCFF começa com a soma entre o EBIT (1-t), depreciação e itens sem efeito de caixa na DRE, subtraindo os investimentos físicos, o valor necessário como capital de giro e as partes estatutárias. O cálculo está demonstrado na tabela a seguir:

(+) EBIT (1-t)
(-) Investimentos físicos
(+) Depreciação
(-) Variação na necessidade de capital de giro
(+) Itens sem efeito de caixa na DRE
(-) Partes estatutárias
= FCFF

Tabela 2: Fluxo de Caixa para a Firma.

Fonte: Damodaran (2012)

Na tabela acima, o EBIT, em inglês, *Earnings Before Interest and Taxes*, corresponde ao lucro antes dos juros e impostos e t corresponde a alíquota de imposto.

Após calcular o valor dos Fluxos de Caixa da Firma nos períodos futuros, também é preciso utilizar a taxa de desconto eficiente. Com isso, utiliza-se Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), uma vez que considera os custos de capital próprio e de terceiros, englobando todos os riscos da geração de caixa.

Com isso, utiliza-se a equação 3 a seguir:

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

where,

CF to Firm_t = Expected Cashflow to Firm in period t

WACC = Weighted Average Cost of Capital

Equação 3: Fluxo de Caixa para a Firma.

Fonte: Damodaran (2012)

5.4 Taxa de Desconto

Uma das variáveis mais importantes para alcançar o valor justo de uma empresa é a taxa de desconto. Isso porque a taxa irá traduzir os riscos e o custo de oportunidade de se investir em uma empresa. Nessa análise, a taxa r utilizada será a WACC (*Weighted Average Capital Cost*), que retrata uma média ponderada do custo do capital próprio (K_e) e de terceiros (K_d), com base na participação de cada uma dessas no financiamento da empresa. Dessa maneira, este indicador, é capaz de mostrar que o custo de capital da empresa é definido pela média ponderada das fontes de financiamento.

Portanto, a taxa de desconto é dada pela razão do capital total da empresa pelo capital próprio e o capital de terceiros. Como representado na equação 4 a seguir:

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

Equação 4: WACC.

Fonte: Damodaran (2012).

Onde,

K_e : Custo do capital próprio

K_d : Custo do capital de terceiros

E : Valor de mercado da empresa

D : Valor de mercado da dívida

$E / (D + E)$: Parcela de capital próprio em relação ao capital total da empresa

$D / (D + E)$: Parcela de capital de terceiros em relação ao capital total da empresa

t : Alíquota de imposto

5.5. Custo de Capital Próprio

O Custo de Capital Próprio é calculado a partir do Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM), que reflete a relação de risco e retorno esperada de um investimento. Esse indicador é calculado a fim de verificar se um ativo é valorizado, quando seu risco e o valor no tempo são comparados com o retorno esperado. Dessa maneira, é calculada a taxa de retorno própria para um ativo em uma carteira diversificada.

A equação 5 ilustra a fórmula a seguir do CAPM:

$$E(R_i) = K_e = R_f + \beta_i * (E(R_m) - R_f)$$

Equação 5: Fórmula de CAPM.

Fonte: Damodaran (2012).

Onde,

K_e : Custo de capital próprio

R_f : Taxa livre de risco

Beta i : Sensibilidade da ação aos movimentos do mercado

$E(R_m)$: Retorno esperado do mercado

$(E(R_m) - R_f)$: Prêmio de risco do mercado

A partir da equação acima e pressupondo um mercado competitivo, o prêmio de risco ($E(R_m) - R_f$) varia de acordo com o beta do investimento. Isso porque o prêmio de risco é dado pela diferença entre o retorno esperado e o retorno do ativo livre de risco, que para o investidor final significa o retorno que ele tomará para se expor ao risco do mercado.

6. VALUATION

Nesse capítulo será aplicado o modelo de Valuation descrito anteriormente, a partir dos dados divulgados pela empresa em seus relatórios anuais aos investidores, a fim de realizar uma análise quantitativa da empresa Arezzo.

