



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
CIÊNCIAS ECONÔMICAS

MAYRISON LOURENÇO NASCIMENTO

AREZZO&CO – UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O SEU VALOR
INTRÍNSECO E PREÇO DE MERCADO, NO PERÍODO ENTRE 2019 E
2021.

Rio de Janeiro

2022

MAYRISON LOURENÇO NASCIMENTO

AREZZO&CO – UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O SEU VALOR
INTRÍNSECO E PREÇO DE MERCADO, NO PERÍODO ENTRE 2019 E
2021.

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao programa de
Graduação em Ciências
Econômicas do Instituto de
Economia da Universidade Federal
do Rio de Janeiro, como requisito
parcial para a Obtenção do grau de
Bacharel.

Orientador: Prof. Dr. Pedro Hemsley

Rio de Janeiro

2022

CIP - CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO

Ln244a Lourenço Nascimento, Mayrison
AREZZO&CO - UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O SEU
VALOR INTRÍNSECO E PREÇO DE MERCADO, NO PERÍODO
ENTRE 2019 E 2021. / Mayrison Lourenço Nascimento.
- Rio de Janeiro, 2022.
35 f.

Orientador: Pedro Hemsley.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2022.

1. valuation. 2. vestuário. 3. calçados. 4.
expansão. I. Hemsley, Pedro, orient. II. Título.

MAYRISON LOURENÇO NASCIMENTO

AREZZO&CO – UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O SEU VALOR INTRÍNSECO
E PREÇO DE MERCADO, NO PERÍODO ENTRE 2019 E 2021

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 4/29/2022.

PEDRO JAMES FRIAS HEMSLEY - Presidente
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

ARY VIEIRA BARRADAS
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

ARMANDO NOGUEIRA DA GAMA LAMELA MARTINS
Mestre em Economia pela UFF

Dedico esse trabalho aos meus pais,
Anderson e Miriam, que me apoiaram em toda a minha trajetória.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a deus, por estar comigo em todos os momentos e aos meus pais, Anderson e Miriam, que sempre acreditaram no meu sonho de ingressar em uma universidade federal, e concluir uma graduação de qualidade notável, como é no Instituto de Economia. Foram muitos anos de muito esforço e sacrifício ao qual nunca conseguirei ser suficientemente grato. No entanto, faço o mínimo, que é dedicar não só esse trabalho, mas toda essa trajetória a vocês.

Não posso deixar de agradecer minhas avós, Margarida e Maria Lúcia, as quais amo incondicionalmente e as admiro imensamente. Agradeço, também, a minha irmã, Flavia, a quem amo e tenho um orgulho imenso. E finalmente, agradeço a minha noiva, Ana Carolina, pelo apoio e companheirismo diário, e ser a pessoa que amo imensamente e sou grato por ter ao meu lado.

Foram anos muito difíceis e desafiantes, mas também enriquecedores. É uma honra imensurável estudar no Instituto de Economia, e foi uma honra imensa ter conhecido e estudado com os melhores professores. A eles, agradeço por todo o empenho e atenção nesses anos de aprendizado. Agradeço também a todos os servidores da secretaria de graduação, por todo o suporte ao longo desses anos.

E por fim, um agradecimento especial ao meu orientador, Prof. Dr. Pedro Hemsley, por todo o apoio e dedicação.

RESUMO

O objetivo do trabalho é analisar o comportamento do valor real das ações da Arezzo&Co, uma das empresas líderes do mercado calçadista brasileiro, que pretende se tornar a “casa de marcas” do Brasil, no qual o principal objetivo é expandir para o mercado de vestuário por meio de aquisições e marcas e grupos consolidados. O valor real da empresa foi estimado por meio do modelo de fluxo de caixa descontado, no qual são projetados fluxos de caixas para a empresa que são descontados por uma taxa de desconto baseada em custo de capital. O preço de mercado e o valor real da ação foram analisadas em conjunto, com o objetivo de entender o contexto em que houve “descolamentos” entre os 2 preços, e se as aquisições e possibilidades de expansão da empresa geraram uma euforia artificial em relação a expectativa de valorização das ações da Arezzo&Co. O período analisado foi entre 2019 e 2021.

Palavras-chave: vestuário; arezzo&co; calçados; valuation; expansão; aquisições.

ABSTRACT

The purpose of this work is to analyze the behavior of the real value of the Arezzo&Co stock, one of the leading companies in the Brazilian footwear market that intends to become the "house of brands" in Brazil, in which the main objective is to expand to the clothing market through acquisitions of consolidated brands and groups. The real value of the company was estimated using the discounted cash flow model, in which cash flows are projected to the company that are discounted at a discount rate based on the cost of capital. The market price and the real value of the share were analyzed together, with the objective of understanding the context in which there were "detachments" between both, and if the acquisitions and possibilities of expansion of the company generated an artificial euphoria about the expectation of appreciation of Arezzo&Co's shares. The period analyzed was between 2019 and 2021.

Keywords: clothing; arezzo&co; valuation, M&A.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Gráfico do CAPM – 2019 a 2021	25
Figura 2 – Gráfico do Custo de Capital de Terceiros – 2019 a 2021	26
Figura 3 – Gráfico do WACC – 2019 a 2021	27
Figura 4 – Valor intrínseco vs. Preço da ação – 2019 a 2021	30

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

FCD – Fluxo de Caixa Descontado.

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*.

ARZZ3 – Código de identificação das ações da AREZZO&CO no mercado de ações.

ABICALÇADOS – Associação Brasileira das Indústrias de Calçados.

PMC – Pesquisa Mensal de Comércio.

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

ICMS – Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços.

EBITDA – Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

FCFF – *Free Cash Flow to Firm*, ou, em português, Fluxo de Caixa Livre para a Empresa.

FCFE – *Free Cash Flow to Equity*, ou, em português, Fluxo de Caixa Livre para o acionista.

WACC – *Weighted Average Capital Cost*, ou, em português, Custo Médio Ponderado de Capital.

CAPEX – *Capital Expenditures*, ou, em português, investimentos em capital.

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

PRM – Prêmio de Risco de Mercado.

CEQEF – Centro de Estudos Quantitativos em Economia e Finanças.

DRE – Demonstração de Resultado de Exercício.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	CONTEXTO SETORIAL E ECONÔMICO	12
1.2	A EMPRESA	12
1.2.1	AREZZO	13
1.2.2	AR&CO	13
1.2.3	SCHUTZ	14
1.2.4	ANA CAPRI	14
1.2.5	ALEXANDRE BIRMAN, FIEVER, ALME E VANS	14
1.3	MODELO DE NEGÓCIOS	14
1.3.1	LOJAS PRÓPRIAS	15
1.3.2	FRANQUIAS	15
1.3.3	MULTIMARCAS	15
1.3.4	E-COMMERCE	16
1.3.5	CADEIA LOGÍSTICA	16
1.3.6	INSENÇÕES FISCAIS	16
1.3.7	MARKETING	17
1.3.8	EXPANSÃO	18
1.3.8.1	FRANQUIAS MULTIMARCA E LOJA PRÓPRIA	18
1.3.8.2	E-COMMERCE E OMNICHANNEL	18
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	20
3	METODOLOGIA	22
4	APLICAÇÃO DO MODELO	25
4.1	CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC)	25
4.1.1	CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO	25
4.1.1.1	MODELO DE PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS FINANCEIROS (CAPM)	25
4.1.1.2	BETA ESTATÍSTICO	26
4.1.1.3	PRÊMIO DE RISCO DE MERCADO	26

