UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**AVALIAÇÃO DO VALOR JUSTO POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO DE UMA EMPRESA
DO SETOR DE VAREJO**

Aluno: Bruno de Castro Antunes

Orientador: Prof. Jose Lamartine Tavora
Junior

Recife

2024

BRUNO DE CASTRO ANTUNES

**AVALIAÇÃO DO VALOR JUSTO POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO DE UMA EMPRESA
DO SETOR DE VAREJO**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Pernambuco para aprovação na disciplina de Monografia

Orientador: Prof. Jose Lamartine Tavora Junior

Recife

2024

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do programa de geração automática do SIB/UFPE

Antunes, Bruno de Castro.

Avaliação Do Valor Justo Por Fluxo De Caixa Descontado De Uma Empresa
Do Setor De Varejo / Bruno de Castro Antunes. - Recife, 2024.
30 p., tab.

Orientador(a): José Lamartine Távora Junior

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal de
Pernambuco, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Ciências Econômicas -
Bacharelado, 2024.

1. Valor. 2. Valuation. 3. Varejo. I. Távora Junior, José Lamartine.
(Orientação). II. Título.

330 CDD (22.ed.)

BRUNO DE CASTRO ANTUNES

**AVALIAÇÃO DO VALOR JUSTO POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO DE UMA EMPRESA
DO SETOR DE VAREJO**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Pernambuco, como parte dos requisitos necessários a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas

Recife, Março de 2024

BANCA EXAMINADORA

**Prof Jose Lamartine Tavora Junior
Universidade Federal de Pernambuco**

**Prof Ricardo Chaves Lima
Universidade Federal de Pernambuco**

Recife

2024

AGRADECIMENTOS

Gostaria de dedicar este espaço para expressar meu reconhecimento a todos que contribuíram de maneira significativa para a conclusão deste trabalho.

Primeiramente, aos meus orientadores e professores, cuja orientação e conhecimento foram fundamentais para a realização deste estudo. Suas sugestões críticas e valiosas contribuíram para moldar este trabalho.

Aos meus colegas de curso, cujas discussões e interações enriqueceram meu entendimento do tema. A troca de ideias e a colaboração foram parte essencial deste processo.

À minha família, à Vevé e à Dete, que sempre me apoiaram e incentivaram a buscar ao conhecimento. Obrigado pelo suporte inabalável ao longo da minha jornada acadêmica.

À minha namorada Mariana Mapurunga que esteve durante meu percurso na graduação me apoiando e me ajudando a extrair o que tem de melhor em mim.

Às fontes de pesquisa, autores e instituições que disponibilizaram informações e recursos que foram essenciais para este estudo.

Por fim, a todos os que de alguma forma contribuíram, mesmo que não tenham sido mencionados aqui, o meu agradecimento sincero. Este trabalho é o resultado de esforço, colaboração e aprendizado coletivo. A todos vocês, muito obrigado.

RESUMO

O trabalho apresentado tem como objetivo estimar o valor justo de uma empresa do setor de varejo, atuante no Brasil, Estados Unidos e Europa, listada na bolsa de valores do Brasil, B3, por meio do Valuation, especificamente, utilizando o método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Tal método é um dos mais utilizados para o processo decisório de investimento em uma companhia.

A Arezzo, como empresa escolhida para o estudo de caso, é analisada em termos de sua estrutura de capital, projeção de crescimento, estrutura de custos e outros fatores relevantes para a projeção do fluxo de caixa futuro. Os resultados obtidos são comparados com a avaliação de mercado da empresa, para avaliar a alocação de capital no ativo.

Este TCC oferece uma contribuição para profissionais da área financeira, investidores e gestores que buscam compreender e aprimorar os métodos de avaliação de empresas, além de proporcionar insights sobre a aplicação prática do FCD no contexto do setor de varejo, utilizando a Arezzo como exemplo.

Palavras-chave: Fluxo de Caixa Descontado. Arezzo. Investimentos. Rentabilidade.

ABSTRACT

The completion of this course work addresses the evaluation of fair value through the Discounted Cash Flow (DCF) method applied to a retail sector company, using Arezzo as a case study. The main objective of this work is to indicate whether or not to invest in Arezzo.

Arezzo, chosen as the case study company, is analyzed in terms of its capital structure, growth projection, cost structure, and other relevant factors for the projection of future cash flow. The results obtained are compared with the market evaluation of the company to assess capital allocation in the asset.

This thesis contributes to professionals in the financial field, investors, and managers seeking to understand and improve methods for evaluating companies, providing insights into the practical application of DCF in the context of the retail sector using Arezzo as an example.

Keywords: Discounted Cash Flow. Arezzo. Investments. Profitability.