6.1. Projeções Macroeconômicas

Para as projeções macroeconômicas, foram retirados os dados do sistema de expectativas disponibilizados pelo Banco Central Brasileiro publicado com a data base de 31/12/2021.

As premissas macroeconômicas utilizadas no modelo são o PIB (Produto Interno Bruto) Real e o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo). Para análise, será adotado a partir de 2024 um IPCA constante de 6,17% e um PIB Real de 2,0%, visto que o BACEN tem indicado a manutenção da taxa para os próximos períodos. Ademais, a análise da empresa vai até o ano de 2031. Já para as taxas nominais foi utilizado o CDS (Credit Default Swap) 10y e Us Treasury 10y (BBG). Vale ressaltar que o US Treasury foi escolhido por ser a referência de juros e o CDS por ser um indicador que reflete o custo da proteção para investir em títulos brasileiros. Nesse cenário, ao juntar as duas taxas é possível encontrar a taxa que torna atrativo investir no título brasileiro no lugar de investir no título americano. Dessa forma, essa medida é uma boa referência para qual seria a taxa de juros adequada para o mercado de juros brasileiro.

A tabela a seguir mostra o valor das variáveis citadas acima:

Premissas Macroeconômicas	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
IPCA	3,75	4,31	4,52	9,58	7,84	7,34	6,17	6,17	6,17	6,17	6,17	6,17	6,17	6,17
PIB Real	1,32	1,13	(4,10)	4,50	0,70	1,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
US Treasury 10y - Final	2,68	1,92	0,91	1,73	3,11	3,17	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38
CDS 10y	283,20	180,28	214,81	208,00	368,00	368,00	368,00	368,00	368,00	368,00	368,00	368,00	368,00	368,00

Tabela 3: Premissas macroeconômicas.

Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado do BCB.

6.2. Receitas e Despesas

Em primeiro lugar, torna-se necessário analisar a receita bruta e líquida da Arezzo&CO. Vale lembrar que a receita bruta é a receita total obtida das principais atividades da empresa e a líquida é a receita bruta com deduções (impostos sobre vendas, abatimentos, devoluções e cancelamentos).

A principal fonte de receita dessa varejista é a venda das suas mercadorias, como sapatos e bolsas, que somente são registradas quando os produtos são vendidos aos consumidores finais nas lojas próprias, ou quando são vendidos aos franqueados e às lojas multimarcas.

A receita da Arezzo&Co é a soma do mercado interno e mercado externo. Dentro do mercado interno, a projeção de receita pode ser separada entre as suas marcas: Arezzo, Schutz, AR&Co, Anacapri e outras marcas. Além disso, essas possuem operações de Lojas Próprias, Franquias, Multimarcas, E-commerce (Web) e outros.

Para as lojas próprias, o crescimento pode ser dividido em “vendas das mesmas lojas” (SSS²¹). Vale salientar que o crescimento de SSS é influenciado por alguns fatores: inflação, cenário macroeconômico e ganho de eficiência das lojas abertas anteriormente. Como a empresa realiza vendas a partir das lojas próprias e franquias, estima-se um SSS chamado de Sell In, atrelado às franquias, e um SSS chamado de Sell out, atrelado às lojas próprias. Esses parâmetros tiveram suas projeções realizadas a partir da inflação implícita da curva da NTN-B²².

(%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
SSS - Sell Out	4%	4%	-24%	34%	22%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
SSS - Sell In	5%	2%	-25%	43%	30%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Crecimento Receita Multimarcas	12%	10%	11%	88%	28%	24%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Crecimento Receita E-Commerce	26%	32%	145%	55%	28%	29%	22%	19%	16%	16%	16%	16%	16%	14%

Tabela 4: Histórico e Projeção de percentuais de crescimento das linhas de receita do mercado interno.

Fonte: Elaborado pela autora a partir das informações da empresa.

²¹ Sigla em inglês Same Store Sales, que representa um indicador utilizado com frequência no setor de varejo e também em abertura de novas lojas.

²² NTN-B é a sigla utilizada para denominar os títulos públicos que possuem rendimento atrelado à inflação (IPCA) mais uma taxa de juros prefixada.