4.1.1.4	ATIVO COM MENOR RISCO DO MERCADO	26
4.1.1.5	APLICAÇÃO DO CAPM	26
4.1.2	CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS	27
4.2	CALCULANDO WACC	28
4.3	FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A EMPRESA (FCFF)	29
4.3.1	PREMISSAS	29
4.3.2	MARGEM EBIT	30
4.3.3	ALÍQUOTA EFETIVA	30
4.3.4	GROWTH, CAPEX E CAPITAL DE GIRO	30
4.4	APURANDO O VALOR INTRÍNSECO DA EMPRESA ENTRE 2019 E 2021	31
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	34
	REFERÊNCIAS	35

1. INTRODUÇÃO

A Arezzo&Co é uma empresa brasileira de calçados que foi criada em 1972 no fundo de uma garagem em Belo Horizonte, e 50 anos depois alcançou o patamar de líder no setor de calçados, bolsas e acessórios femininos no Brasil, chegando a ser precificada a mais de 9 bilhões de reais em 2021. Recentemente a Arezzo&Co colocou em prática o seu planejamento estratégico de se tornar uma “house of brands” – Designação a uma estratégia de grandes grupos empresariais que possuem marcas de produtos em mais de um setor da economia - do Brasil, adquirindo o licenciamento de operação nacional da marca americana Vans, e as marcas do Grupo Reserva (AR&CO), inserindo-se de vez no setor de vestuário.

Desde o anúncio da aquisição da AR&CO, as ações da Arezzo&Co valorizaram-se em aproximadamente 89%, em um intervalo menor que 12 meses, em meio a novas aquisições e outras especulações. Assumindo a hipótese de que os agentes do mercado secundário de capitais depositam uma grande expectativa positiva na expansão da Arezzo&Co para o setor vestuário, sendo até mesmo exagerado, baseado em especulações que podem não ser fidedignas com a realidade, como se comporta a relação do preço de mercado (preço negociado no mercado secundário de capitais) e o valor intrínseco (valor analisado pelo modelo de fluxo de caixa descontado) da companhia?

A análise fundamentalista que se propõe nesta monografia, busca por meio do modelo de fluxo de caixa descontado (FCD), replicado mensalmente entre janeiro de 2017 e agosto de 2021, a real precificação das ações da empresa, observando sua capacidade de gerar caixa ao longo do tempo, em meio a diversos lançamentos de marcas e aquisições. Esses fluxos serão descontados pelo custo de oportunidade dos agentes, que devem ter o capital mobilizado no negócio, baseado no custo médio ponderado de capital. O modelo de precificação de ativos financeiros (CAPM) será utilizado para mensurar o custo de capital próprio, enquanto o custo de capital de terceiros será mensurado pelo custo médio da dívida da companhia.

Os valores mensurados por meio do modelo de fluxo de caixa descontado serão observados paralelamente ao preço de mercado da companhia, ao longo do mesmo período, observando assim, o comportamento das ações da companhia (ARZZ3) no mercado secundário de capitais, enfatizando os períodos de lançamento

de novas marcas e aquisições de marcas promissoras e/ou consolidadas. O período a ser analisado neste trabalho será entre janeiro de 2018 e julho de 2021.

1.1 CONTEXTO SETORIAL E ECONÔMICO

O mercado brasileiro de calçados femininos vendeu cerca de 267 milhões de pares em 2020, com expectativas de 12,2% de crescimento para 2021 e 2,6% em 2022, segundo Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (ABICALÇADOS). A Arezzo&Co vendeu aproximadamente 13 milhões de calçados em 2020, totalizando 5% de toda a comercialização nacional. Considerando somente calçados femininos sociais e sociais (excetuando-se chinelos e tênis esportivos), a Arezzo&Co detém 14% da comercialização nacional.

O varejo de tecidos, vestuário e calçados teve crescimento médio anual de 3,5%, em termos de faturamento, entre 2017 e 2019, segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Em 2020, a pandemia impactou diversos setores da economia, “travando” o consumo de alguns, como é o caso do varejo físico, que sofreu por meses com o fechamento de lojas. O crescimento das lojas *online* não foram o suficiente para segurar uma queda de -22% em 2020. O crescimento acumulado de 2021, até novembro, foi de 15,6%. A Arezzo&Co apresentou um crescimento médio de 9,2%, em termos de faturamento, no período entre 2017 e 2019. Em 2021, até o fechamento do 3º trimestre, a companhia teve um crescimento de 61%.

1.2 A EMPRESA

A empresa, que começou vendendo calçados masculinos, percebeu logo nos primeiros anos que o público feminino era o investimento mais rentável, e fundou, então, a marca Arezzo — a maior de todas que possui hoje, responsável por cerca de 29% da Receita Bruta da companhia, que em 2021 deve somar mais de R\$ 3 bilhões de reais.

A partir do final da década de 70 e início de 80, a marca Arezzo se consolidou como a líder do mercado de calçados feminino. Em meados dos 90, a companhia investiu no varejo, com foco em São Paulo, e transferiu sua produção de calçados para a região do Vale dos Sinos, no interior do Rio Grande do Sul. No meio da década,

o atual CEO do grupo, Alexandre Birman, fundou a marca Schutz, que rapidamente se destacou em feiras internacionais de design, condicionando-se ao investimento em exportação. Logo, a marca Schutz expandiu-se no início dos anos 2000 por meio de lojas no Brasil e Estados Unidos. No ano de 2007, a marca Schutz foi incorporada ao grupo Arezzo&Co, após um aporte financeiro do fundo Tarpe Investimento S.A., que adquiriu 25% do grupo. Em 2008 surge a Ana Capri, que é um sucesso de vendas e expansão desde a sua primeira loja, e logo em seguida é lançada a marca ALEXANDRE BIRMAN, focada no mercado de luxo internacional. Em 2011 ocorre a oferta pública de capital (OPI) da empresa, que passou a ser listada na bolsa de valores oficial do Brasil (B3), pelo *ticker* “ARZZ3” - o código que indica qual o ativo envolvido na negociação de compra e venda. Em 2015 e 2018, foram lançadas as marcas Fiever e Alme, respectivamente e no final de 2019, o grupo adquiriu o licenciamento da marca internacional Vans, consolidada entre público jovem, com mais de 1000 lojas no mundo inteiro. A aquisição custou “somente” R\$ 50 milhões, incluindo além do licenciamento, 3 lojas e um estoque de R\$ 45 milhões. Em 2020, o grupo consolida o seu plano de se tornar a cada de marcas do Brasil com a aquisição do grupo AR&Co, que inclui marcas como Reserva, Mini, Oficina, Reserva Go e Reserva Ink. Em 2021, por meio, do seu novo braço de vestuário, a companhia adquire a marca BAW, que apresentou um crescimento relevante no mercado de moda urbana, surgindo 100% no ambiente digital, explorando as mídias sociais para expandir o seu branding.

1.2.1 AREZZO

A Arezzo é a mais antiga e primeira marca de sucesso da companhia. A sua consolidação no mercado de calçados e acessórios femininos iniciou-se no final dos anos 80. Aproximadamente 40 anos depois, a Arezzo, hoje, possui 447 lojas e é responsável por 29% do faturamento bruto da Arezzo&Co, sendo a marca com maior faturamento da companhia.