SUMÁRIO

1.INTRODUÇÃO.....	9
1.1 APRESENTAÇÃO.....	9
1.2 OBJETIVO DO ESTUDO.....	9
1.3 ESTRUTURA.....	10
2.AREZZO.....	10
3.REFERENCIAL TEÓRICO CONSOLIDADO.....	12
3.1 VALUATION.....	12
3.2 DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO – DRE.....	14
3.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS.....	15
3.4 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	15
3.5 FLUXO DE CAIXA LIVRE DA FIRMA.....	15
3.6 CUSTO DE MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC).....	16
3.7 CONCLUSÃO DO REFERENCIAL TEÓRICO CONSOLIDADO.....	17
4. METODOLOGIA.....	17
4.1 RESUMO DA METODOLOGIA.....	17
4.2 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E ESTABELECIMENTO DE PREMISSAS..	18
4.3 COLETA DE DADOS.....	18
4.4 CÁLCULO DO VALOR JUSTO.....	19
4.5 FERRAMENTAS UTILIZADAS.....	19
5. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	19
6. CONCLUSÃO.....	28
REFERÊNCIAS.....	29

1. INTRODUÇÃO

1.1 APRESENTAÇÃO

A avaliação de empresas ou avaliação de investimentos, ou valuation, é a atividade de estimar o valor de uma empresa, ou de uma divisão de negócios. Algumas aplicações são: auxiliar a decisão de compra ou venda de companhias; auxiliar o processo de disputas e reorganização societária; servir de balizador em processos de formação de joint venture, de fusões e aquisições. De acordo com Damodaran (2012) qualquer ativo, adquirido por um investidor racional, é adquirido pelos fluxos de caixa esperados após sua aquisição. Então, o preço pago por qualquer ativo, em uma transação, deve refletir os fluxos de caixa que se espera dele.

O ativo escolhido para avaliação nesse estudo será Arezzo &Co, visto que a companhia possui uma grande parte do market share em vendas do setor de varejo de moda nacional, sendo um player representativo desse segmento no Brasil. Ademais, a companhia é parâmetro em relação a precificação de ativos para avaliação do momento do setor de vestuário como um todo no país, já que possui liquidez significativa (média diária de R\$126.000.000,00 negociados em bolsa) e posicionamento de marca relevante em território nacional, como citado anteriormente.

1.2 OBJETIVO DO ESTUDO

O trabalho apresentado tem como objetivo estimar o valor justo de uma empresa do setor de varejo, atuante no Brasil, Estados Unidos e Europa, listada na bolsa de valores do Brasil, B3, por meio do Valuation, especificamente, utilizando o método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Tal método é um dos mais utilizados para o processo decisório de investimento em uma companhia.

1.3 ESTRUTURA

Esse trabalho será estruturado em 6 capítulos. O capítulo 2 terá como objetivo dar uma breve explicação sobre a empresa Arezzo, contar um pouco da sua história e do mercado em que ela está posicionada. O capítulo 3 será dedicado ao referencial teórico do trabalho, onde serão revisadas e sintetizadas as teorias, conceitos e pesquisas relevantes que informarão e darão suporte ao estudo. No capítulo 4, se dará a metodologia do estudo, onde consta todo o processo de aquisição de dados e métodos utilizados para realizar e concluir o estudo.

O capítulo 5 e 6 serão utilizados para realizar o estudo, analisar os resultados e gerar uma conclusão para o trabalho.

2. AREZZO

A Arezzo é uma empresa brasileira líder no segmento de calçados, bolsas e acessórios de moda feminina. Fundada em 1972, na cidade de Belo Horizonte, a empresa começou como uma pequena fábrica de calçados e, ao longo das décadas, expandiu-se para se tornar uma marca reconhecida nacional e internacionalmente.

A empresa tem como foco principal o design de produtos de alta qualidade, aliado a uma forte presença no varejo. Seus produtos são conhecidos por seu estilo contemporâneo, conforto e sofisticação, atendendo a um público amplo, que vai desde consumidores mais jovens até os mais exigentes.

A Arezzo opera tanto no mercado brasileiro quanto internacional, com lojas próprias, franquias e presença em grandes redes de varejo. Além disso, a empresa possui uma estratégia de diversificação de marcas, com outras marcas sob seu guarda-chuva, como a Schutz, Anacapri, Fiever, Alme, Alexandre Birman ...

Ao longo dos anos, a Arezzo tem se destacado não apenas pela qualidade de seus produtos, mas também pela sua capacidade de inovação, investindo em tecnologia, design e marketing para se manter relevante em um mercado altamente competitivo. Sua visão estratégica e seu compromisso com a excelência a consolidam como uma das principais referências no setor de moda e acessórios no Brasil e no mundo.

A Arezzo está inserida no setor de moda e acessórios, um segmento dinâmico e altamente competitivo que engloba uma variedade de produtos, desde calçados e bolsas até roupas e acessórios de moda. Este setor é impulsionado pelas tendências de moda, mudanças nos estilos de vida dos consumidores e pela busca por produtos que expressem individualidade e estilo pessoal.