No caso das vendas através de lojas multimarcas e e-commerce é preciso fazer uso de premissas de taxa de crescimento. No caso das multimarcas, a taxa utilizada parte da premissa de uma tendência histórica de crescimento. Já a taxa de crescimento de Web commerce possui uma curva de crescimento acima da anterior visto que as compras via internet aumentaram significativamente com a pandemia e se manterá em níveis altos nos próximos anos.

Já para a abertura de novas lojas, foi calculada uma receita separadamente a partir da Receita Bruta dividido por metro ao quadrado e a área total das lojas. A área das lojas segue o cálculo de área média de cada tipo de loja multiplicada pela quantidade de lojas que serão abertas no período, conforme equações abaixo:

$$\text{Receita Abertura Novas Lojas} = \text{Receita Bruta} / \text{m}^2 * \text{Área total}$$

Equação 6: Receita através da abertura de novas lojas.

$$\text{Área Total} = \text{Área média} * \text{Quantidade de lojas}$$

Equação 7: Área das lojas.

Por fim, cada marca da empresa possui projeção separada para receitas de lojas próprias, franquias, multimarcas e e-commerce, conforme as equações 8 a 11 abaixo:

$$\text{Receita Lojas Próprias}_{(t)} = \text{Receita Lojas Próprias}_{(t-1)} * (1 + \text{SSS Sell out}) + \text{Receita Abertura Novas Lojas Próprias} \quad (8)$$

$$\text{Receita Franquias}_{(t)} = \text{Receita Franquias}_{(t-1)} * (1 + \text{SSS Sell in}) + \text{Receita Abertura Novas franquias} \quad (9)$$

$$\text{Receita Multimarcas}_{(t)} = \text{Receita Multimarcas}_{(t-1)} * (1 + \text{crescimento yoy multimarcas}) \quad (10)$$

$$\text{Receita Web}_{(t)} = \text{Receita Web}_{(t-1)} * (1 + \text{crescimento yoy Web}) \quad (11)$$

Para as projeções de receita foram desconsideradas as receitas do ano de 2020, por conta da pandemia do COVID-19, visto que foram significativamente afetadas com medidas de prevenção à doença.

Para o mercado externo, foram utilizadas as receitas de exportação e receitas no mercado dos EUA. As projeções das receitas anuais foram baseadas a partir da variação anual histórica multiplicada pelo câmbio médio. Vale ressaltar que foi utilizado um câmbio de \$5,00 para 2022 e 2023 e \$5,05 de 2024 até 2031.

Por último, nas deduções foram considerados os impostos, devoluções de vendas e descontos dados. Para a projeção foi utilizada a média histórica, visto que se mostrou historicamente duradouro.