1.2.2 AR&CO

A AR&Co foi incorporada ao grupo no final de 2020, se tornando o braço vestuário da companhia. Dentro de sua organização comportam-se 6 marcas

(Reserva, Mini, Oficina, Ink, Go e BAW Clothing) que são responsáveis por 20% do faturamento bruto do grupo, com 122 lojas. A maior parte das lojas da AR&Co são próprias, com grande potencial para a expansão com franquias.

1.2.3 SCHUTZ

A Schutz foi fundada pelo atual presidente do grupo, Alexandre Birman. A marca é focada no público feminino mais jovem, de classe A e B, com 74 lojas e responsável por 18% do faturamento bruto do grupo.

1.2.4 ANA CAPRI

Com estilo confortável e descontraído, em 2008 surge a Ana Capri, focado em calçados sem saltos, objetivando a união entre beleza e conforto. Em 2021, marca chegou a 196 lojas que representam 8% do faturamento bruto da companhia.

1.2.5 ALEXANDRE BIRMAN, FIEVER, ALME E VANS

No ecossistema AREZZO&CO há espaço para diversas outras marcas promissoras, como a ALEXANDRE BIRMAN, focada em calçados que competem no mercado de luxo internacional, a Fiever e Alme, focadas em tênis, e a Vans Brasil, a marca internacional de *skate* que teve o seu licenciamento adquirido pelo grupo no final de 2019, com validade de 7 anos. Todas essas marcas, juntas, representam 14% do faturamento bruto do grupo Arezzo&Co.

1.3 MODELO DE NEGÓCIOS

A Arezzo&Co fatura negociando mais de 16 milhões de pares de calçados, mais de 1,7 milhão de bolsas e mais estima-se que após a aquisição da AR&CO passe

a faturar mais de 5 milhões de peças de roupa. Para distribuir todo esse volume de faturamento, a Arezzo&Co com 4 canais de negócio: as lojas próprias, as franquias, e-commerce e multimarcas.

1.3.1 LOJAS PRÓPRIAS

No período entre 2013 e 2020, o número de lojas próprias caiu de 56 para 46 lojas, devido a estratégia da empresa de focar no crescimento por franquias. As lojas próprias não tinham mais o objetivo de faturar, e sim, serem usadas como parte da comunicação da marca, sendo localizadas em pontos estratégicos para o posicionamento de marca. A partir da aquisição da AR&CO, o número de lojas próprias saltou para 140. Ao contrário das marcas calçadistas do negócio, as lojas próprias da AR&CO são fontes indispensáveis de receita, sendo aproximadamente responsável por 43% do faturamento anual da AR&CO.

1.3.2 FRANQUIAS

O grande responsável pela expansão da Arezzo&Co nos últimos anos é o seu grande domínio na expansão pelo modelo de franquias. Nos últimos 10 anos, a expansão da empresa passou de um número de pouco mais de 200 franquias em 2010, para mais de 740 franquias em 2021. O faturamento bruto deste canal quase triplicou nos últimos 10 anos. Esse modelo de negócio, quando é bem dominado por uma companhia, torna-se um grande gatilho de crescimento, pois o investimento é muito mais baixo do que uma loja própria, compensando a margem bruta mais baixa do negócio. O modelo de franquias possibilita também a receita de *royalties* – valor a ser pago/recebido pelo direito de uso, exploração e comercialização de um bem, que neste caso, é a marca.

1.3.3 MULTIMARCAS

Embora a margem bruta seja mais baixa, o canal de multimarcas melhora a penetração dos seus produtos em território nacional, pois permite a venda de produtos das marcas da empresa em cidades que não tem viabilidade econômica para receber uma loja própria ou franquias. A empresa soube explorar esse canal, que hoje se torna

um dos maiores braços de faturamento, sendo responsável por aproximadamente 60% do faturamento anual da Arezzo&Co.

1.3.4 E-COMMERCE

O e-commerce é o canal mais promissor do mercado. No ano de 2020, após o início da pandemia de covid-19 e os períodos de isolamento social, que impediram a abertura de lojas físicas, o canal se tornou um dos maiores gatilhos de crescimento. De 2019 para 2021, o e-commerce mais do que triplicou o seu faturamento, se consolidando de vez como um dos braços mais relevantes e promissores da companhia. Não obstante, o investimento no e-commerce passa pelo consenso do mercado de que o conceito de “omnichannel”, ou seja, a integração da experiência digital e física, já é o novo paradigma do negócio. Nesse novo paradigma, a experiência da loja se complementa ao do site, com a possibilidade de a compra ser feita no site e ser retirada na loja, integrando estoques, abrindo possibilidades para o cliente.

1.3.5 CADEIA LOGÍSTICA

A Arezzo&co possui um centro de distribuição em Cariacica, no Espírito Santo, em um empreendimento de 9 mil m², com 15 docas capazes de faturar aproximadamente 1.5 Bilhão por ano. A AR&CO possui seu próprio centro de distribuição, localizado na cidade do Rio de Janeiro. Devido ao grande crescimento do faturamento de e-commerce nos últimos anos, a AR&CO irá em inaugurar em 2022, um novo centro de distribuição, maior e mais moderno, com o objetivo de suportar o crescimento esperado do grupo para os próximos anos.

1.3.6 INSENÇÕES FISCAIS

O centro de distribuição localizado no Espírito Santo permite à Arezzo&Co se beneficiar do programa COMPETE-ES que permite que atacadistas sejam taxados em somente 1% de ICMS ao enviar seus produtos para outros estados. Essa alíquota, poderia chegar a 12% caso a empresa não estivesse inserida neste programa (COMPETE-ES). A estimativa é de que essa isenção chegue a R\$ 12 milhões por ano.

Na AR&CO, no estado do Rio de Janeiro, a Lei da Moda (2003) é uma protagonista do resultado financeiro da companhia. Esse benefício, por si só, concede uma redução da taxa de Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) de aproximadamente 19% para 2,5% no setor têxtil. A título de comparação, para cada R\$ 100 vendidos, a AR&CO deixa de pagar R\$ 19 de ICMS para pagar somente R\$ 2,50. Ou seja, com uma projeção de fechar o ano de 2021 com R\$ 560 milhões de faturamento líquido de devolução, a AR&CO deixa de pagar aprox. R\$ 106 milhões em ICMS para pagar “somente” R\$ 14 milhões. Esse valor economizado pelo benefício da lei da moda é quase equivalente ao EBITDA (Em português, Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) projetado para o grupo no ano de 2021.

1.3.7 MARKETING

O percentual de investimento em despesas comerciais sobre a receita líquida aumentou 43% de 2011 até 2020. A tendência é de que o grupo feche 2021 com aproximadamente 29% da receita líquida investidos em despesas comerciais, contra os 25% de 2020.

A Arezzo&Co tem o perfil de uma empresa “Asset Light” que são empresas que investem relativamente pouco da sua receita em ativos, pois a sua principal alavanca de crescimento nos últimos anos foi pelo canal de franquias, que possibilitou um enorme crescimento com baixíssimo investimento. Nesse cenário, o principal investimento do grupo é classificado como despesas comerciais, pois a comunicação é o principal fator de crescimento e consolidação de suas marcas.

Após as recentes aquisições (principalmente pelo grupo AR&CO, que possibilitou uma forte entrada da companhia no setor vestuário) e lançamentos de novas marcas, o investimento em marketing deve aumentar nos próximos anos, chegando ao patamar de 30% da receita líquida de toda o grupo.

1.3.8 EXPANSÃO

1.3.8.1 FRANQUIAS, MULTIMARCA e LOJAS PRÓPRIAS

Desde 2011, a Arezzo&Co teve uma média de crescimento de 9% de novas franquias. Com a aquisição da AR&CO, esse crescimento irá aumentar, pois até o fechamento do 3º trimestre de 2021, a AR&CO possuía somente 44 franquias contra quase 80 lojas próprias. O principal desafio do grupo é juntar um dos maiores sucessos da AR&CO (sua experiência de loja) com a metodologia bem-sucedida de expansão por franquias da AR&CO. Segundo o planejamento estratégico do grupo para 2022, divulgado na sua página de Relações com Investidores (RI), somente na AR&CO, serão abertas de 30 a 40 novas lojas, e a maior parte desse número deve ser pelo modelo de franquias. Já no braço de calçados da companhia, serão abertas de 40 a 50 novas lojas. Totalizando uma expansão de 70 a 90 lojas novas em 2022, representando um crescimento aprox. de 11% em relação a 2021. Desde 2011, a Arezzo&Co só não concretizou a expansão projetada no planejamento estratégico em 2015, logo, é bem provável que esses números sejam alcançados.

Essa projeção é baseada principalmente no potencial de crescimento do canal franquias da AR&CO (que possui a maior parte das suas lojas sendo próprias) e pelo grande investimento em vestuário feminino projetado para 2022, que tem um mercado endereçável de aprox. R\$ 15 bilhões.

1.3.8.2 E-COMMERCE E OMNICHANNEL

Em 2020, o e-commerce foi o canal protagonista do varejo, e na Arezzo&Co não foi diferente. Em 2020, como efeito da pandemia de covid-19 e o *lockdown* – período em que há medidas restritivas a locomoção de pessoas e aglomerações – que representaram em um bloqueio do consumo no varejo físico, possibilitando um aumento no canal online. O canal online do grupo cresceu 145% em faturamento bruto em relação a 2019, e em 2021, o crescimento foi de 47% em relação a 2020. O canal online se consolidou definitivamente como um dos mais relevantes do grupo e será protagonista no planejamento de crescimento orgânico de suas marcas nos próximos anos.

A tendência é que todos os canais estejam cada vez mais integrados pelo conceito de *omnichannel*. Esse modelo conta com duas estratégias que se popularizaram no varejo: o *ship from store* e *pick up in store*. O *ship from store* transforma a loja em um minicentro de distribuição, levando produtos da loja para os clientes, com venda feita pelo canal online, diminuindo assim tempo e custo de

entrega. O segundo, possibilita a opção de o cliente comprar pelo canal online e buscar seu produto na loja mais próxima.

Essas estratégias aumentam os pontos de contato com o cliente e possibilita um relacionamento otimizado entre cliente e marcas, viabilizando assim, o crescimento das vendas.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

De acordo com Damodaran (1997, p. 12), o processo de avaliação de um ativo tem um caráter subjetivo e uma das grandes dificuldades desse processo é que qualquer preconceito ou enviesamento que o analista tiver ao iniciar o processo de avaliação, inevitavelmente influenciará fortemente o valor alcançado. Logo, mesmo que o método de avaliação de empresas por fluxo de caixa descontado (FCD) for um modelo relativamente simples, a opção das variáveis e a maneira de interpretação das informações levantadas podem afetar o resultado da análise. Portanto, o analista tem que ser cauteloso em relação a subjetividade na escolha das variáveis e tratamento dos dados.

A escolha pelo modelo com maior afinidade com o objeto de análise de *valuation* varia de conforme o contexto e com o objetivo da avaliação, além das características da empresa e da transparência da origem das informações expostas (Copeland et al, 2000). A análise da empresa depende não só da situação atual da companhia, mas também do histórico da empresa e de seu comportamento ao longo do tempo (Póvoa, 2012). Dentre as diversas metodologias de avaliação de empresas existentes, podemos destacar dois tipos, que englobam todas as outras formas de avaliação aceitas na academia. São elas a avaliação relativa e a avaliação intrínseca.

A avaliação que será discutida neste trabalho, será a metodologia do Fluxo de caixa descontado (FCD).

O Fluxo de caixa descontado (FCD) considera que o objetivo maior de qualquer firma capitalista é obter a maximização do lucro. Portanto, o valor intrínseco de uma firma depende de sua capacidade de obter caixa no futuro, sendo que o caixa deve ser sintetizado para o valor presente (VP) utilizando-se uma taxa de desconto (Copeland et al, 2000; Pignataro, 2013).

O método em si é aparentemente simples: projetar a futura geração de caixa de uma empresa, e trazer esses valores para o tempo presente, utilizando uma taxa de desconto. (Póvoa, 2012) No entanto, há algumas situações em que o método não funciona bem ou que precisa alguma adaptação: 1) Empresas em dificuldades financeiras; 2) Empresas cíclicas; 3) Empresas com ativos não usados ou subutilizados; 4) Empresas que possuem patentes; 5) Empresas em processo de reestruturação. 6) Empresas envolvidas em aquisições; 7) Empresas de capital fechado.

No caso de avaliação de empresas adquiridas em combinações de negócios, é necessário que se verifique a existência ou não de sinergia na combinação e se o seu valor pode ser estimado e, também, se houve mudança de gerência sobre os fluxos de caixa e risco. Nesse tipo de avaliação, também deverá ser incorporado o efeito de tal mudança nas estimativas de fluxos futuros e nas taxas de risco utilizadas

A metodologia de avaliação por fluxos de caixa descontados é muito utilizada para analisar aceitação de novos investimentos, e baseia-se no conceito de que um investimento agrega valor quando gera um retorno acima daquele gerado por investimentos de risco semelhantes, ou seja, uma empresa que gera retorno mais alto precisará investir menos para gerar fluxos de caixa mais altos.

Pode-se efetuar a avaliação através de duas abordagens do fluxo de caixa descontado, sendo que uma avalia apenas a participação acionária, ou seja, o valor para o acionista, e a outra avalia a empresa como um todo. As duas abordagens descontam fluxos de caixa esperados, mas com diferenciadas definições de fluxo de caixa e taxas de desconto.

Apesar de ser um método simples, a escolha das variáveis é crucial para o sucesso da análise. Essa é a parte mais importante e em alguns momentos subjetivos no método de FCD. A primeira dúvida que se vem à mente sobre o método FCD é: Por que se escolhe a projeção de fluxo de caixa, e não a utilização de variáveis do balanço, como os lucros?

Alguns princípios contábeis podem não demonstrar a real conjuntura da empresa em determinado período. Seguem as principais situações que impactam e podem distorcer uma análise fria com esses princípios: 1) Depreciação – em algumas ocasiões, a firma pode ter o lucro reduzido ou elevado, sem que tenha um fluxo real de dinheiro do caixa; 2) Despesas com P&D e Marketing (muito importante no varejo) – empresas que investem bastante nesses itens não devem ser penalizadas no método de *valuation*. 3) Conceitos de receita e despesa são de competência, e não caixa. 4) Despesas com provisão. (PÓVOA, 2012). No entanto, os lucros podem ser utilizados como uma proxy de fluxo de caixa.