Vale ressaltar, que considerando a consolidação cada vez maior das marcas da Companhia, as despesas comerciais ao longo do tempo deveriam ser diluídas sobre a Receita Líquida total. Da mesma forma, a diluição também é esperada para despesas gerais e administrativas (G&A). Nesse cenário, projeta-se um crescimento gradual de margem EBITDA até 19%.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
RECEITA BRUTA	1.865.768	2.063.929	2.021.609	3.647.442	4.784.065	5.620.841	6.440.113	7.326.784	8.272.388	9.361.141	10.612.004	12.058.888	13.747.142	15.549.927
<i>Δ% yoy</i>	11,1%	10,6%	-2,1%	80,4%	31,2%	17,5%	14,6%	13,8%	12,9%	13,2%	13,4%	13,6%	14,0%	13,1%
Mercado Interno	1.678.868	1.804.947	1.796.841	3.256.123	4.289.732	5.097.639	5.896.409	6.758.545	7.679.789	8.744.409	9.971.410	11.394.750	13.059.815	14.838.543
<i>Δ% yoy</i>	10,1%	7,5%	-0,4%	81,2%	31,7%	18,8%	15,7%	14,6%	13,6%	13,9%	14,0%	14,3%	14,6%	13,6%
<i>% part.</i>	90,0%	87,5%	88,9%	89,3%	89,7%	90,7%	91,6%	92,2%	92,8%	93,4%	94,0%	94,5%	95,0%	95,4%
Mercado Externo (R\$)	186.900	258.982	224.767	391.319	494.333	523.202	543.704	568.239	592.599	616.732	640.593	664.138	687.328	711.384
<i>Δ% yoy</i>	21,0%	38,6%	-13,2%	74,1%	26,3%	5,8%	3,9%	4,5%	4,3%	4,1%	3,9%	3,7%	3,5%	3,5%
US\$	51.066	64.345	43.279	73.579	98.867	103.810	108.741	113.648	118.520	123.346	128.119	132.828	137.466	142.277
<i>Δ% yoy</i>	5,5%	26,0%	-32,7%	70,0%	34,4%	5,0%	4,8%	4,5%	4,3%	4,1%	3,9%	3,7%	3,5%	3,5%
Cambio Médio	\$ 3,66	\$ 4,02	\$ 5,19	\$ 5,32	\$ 5,00	\$ 5,04	\$ 5,00	\$ 5,00	\$ 5,00	\$ 5,00	\$ 5,00	\$ 5,00	\$ 5,00	\$ 5,00
<i>% part. da Receita</i>	10,0%	12,5%	11,1%	10,7%	10,3%	9,3%	8,4%	7,8%	7,2%	6,6%	6,0%	5,5%	5,0%	4,6%
Deduções & Outros	(339.109)	(384.694)	(430.617)	(723.615)	(951.189)	(1.116.339)	(1.279.052)	(1.455.151)	(1.642.955)	(1.859.189)	(2.107.619)	(2.394.981)	(2.730.280)	(3.088.326)
<i>% RB</i>	18,2%	18,6%	21,3%	19,8%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%
Receita Líquida	1.526.659	1.679.235	1.590.992	2.923.827	3.832.876	4.504.502	5.161.061	5.871.633	6.629.433	7.501.952	8.504.384	9.663.907	11.016.862	12.461.601
<i>Δ% yoy</i>	12,2%	10,0%	-5,3%	83,8%	31,1%	17,5%	14,6%	13,8%	12,9%	13,2%	13,4%	13,6%	14,0%	13,1%

Tabela 5: Histórico e Projeção da Receita Bruta, Receita Líquida e Deduções & outros.

Fonte: Elaborado pela autora a partir das informações da empresa.

6.3. EBITDA

A sigla em inglês EBITDA, que significa “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization”, representa o lucro da empresa antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações. Através dessa variável, é possível realizar uma análise das atividades operacionais de caixa da empresa, sem levar em conta questões como impostos e juros, que fogem da alçada dos administradores da empresa.

Para calcular o EBITDA basta utilizar a seguinte fórmula:

$EBITDA = Receita\ Líquida - Custo\ de\ produtos\ vendidos - Despesas\ operacionais - Outras\ despesas\ operacionais + Outras\ receitas\ operacionais + Depreciação\ e\ Amortização.$

Equação 12: Fórmula EBITDA

Já a margem EBITDA, pode ser calculada através da divisão do EBITDA pela receita operacional líquida. Dessa maneira, encontra-se um indicador da margem operacional, ou seja, a sensibilidade do quanto as atividades operacionais da companhia estão gerando de lucro.

O gráfico a seguir indica a trajetória histórica da margem EBITDA e sua projeção:

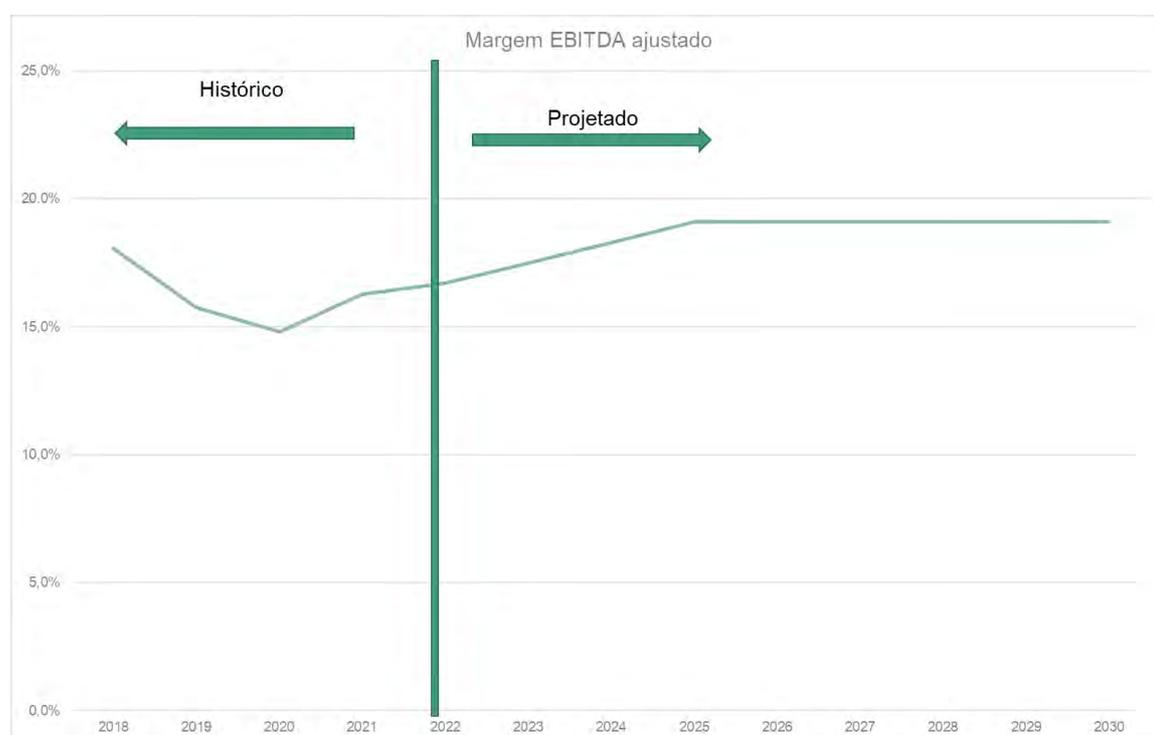


Figura 14: Histórico e Projeção da Margem EBITDA ajustado.

Fonte: Elaborado pela autora a partir das informações da empresa.

6.4. Depreciação e Amortização

A depreciação pode ser explicada como a perda do valor econômico dos ativos imobilizados de uma empresa até que o seu valor contábil seja igual a zero. Já amortização é um sistema de quitação de dívida, no qual se faz pagamentos periódicos.

Nesse cenário, cada prestação representa à soma do reembolso do capital ou do pagamento dos juros do saldo devedor, podendo ser o reembolso dos dois.

A premissa utilizada para replicar as depreciações foi multiplicar a receita líquida de cada ano por 3,9619% que corresponde à média histórica desde 2018 do percentual das depreciações sobre a receita líquida.

(R\$ mil)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Depreciação & Amortização	40.882	80.322	81.103	106.096	154.915	182.061	208.597	237.317	267.945	303.210	343.726	390.591	445.274	503.667
% Variação Anual	25%	96%	1%	31%	46%	18%	15%	14%	13%	13%	13%	14%	14%	13%
% Receita Líquida	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%

Tabela 6: Histórico e Projeção da D&A.

Fonte: Elaborado pela autora a partir das informações da empresa.

6.5. Capex

O Capex, sigla em inglês “Capital Expenditure”, significa despesas de capital. Essa variável corresponde às despesas de investimentos em ativos físicos como propriedades, imóveis e equipamentos.

O Capex da Arezzo&CO foi dividido em Capex de Lojas novas/Reformas e Outros. Para a projeção dos próximos anos foi utilizada a premissa de que a empresa possui um custo de um milhão por cada loja nova corrigido pela inflação. No modelo foi utilizada uma inflação projetada de 6,17%. Vale ressaltar que o custo de material tende a crescer, dessa maneira, foi projetado que o custo do material de construção no Capex está diretamente correlacionado com a inflação.