As duas variáveis mais importantes do modelo de *valuation*, certamente são a projeção da taxa de crescimento de lucros embutida no futuro e a taxa de desconto. (PÓVOA, 2012). A sensibilidade combinada da taxa de crescimento do fluxo de caixa e taxa de desconto, interferem bastante o resultado do *valuation*. As mudanças estruturais que podem mudar a taxa de crescimento impactam bastante o resultado

do *valuation*, enquanto a taxa de desconto interfere relevantemente, principalmente em mudanças bruscas no risco de mercado.

3. METODOLOGIA

A análise fundamentalista avalia o investimento a partir de informações obtidas junto às empresas e do panorama setorial, passando pela análise retrospectiva e de suas demonstrações financeiras. A análise fundamentalista tem o papel de ditar o valor estimado próximo do real (intrínseco) de uma empresa, a partir de um modelo. A principal premissa da análise fundamentalista é de que o valor justo de uma empresa depende de sua capacidade de gerar lucros no futuro.

Neste trabalho, a análise partirá de uma análise macroeconômica do ambiente em que a empresa está inserida. Em seguida na análise setorial, explora-se o mercado de calçados, tecidos e vestuário passando pelos principais indicadores, ambiente tributário (ênfase na lei da moda no Rio de Janeiro).

Na análise da empresa, buscaremos por meio das divulgações financeiras da Arezzo&Co, o valor estimado das suas ações por meio do modelo de fluxo de caixa descontado (FCD) será utilizado nesta análise, fazendo uma projeção dos fluxos de caixa futuros da empresa e calculando o valor presente através de uma taxa de desconto que reflete o grau de incerteza associada ao investimento. O FCD pode ser abordado por duas óticas: o fluxo de caixa livre para a empresa (*free cash flow to firm* – FCFF) e o fluxo de caixa livre para o acionista (*free cash flow to equity* – FCFE), ambos fazem uma previsão do fluxo de caixa futuros e uma taxa de desconto. O FCFF deve ser utilizado quando a companhia tem possibilidades relevantes de alterações na estrutura de capital. O FCFE leva em consideração as mudanças no arranjo de capital na taxa de desconto (WACC) de modo mais direto. Normalmente, são utilizadas em empresas que ainda não atingiram um grau de maturidade, no que se refere a sua posição no mercado, ao contrário do FCFE. Embora a Arezzo&Co pareça ser uma empresa já que já atingiu esse grau de maturidade, o seu comportamento nos últimos anos em relação ao mercado de vestuário e o seu objetivo de atingir novos mercados, tanto no setor calçadista, como no vestuário, demonstra que ocorrerão mais mudanças na sua estrutura de capital.

O FCFF é fluxo de caixa que resta a empresa após quitadas todas as obrigações necessárias ao financiar o investimento no período. O custo médio

ponderado de capital (WACC) (que é o retorno exigido pelo investidor para correr o risco de fornecer recursos de financiamento à empresa) será utilizado como principal taxa de desconto, pois é um indicador utilizado para determinar se a custo de capital, ou se a dívida da empresa, está saudável ou não. Neste caso é necessário analisar a estrutura de capital da empresa e em seguida estimar o custo de capital de terceiros e próprio. Utilizando-se do modelo financeiro CAPM (*Capital Asset Pricing Model*, ou em português, Modelo de Precificação de Ativos Financeiros), é possível estimar o custo de capital próprio da empresa.

O CAPM é o retorno exigido por um investidor por qualquer ativo, e tem como base mínima o ativo livre de risco da economia (neste caso, será o título público federal maior rendimento na atualidade) mais um percentual (beta estatístico) da diferença histórica do mercado ações e o ativo livre de risco. O beta estatístico é o coeficiente angular obtido de uma regressão linear entre o ativo e a carteira mais diversificada do mercado de ações.

$$WACC = K_e * E/(E+D) + K_d * (1-IR) * D/(E+D)$$

No qual:

K_e = Custo do capital próprio

E = Capital próprio

D = Capital de terceiros

K_d = Custo do capital de terceiros

IR = Alíquota de imposto de renda e contribuição social

Na obtenção do custo de capital próprio, calculamos o CAPM:

$$CAPM = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

No qual:

CAPM = Taxa de retorno esperada para se investir no ativo

R_f = Taxa livre de risco

β = Coeficiente beta ou risco sistemático ou beta estatístico

R_m = Taxa de retorno esperada para o mercado

$(R_m - R_f)$ = Prêmio de Risco de Mercado (PRM)

O custo de capital de terceiros pode ser obtido pelo produto abaixo:

$$Kd = J/CT * (1-IR)$$

No qual:

Kd = custo de capital de terceiros

J = Juros que incide sobre o capital emprestado (Custo Financeiro)

Ct = Valor bruto de capital de terceiros

IR = Alíquota de imposto de renda

Após obtenção do valor de WACC, será possível aplicar o FCFF.

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

No qual:

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

(1 – IR) = Alíquota efetiva

[EBIT x (1 -IR)] = *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT), que significa lucros líquidos após os impostos.

Depreciação = Depreciação do período

CAPEX = *Capital expenditures*, ou investimentos em capital

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

A projeção de caixa será baseada em premissas de crescimento anual, que por sua vez será baseada em uma observação do histórico do comportamento da empresa, das tendências do mercado e do planejamento estratégico da empresa. Não obstante, o perfil da empresa é essencial nesta projeção. Por exemplo, por ser uma empresa modelo *asset light* na qual grande parte dos seus investimentos são feitos em ativos intangíveis muitas vezes considerado como despesa e não CAPEX, como os investimentos em marketing para consolidação da marca e novas empreitadas. Outro exemplo é os benefícios fiscais da lei da moda no Rio de Janeiro e do benefício fiscal concedido pelo estado do ES, devido à abertura do seu centro de distribuição no estado.

Com as projeções de fluxo de caixa feitas a partir de premissas baseadas no histórico da empresa, dos seus controladores, do planejamento estratégico da empresa de se tornar a “house of brands” do Brasil e no mercado no qual o grupo está inserido. A aplicação do FCFF será feita de forma automatizada, utilizando-se da linguagem de programação Python, como ferramenta para replicar modelo matemático financeiro com dados mensais do período entre janeiro de 2017 e agosto de 2021. Com isso, será possível fazer construir um gráfico que apoiará uma análise do valor intrínseco da empresa, comparando-o com o valor de mercado, com o propósito de analisar o comportamento dos seus investidores ao longo da série, com foco nos meses de anúncios de aquisições.

4. APLICAÇÃO DO MODELO

Para aplicar o modelo, precisamos calcular o custo médio ponderado de capital, como taxa de desconto, e aplicar na projeção de fluxo de caixa livre da empresa nos primeiros anos que se sucedem a análise, mais a perpetuidade.

4.1 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC)

O custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros se juntam ao patrimônio líquido da empresa, e sua dívida bruta, para calcular o seu custo ponderado.

4.1.1 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

O custo de capital próprio pode ser obtido através do modelo de precificação de ativos financeiros (MPAF), mais conhecido pela sigla em inglês CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

4.1.1.1 MODELO DE PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS FINANCEIROS (CAPM)

Antes de aplicar o modelo, precisamos estimar as suas variáveis, como o Beta estatístico, o prêmio de risco do mercado e a taxa livre de risco do mercado.

4.1.1.2 BETA ESTATÍSTICO

O beta estatístico foi encontrado por meio da relação entre a Covariância da ARZZ3 com a carteira mais diversificada do mercado (BOVA11), dividido pela variância da carteira mais diversificada do mercado. O beta estatístico, na prática, é o coeficiente angular da regressão simples entre a ARZZ3 e a BOVA11. Nesse caso, o beta estatístico obtido é de aprox. 0,83, com base no histórico dos últimos 5 anos.

Pelo beta estatístico ser menor do que um (e maior do que zero), podemos assumir que o papel da ARZZ3 é menos volátil que o mercado, ou seja, o papel tem menos sensibilidade às variações do risco de mercado. Se o beta fosse negativo, significaria que a ação está inversamente correlacionada às variações do risco de mercado.

4.1.1.3 PRÊMIO DE RISCO DE MERCADO

O prêmio de risco de mercado (PRM) divulgado mensalmente pelo Centro de Estudos Quantitativos em Economia e Finanças (CEQEF), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), foi utilizado neste trabalho. Em janeiro de 2019, o prêmio de risco de mercado do Brasil era de aproximadamente 7%, e em agosto de 2021 era de aproximadamente 11,8%.

4.1.1.4 ATIVO COM MENOS RISCO DO MERCADO

Como hipótese, assumiremos que a maior taxa livre de risco do mercado é o título público IPCA+ 2045 que paga 4,17% a.a. além da inflação.

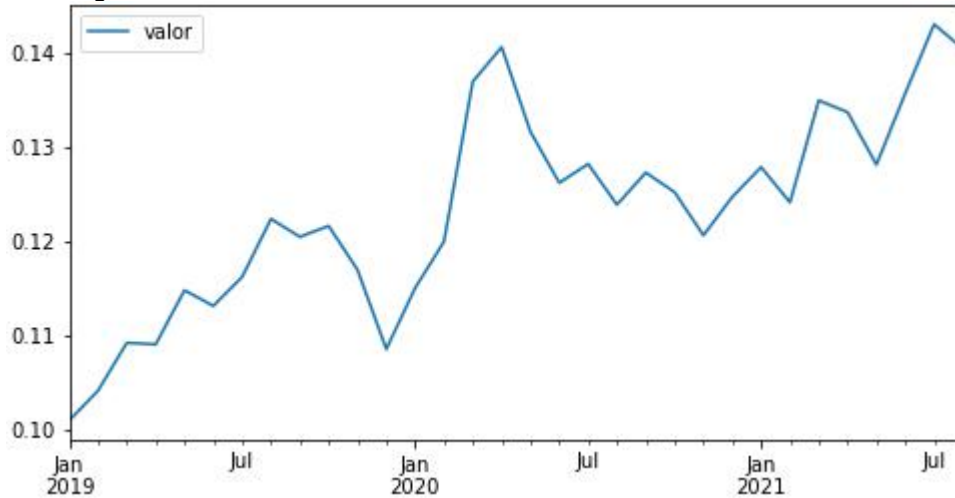
4.1.1.5 APLICAÇÃO DO CAPM

Substituindo as variáveis no modelo, com as informações mencionadas anteriormente, temos a seguinte equação para o cálculo do CAPM mensal, utilizado no código do Python:

$$\text{CAPM} = (4,17\%) + (0,83) \times (\text{histórico mensal do PRM})$$

Ao aplicar a equação no código *python*, com a base histórica das variáveis entre o período de janeiro de 2019 e agosto de 2021, temos o gráfico abaixo.

Figura 1 - Gráfico do CAPM - 2019 a 2021



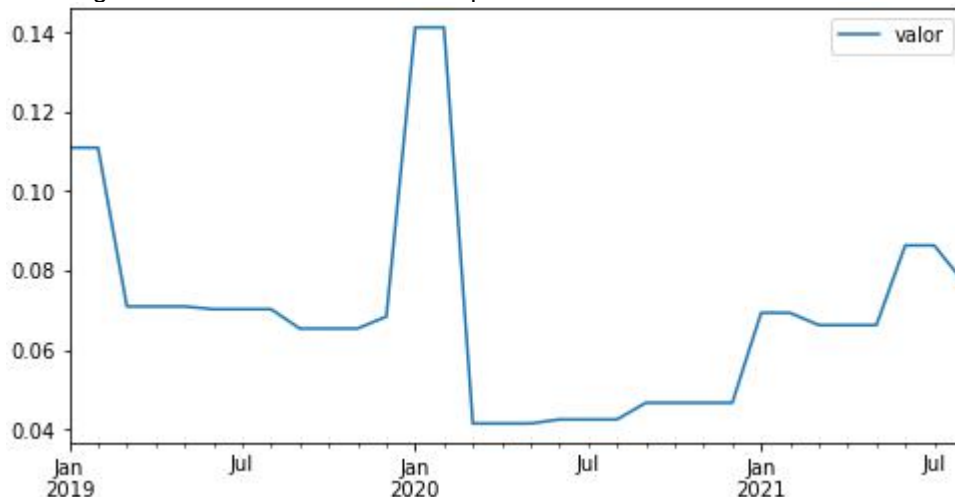
Fonte: O autor (2022)

Ao observar o gráfico acima, podemos notar que o CAPM teve um forte aumento de patamar, influenciado principalmente pelo período de pandemia, a partir de fevereiro de 2020.

4.1.2 CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

O custo de capital de terceiros pode ser obtido pelo produto entre o histórico de despesas financeiras multiplicado por 1 menos a alíquota de imposto de renda (0,32), dividindo o produto pelo valor bruto da dívida vigente. Aplicando o modelo no código em *python*, teremos o gráfico abaixo.

Figura 2 - Gráfico do Custo de Capital de Terceiros - 2019 a 2021



Fonte: O autor (2022)

No gráfico acima, podemos observar uma queda abrupta no primeiro trimestre de 2020, que se deve ao aumento da dívida da companhia em mais 450 milhões de reais, triplicando assim todo o seu volume de dívida bruta. Esse aumento da dívida bruta foi provocado pela captação de linhas de créditos, com o propósito de garantir capital de giro suficiente para suportar todo o período em que as lojas físicas ficassem fechadas, devido a pandemia de covid-19.