(R\$ mil)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Capex	48.614	65.608	46.185	168.881	122.850	99.991	101.260	101.707	101.212	104.506	106.834	109.471	112.522	108.356
Lojas novas & Reformas	10796	8096	12115	88007	36802	9003	7434	5638	3591	5084	5398	5731	6084	6460
Outros	37818	57512	34070	80874	86048	90988	93825	96069	97621	99422	101437	103740	106438	108356

Tabela 7: Histórico e Projeção do Capex.

Fonte: Elaborado pela autora a partir das informações da empresa.

6.6. Capital de Giro

O Capital de Giro de uma empresa considera a necessidade de recurso necessário para se manter o negócio ativo. Ele é gerado pela diferença entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante. Assim, o capital de giro está correlacionado com três contas do Balanço Patrimonial: recebíveis, estoque e fornecedores. Dessa forma, torna-se fundamental projetar cada uma dessas variáveis a fim de chegar na variação total do capital de giro.

No caso da Arezzo&CO, o cálculo foi feito a partir dos dados informados pela companhia na última apresentação de resultados para investidores, no qual foi passado que estavam em uma situação confortável de estoque, recebíveis e fornecedores. Dessa maneira, foi utilizado como premissa que a empresa irá manter esse resultado para os próximos trimestres. Vale ressaltar, que o capital de giro da companhia se apresentou estável ao longo dos anos, com exceção de 2020 devido aos efeitos da pandemia do COVID-19.

Capital de Giro	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Dias de Recebíveis	92	90	137	99	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95
% da Receita Líquida	25,1%	24,6%	37,6%	27,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
Recebíveis	382.728	413.412	598.824	790.302	997.598	1.172.405	1.343.290	1.528.233	1.725.469	1.952.563	2.213.470	2.515.263	2.867.402	3.243.430
Dias de Estoque	67	73	127	119	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
% Custo das Vendas de Mercadorias	18,5%	19,9%	34,8%	32,5%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%
Estoque	150.861	179.499	290.896	450.487	387.130	461.285	528.520	601.286	678.889	768.239	870.893	989.635	1.128.184	1.276.133
Dias de Fornecedores	49	55	174	151	105	110	110	110	110	110	110	110	110	110
% Custo das Vendas de Mercadorias	13,5%	14,9%	47,8%	41,5%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%
Fornecedores	110.121	134.967	399.189	574.713	508.108	634.266	726.714	826.768	933.472	1.056.329	1.197.478	1.360.748	1.551.253	1.754.683

Tabela 8: Histórico e Projeção do Capital de Giro.

Fonte: Elaborado pela autora a partir das informações da empresa.

6.7. Alíquota de Imposto

A fim de alcançar o resultado líquido de cada exercício resta a dedução da alíquota de Imposto de Renda sobre Pessoa Jurídica e Contribuição Social sobre Lucro Líquido. No caso da Arezzo, que adota o regime de tributação do Lucro Real, para o cálculo dos impostos foi adotada uma alíquota de 34% sobre o EBIT, dos quais 9% de CSLL e 25% de IRPJ, de acordo as Demonstrações Financeiras auditadas da empresa.

6.8. Taxa de Desconto

Para encontrar o valor presente do fluxo de caixa da empresa e, assim, conseguir calcular o valor justo das ações, é preciso usar uma taxa de desconto, que nesse caso será o Custo Médio Ponderado do Capital (WACC). Essa taxa representa a taxa de retorno esperada pelos investidores. Para calcular o WACC utiliza-se o Custo de Capital Próprio (K_e), o Custo do Capital de Terceiros (K_d), o Valor da Empresa, o Valor da Dívida e o Imposto.

Primeiramente, vamos analisar o Custo de Capital Próprio (K_e), resolvendo o Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM). Para a taxa livre de risco, foram considerados os Títulos do Tesouro Americano de 10 anos e o Risco Brasil (CDS), alcançando uma taxa de 13,52%. Já para o beta, que mede a correlação entre o retorno da ação e o retorno do mercado, foi utilizado 1,038. Para isso, foi utilizada a fórmula abaixo:

$$Beta\ Desalavancado = \frac{beta}{1 + (1 - tax) * \left(\frac{D}{E}\right)}$$

Equação 13: Cálculo do Beta.