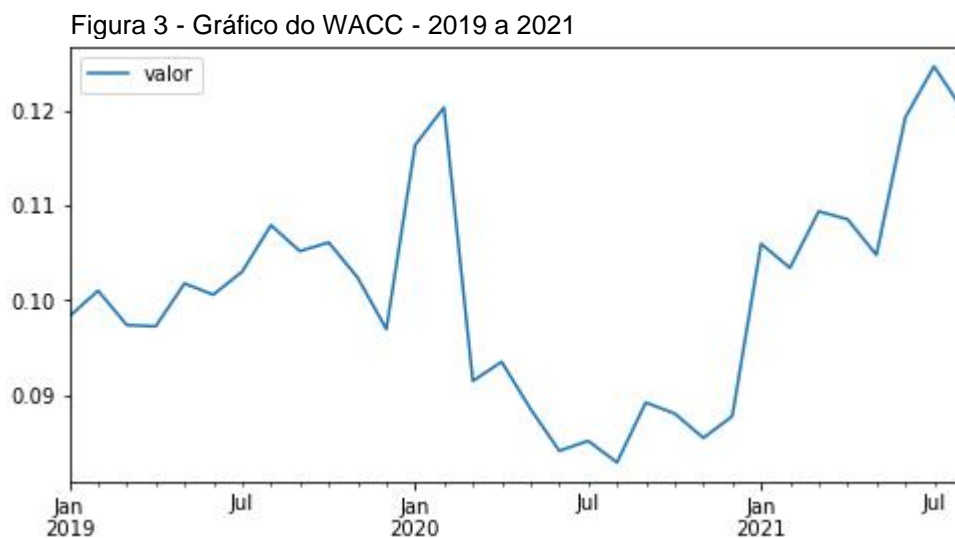
4.2 CALCULANDO WACC

Após aplicar o modelo de CAPM para obter a curva do custo de capital próprio (Ke) e calcular o custo de capital de terceiros (Kd), podemos aplicar mensalmente o custo médio ponderado de capital (WACC), junto ao histórico mensal de dívida bruta (D) e patrimônio líquido(E).

Ao aplicar o modelo com as bases mencionadas nos últimos parágrafos, tem-se a seguinte função aplicada ao código em python:

$$\text{WACC} = [k_e \times \{E/(E + D)\}] + [k_d \times \{D/(E + D)\}]$$

Como resultado do período entre janeiro de 2019 e agosto de 2021, obtém-se o gráfico abaixo:



Fonte: O autor (2022)

No gráfico acima, podemos observar o custo médio ponderado de capital menor no período entre o primeiro trimestre de 2020 e o primeiro trimestre de 2021. Essa curva pode ser explicada em partes, pela baixa na taxa básica de juros (Selic), que chegou no seu menor patamar histórico (2%); e em particular, a aquisição de R\$ 450 milhões em linhas de créditos mais favoráveis no primeiro trimestre de 2020 (triplicando o volume de dívida bruta), que não resultou em um aumento abrupto das despesas financeiras.

4.3 ESTIMANDO O FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA (FCFF)

4.3.1 PREMISSAS

O crescimento da receita operacional líquida foi obtido de acordo com a estimativa do crescimento por canal da companhia.

O canal franquia, antes da pandemia, tinha um crescimento médio anual de 9%. Após a aquisição da AR&CO, a expectativa de maior crescimento no canal se deve ao fato do modelo de franquia ainda ser muito imaturo no grupo de vestuário. A expectativa é de que com o time de expansão da AREZZO&CO, especialista no modelo de franquia, impulse o crescimento de lojas de franquia da AR&CO. Portanto, assume-se um crescimento médio anual de 15% para o canal.

Já para o canal de multimarcas, o crescimento médio anual é influenciado pelo mercado endereçável da AR&CO está longe de ser atingido. Com um impulsionamento do novo time de expansão e o crescimento natural da AREZZO&CO, assume-se um crescimento médio anual de 14%.

As lojas próprias da AREZZO&CO tem um histórico de crescimento estagnado, pois essas lojas eram utilizadas principalmente como “termômetro” do mercado, para testar novas práticas e como ferramenta de branding. O foco nas últimas décadas foi no crescimento por meio de franquias e multimarcas. Na AR&CO, as lojas próprias impulsionaram o forte crescimento de suas marcas na última década, com a experiência de loja como um dos grandes segredos do crescimento de suas marcas. Com a expansão de novas lojas em 2022 e mais lançamento previsto da primeira coleção feminina da marca, o crescimento do canal de lojas próprias para os próximos anos será de 10%.

O canal de e-commerce teve um salto de 145% e 280% de crescimento das vendas nos anos de 2020 e 2021. A expectativa é de que a média de crescimento se mantenha alta nos próximos anos, embora em um patamar inferior ao último biênio que acelerou o crescimento do canal, que ficou mais próximo do seu potencial. O crescimento médio anual do canal para os próximos anos é de 30%.

4.3.2 MARGEM EBIT

No varejo de moda, o grande investimento das companhias não é lançado como CAPEX no DRE. O volume de despesas operacionais com marketing é estratégico e acompanha a variação de receita líquida. As despesas com marketing também aumentam quando a empresa está entrando em um novo mercado ou linha de produto. Logo, quanto maior for o investimento da empresa em marketing, menor será a margem EBIT, no entanto, mesmo com os grandes investimentos em marketing no ano de 2021, a variação da receita foi superior, encontrando assim, um aumento na margem EBIT da média de 13% para 16% em 2021. Para os próximos anos, devido ao planejamento de expansão no vestuário e consequente aumento de receita e investimento em marketing, a média anual de margem EBIT esperada é de 14%.

4.3.3 ALIQUOTA EFETIVA

Com a Lei da moda e incentivos fiscais do centro de distribuição do Espírito Santo, temos uma alíquota efetiva média de 13%, conforme 2021. Com o possível fim da Lei da Moda em 2032 e dos incentivos fiscais no ES em 2022, na perpetuidade, consideraremos uma alíquota efetiva de 32%.

4.3.4 GROWTH, CAPEX E CAPITAL DE GIRO

A Arezzo, por ser uma empresa de modelo “asset light”, por estratégia, não costuma investir grande parte do seu capital, dando prioridade a liquidez, com um fluxo capital de giro mais robusto.

A grande expansão da empresa aconteceu por meio do modelo de franquias e 90% da fabricação dos seus produtos são terceirizados. O momento em que a Arezzo&Co mais demandou caixa para investimento foi quando montou seu centro de

distribuição no Espírito Santo. Desde então, a taxa de reinvestimento média anual foi de 18% do NOPAT, que do inglês, significa: “Net Operating Profit After Taxes”, ou, em português, “lucro operacional líquido após impostos”. A taxa de reinvestimento será uma média de aprox. 17% para os próximos anos e perpetuidade, pois com a incorporação da AR&CO e o elevado crescimento de vendas de um ano para o outro no “braço” vestuário (90% no último tri.), e o crescimento do canal digital (54%), será imprescindível o investimento em um novo centro de distribuição.

O capital de giro tem uma média histórica de 24% em relação ao ROL na Arezzo&co, em 2021 foi 14%, levando em consideração as aquisições realizadas no mercado de vestuário. Para os próximos 5 anos foi projetado um capital de giro médio de 14% em relação ao ROL.

O ROIC histórico da companhia é de 27,2%, como a média dos últimos 5 anos (desconsiderando 2020) é bem próximo, consideraremos este valor para estimar o *growth* da empresa na perpetuidade. Com uma taxa de reinvestimento em 18%, teremos um *growth*, ou crescimento na perpetuidade, de aproximadamente 4,8%.

4.4 APURANDO O VALOR INTRÍNSECO DA EMPRESA ENTRE 2019 E 2021.

Com as premissas e bases devidamente denotadas, é possível aplicar o modelo de fluxo de caixa descontado, a fim de mensurar o valor intrínseco da ARZZ3 no período entre janeiro de 2019 e agosto de 2021.

Na fórmula do fluxo de caixa descontado, o valor explícito inicia-se do ano 0 até o ano 5, somando-se a perpetuidade, conforme abaixo:

$$VE = FCFF + [(FCFF \times (1+C) / (1+WACC)) + (FCFF \times ((1+C)^2) / ((1+WACC)^2)) + (FCFF \times ((1+C)^3) / ((1+WACC)^3)) + (FCFF \times ((1+C)^4) / ((1+WACC)^4)) + ((FCFF \times ((1+C)^5) / ((1+WACC)^5))] + \text{Perpetuidade}$$

No qual:

VE = Valor da Empresa (de acordo com o modelo).

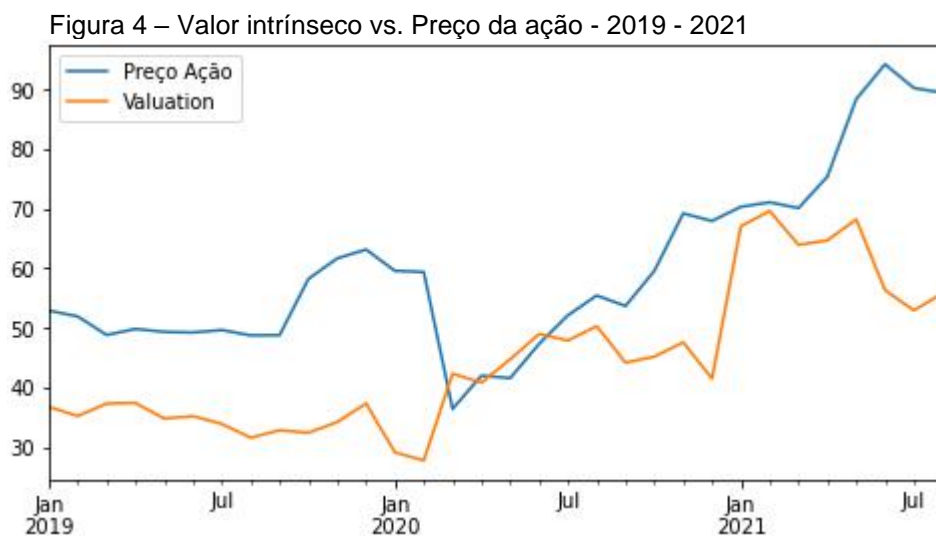
C = Média de crescimento nos 5 anos projetados.

Perpetuidade = $((FCFF \times ((1+C)^5) \times (1+i)) / (WACC - i)) / ((1+WACC)^5)$

i = Crescimento na perpetuidade.

As principais variáveis utilizadas no cálculo do valor explícito são as matrizes de valores mensais de WACC e Fluxo de caixa livre, do período entre 2019 e 2021.

A soma desses fluxos descontados pela taxa de desconto (WACC) com a perpetuidade, divididos pela matriz do número total de ações emitidas mensalmente atualizadas, denota o valor intrínseco unitário de cada ação da ARZZ3. Essa matriz pode ser observada no gráfico abaixo, sendo comparada com a matriz do preço de venda ação no mercado secundário no mesmo período.



Fonte: O autor (2022)

O valor intrínseco da ação inicia-se em aproximadamente R\$ 36,80 em janeiro de 2019 e termina o período analisado em aproximadamente R\$ 55,82 em agosto de 2021. Com um valor máximo de R\$ 69,61 em fevereiro de 2021.

Comparando com o preço de venda do mercado secundário de capitais, o valor intrínseco ficou em um patamar superior somente no início da pandemia de covid-19, em um momento de fortes incertezas no mercado de capitais. Posteriormente, com a divulgação de resultados e especulações sobre expansões da companhia por meio de fusões e aquisições, o preço de mercado da ação tornou-se a um patamar de preço superior ao valor intrínseco. A especulação do mercado de capitais sobre as ações da ARZZ3 alavancou o seu preço de mercado, que com a aquisição do grupo AR&CO, e o forte recado ao mercado de que a companhia de fato pretende se tornar tão forte no vestuário como é no setor de calçados, fez seu preço de mercado deslocar-se definitivamente do seu valor intrínseco.

A partir de maio de 2021, inicia-se uma forte tendência de pressão inflacionária na economia brasileira, e a expectativa de alta gradativa das taxas de juros, junto as incertezas que a acompanham, tornaram o prêmio de risco de mercado no Brasil mais alto, provocando um aumento na taxa de desconto, desvalorizando o valor presente da ação. No mesmo período, o time de executivos da AREZZO&CO negociava uma possível aquisição do grupo de vestuário HERING (que não foi concretizada), o que fez a especulação do mercado de capitais inflacionar ainda mais o valor de mercado das ações da AREZZO&CO, descolando-se definitivamente do valor intrínseco da ação.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O propósito do presente trabalho era de avaliar, em dado período histórico (entre 2019 e 2021), o comportamento do valor intrínseco das ações da Arezzo&Co e comparar com o seu preço de venda negociado no mercado. O resultado corrobora com a expectativa de que uma boa gestão, aliada ao fato do planejamento, forte expansão para o mercado de vestuário, por meio de aquisições de marcas, gera uma grande euforia e uma sobrevalorização da ação em análise.

Exceto pelo período entre fevereiro e junho de 2020, o preço de mercado das ações da Arezzo&Co entre 2019 e 2021, sempre flutuou acima do valor intrínseco da ação. Mesmo ao chegar no valor máximo alcançado no *valuation*, com aproximadamente R\$ 69,61, o preço de mercado esteve acima.

O preço de mercado da ação teve sofrido três grandes variações positivas em meio ao período entre 2019 e 2021. O primeiro ocorre no último trimestre de 2019, após a aquisição da operação brasileira da marca internacional de skate Vans, em um acordo de aproximadamente R\$ 50 milhões de reais, sendo que R\$ 45 milhões destinados a aquisição de capital de giro referente a estoque, ou seja, uma aquisição feita em bases bem vantajosas para Arezzo, tendo em vista ao poder de marca da Vans. O segundo ocorre no último trimestre de 2020, após a aquisição do grupo Reserva, que se tornara AR&CO, confirmando de fato que o planejamento de expandir para o mercado vestuário teria se iniciado.

O terceiro ocorre no segundo trimestre de 2021, após grande expectativa do mercado em relação a uma possível aquisição das operações do grupo Hering. O acordo não ocorreu, mas foi o suficiente para especular-se entre os agentes do mercado de capitais, de que a Arezzo&Co não ficará satisfeita com as marcas que já estão no seu portfólio.

Portanto, ao analisar o resultado do *valuation*, contrapondo-se ao preço de mercado da ação da Arezzo&Co e pelo contexto organizacional da empresa em relação ao mercado, é possível afirmar que há uma euforia em relação às ações da Arezzo&Co, impulsionada pelas últimas aquisições e especulações de novos acordos, descolando assim, o preço de mercado e o *valuation* da ação.

REFERÊNCIAS

ABICALÇADOS. Relatório Setorial. Disponível em:
<<https://www.abicalcados.com.br/noticia/abicalcados-apresenta-relatorio-setorial-2019>>. Acesso em: 10 abr. 2022.

AREZZO&CO. Relações com Investidores: Arezzo&CO. Disponível em:
<<http://arezzoco.com.br/>>. Acesso em: 10 abr. 2022.

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

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

FGV CEQEF. Dados Equity Risk Premium. Disponível em:
< <https://ceqef.fgv.br/node/>>. Acesso em: 10 abr. 2022.

IBGE. Pesquisa Mensal de Comércio. Disponível em:
<<https://sidra.ibge.gov.br/tabela/3418>> Acesso em: 10 abr. 2022.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como precificar ações**. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2021.