Fonte: Damodaran.

Na equação, Tax = imposto (34%), D = Dívida líquida e, E= Equity, isto é, capital próprio. Após o cálculo, encontrou-se um beta de 1,038.

Por último, para o prêmio de risco do mercado acionário brasileiro foi utilizado o valor de 6,59%²³. Nesse sentido, ao desenvolver a equação que define “Ke”, é possível chegar a um Custo de Capital Próprio de 20,4%.

Em seguida, avaliaremos o Custo de Capital de Terceiros (Kd), que segundo Damodaran, é calculado através da diferença entre as Despesas Financeiras e o Juros sobre capital próprio dividido pela Dívida Bruta da empresa. Após auferir essa diferença, é preciso retirar o imposto, que é de 34%, chegando no Custo de Capital de Terceiros líquido. Com isso, conclui-se que o Kd ou o Custo de Capital de Terceiros da Arezzo&CO é de 5,8%.

Ademais, a estrutura de capital da companhia é formada por 10,3% de capital de terceiros e 89,7% de capital próprio. Para enfim, através da resolução da fórmula da Taxa de Desconto, encontra-se um WACC de 18,9%.

6.9. Perpetuidade

Para o cálculo do valuation torna-se importante definir uma taxa de perpetuidade, pois por se tratar de ativos de renda variável, em teoria não há um limite de prazo final para o investimento. Em outras palavras, a perpetuidade informará o quanto que a companhia gerará de fluxo de caixa futuramente.

Dessa maneira, o crescimento de 4,0% foi adotado para o cálculo da perpetuidade. Ele corresponde ao valor projetado da inflação, visto que a Arezzo&CO consegue repassar a elevação de preços para o consumidor final.

6.10. Fluxo de Caixa Para a Firma a Valor Presente

O Fluxo de Caixa para a Firma representa o quanto após o pagamento das despesas da empresa, será destinado a investimentos que contribuirão para o seu crescimento no longo prazo. Com isso, projetamos o fluxo de caixa da firma para os próximos dez anos, de 2022 a 2031, e o fluxo de caixa da perpetuidade. Dessa forma, considerando o Custo de Capital Próprio, o Custo do Capital de Terceiros e a Taxa de Desconto, traremos o Fluxo de Caixa a valor presente.

²³ Valor encontrado na página “Country Default Spreads and Risk Premiums”, no seguinte link: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

$$\text{FCFF} = \text{Lucro Líquido} + \text{Depreciação \& Amortização} - \text{Capital de Giro Líquido} - \text{CAPEX}$$

Equação 14: Cálculo do Fluxo de Caixa para a Firma.

Fonte: Elaborado pela autora a partir das informações da empresa.

A partir dos valores acima, utiliza-se a fórmula de projeção do fluxo de caixa para a firma, para então, alcançar os resultados demonstrados abaixo:

(R\$ mil)											
FCF11	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Valor Presente do FCF11	131.438	314.901	458.812	571.726	700.659	805.021	922.101	1.056.497	1.211.721	1.403.210	
Valor Presente da Perpetuidade											4.570.121

Tabela 9: Tabela de Fluxo de Caixa a Valor Presente.

Fonte: Elaborado pela autora a partir das informações da empresa.

6.11. Valor Justo da Ação

Para o cálculo do Valor da Empresa, são utilizados os valores encontrados para os próximos dez anos, e mais a perpetuidade, para valor presente. Assim, deve-se descontar cada um dos fluxos pela taxa de desconto (WACC) demonstrada anteriormente. Por último, basta dividir o valor justo da empresa pelo número total de ações da empresa, alcançando o valor intrínseco de uma ação da Companhia.

Sendo assim, através das premissas elaboradas, conclui-se que um valor justo para as ações da Arezzo&CO é de R\$74,30 e, atualmente, ela está sendo negociada no mercado a R\$68,61. Com isso, as ações da empresa estão subvalorizadas. Dessa forma, de acordo com esta análise, deve-se comprar essas ações, visto que ela está sendo negociada na bolsa por um valor abaixo do valor justo encontrado.

Valor da Empresa (R\$ mil)	7.675.330
(-) Dívida Total (R\$ mil)	568.258
(+) Dinheiro Total (R\$ mil)	297.205
(=) Dívida Líquida (R\$ mil)	271.053
Valor Justo Patrimonial (R\$ mil)	7.404.277
Preço Justo por ação	R\$ 74,3

Tabela 10: Valor Justo da Ação da Arezzo&CO.

Fonte: Elaborado pela autora a partir das informações da empresa.

7. CONCLUSÃO

A finalidade do presente trabalho foi desenvolver um modelo prático para encontrar e avaliar o valor justo da ação da empresa Arezzo&CO através do método de Valuation de Fluxo de Caixa Descontado. Para isso, foram detalhados dados do histórico da companhia, do seu setor de atuação e de seus concorrentes.

Nesta análise, o valor justo encontrado para o preço das ações da Arezzo&CO foi de R\$74,30 enquanto o alcançado no estudo de DAWIDOWITSCH(2017), pelo mesmo método, foi de R\$26,19. Nesse cenário, verifica-se que quatro anos depois a empresa teve seu Valuation modificado de maneira positiva. Nesse cenário, o valor justo da empresa apresentou uma valorização, visto que a empresa obteve um crescimento extraordinário nos últimos anos através da sua alta diversidade de marcas, múltiplos canais de vendas e um público altamente segmentado. Além disso, vale ressaltar a recente aquisição da Reserva, uma estratégia brilhante utilizada pela Companhia para se consolidar no setor de moda brasileiro.

Por fim, as ações da Arezzo&CO encerraram o dia 21/06/2021 negociadas a R\$ 68,61. Logo, elas apresentam uma potencial valorização de 8,29%. Sendo assim, a compra das ações da empresa é uma opção plausível, dado o valor justo encontrado no capítulo anterior.

Vale ressaltar, que o Valuation de uma empresa é muito subjetivo e o resultado pode variar dependendo do investidor. Isso porque, as premissas podem variar com base em expectativas de mercado e das atividades da Companhia, e, conseqüentemente, os vieses que acarretam em uma valorização ou desvalorização da ação estudada. Dessa maneira, esta monografia possui finalidade meramente acadêmica e as opiniões aqui presentes são exclusivas da autora.

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AREZZO&CO. Arezzo&Co apresentação. Arezzo&Co website, s.d. Disponível em :<<https://ri.arezzoco.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados>> Acesso em: 28/09/2021.

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

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br>> Acesso em: 27/09/2021

BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/> Acesso em: 27/09/2021

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 27/09/2021

DAMODARAN, A. Valuation: Como avaliar empresas e escolher as melhores ações. São Paulo: LTC, 2012.

VALORINVESTE. Disponível em: < <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2021/01/15/apenas-3percent-dos-brasileiros-investiram-em-acoes-em-2020-e-media-aplicada-caiu-31percent.ghtml>> Acesso em: 29/09/2021

BOLSA FINANCEIRA. Histórico Cotações da Arezzo&Co. Bolsa Financeira website, s.d. Disponível em: Acesso em: 27/09/2021

PÓVOA, Alexandre. Valuation: como precificar ações. 1.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

EXAME. Disponível em:<<https://exame.com/negocios/a-pandemia-fez-o-e-commerce-decolar-ainda-ha-folego-para-mais/>> Acesso em: 05/05/2022.

STATISTA. Disponível em:<<https://www.statista.com/statistics/270126/largest-stock-exchange-operators-by-market-capitalization-of-listed-companies/>> Acesso em: 05/05/2022.

__. Demonstrações Financeiras 2022. São Paulo: Arezzo&Co, 31 março 2022. Disponível em:<<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/3bfae074-fd9b-4484-b9aa-24496571c987/e48721b2-2c2f-2745-12c6-b21d7db7ecb7?origin=1/>> Acesso em: 05 jun. 2022.

__. RI AREZZO. Disponível em: <<https://ri.arezzoco.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>>. Acesso em abril, maio, junho 2022.

NEW YORK UNIVERSITY. Disponível em:<
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html >
Acesso em 10/06/2022.