No Brasil, o setor de moda e acessórios é especialmente vibrante, refletindo a diversidade cultural e o estilo de vida do país. Marcas como Arezzo, além de concorrentes locais e internacionais, competem por participação de mercado, buscando se destacar através da inovação, qualidade do produto, design diferenciado e experiência do cliente.

O setor também é influenciado por fatores macroeconômicos, como o crescimento do PIB, taxas de câmbio, inflação e poder de compra dos consumidores. Além disso, tendências globais, como sustentabilidade e responsabilidade social, estão cada vez mais moldando as estratégias das empresas neste setor.

A Arezzo tem sido uma das empresas líderes neste setor, capitalizando sua reputação de qualidade, estilo e inovação para atrair consumidores e expandir sua presença no mercado. Sua capacidade de adaptação às mudanças nas preferências dos consumidores e sua abordagem centrada no cliente a posicionam de forma competitiva neste setor em constante evolução.

Com todo esse contexto, adicionando o fato de que as ações da Arezzo são negociadas em bolsa, a indagação necessária a se fazer é: Os preços das ações negociadas em bolsa pela Arezzo estão em um valor justo? O trabalho a seguir irá debater e responder à essa questão.

3. REFERENCIAL TEÓRICO CONSOLIDADO

3.1 VALUATION

Valuation, ou avaliação de empresas, é o processo de determinar o valor econômico de uma empresa, ativo ou investimento. Este processo é essencial para uma variedade de atividades financeiras e de negócios, incluindo fusões e aquisições, avaliação de ativos para fins contábeis ou tributários, precificação de ações em ofertas públicas iniciais (IPOs), tomada de decisões de investimento e financiamento, entre outros.

Em sua essência, o valuation busca responder à pergunta: "Quanto vale essa empresa ou ativo?" Existem várias abordagens e métodos para realizar avaliações, cada um com suas premissas, técnicas e modelos específicos. No entanto, o objetivo comum é chegar a um número que represente o valor justo ou intrínseco da empresa ou ativo em questão.

O valuation, ou avaliação de empresas, tem sido extensivamente estudado e discutido na literatura financeira ao longo das décadas. Por exemplo, em seu livro clássico "Princípios de Finanças Corporativas", Brealey e Myers (2000) destacam a importância do valuation como uma ferramenta fundamental para a tomada de decisões de investimento e financiamento. Eles descrevem em detalhes os princípios por trás dos modelos de fluxo de caixa descontado (DCF) e as abordagens relativas, ressaltando sua aplicação prática na avaliação de empresas.

Outro trabalho influente é o livro "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies" de McKinsey & Company (Koller, Goedhart & Wessels, 2005). Este livro oferece uma abordagem abrangente para o valuation, cobrindo tanto os aspectos teóricos quanto práticos. Ele destaca a importância de uma análise detalhada dos fundamentos da empresa, bem como a consideração cuidadosa dos fatores macroeconômicos e do ambiente competitivo.

O processo de valuation, ou avaliação de empresas, envolve várias etapas que ajudam a determinar o valor econômico de uma empresa, ativo ou investimento. Embora as

abordagens possam variar dependendo do contexto e dos objetivos específicos, as etapas comuns incluem:

Coleta de Dados: Esta etapa envolve a coleta de informações relevantes sobre a empresa ou ativo a ser avaliado. Isso inclui dados financeiros históricos, projeções futuras, informações do setor, análise da concorrência, entre outros.

Análise do Setor e do Mercado: A próxima etapa envolve a análise do setor em que a empresa opera e das condições de mercado relevantes. Isso inclui identificar tendências, fatores macroeconômicos, concorrência, regulamentações e outros aspectos que possam impactar o desempenho futuro da empresa.

Preparação das Projeções Financeiras: Com base nas informações coletadas e na análise do setor, as projeções financeiras são desenvolvidas. Isso inclui estimativas de receitas, custos, despesas, investimentos de capital e outros itens relevantes ao longo de um horizonte de tempo específico.

Escolha do Método de Valuation: Existem vários métodos de valuation disponíveis, como o método de Fluxo de Caixa Descontado (DCF), métodos de avaliação relativa, avaliação baseada em ativos, entre outros. A escolha do método dependerá do tipo de empresa, a disponibilidade de dados e as condições do mercado.

Aplicação do Método Selecionado: Nesta etapa, o método escolhido é aplicado aos dados e projeções financeiras da empresa. Isso pode envolver a determinação da taxa de desconto adequada no caso do DCF, a identificação de empresas comparáveis para análise relativa, ou a avaliação dos ativos tangíveis e intangíveis no caso de uma avaliação baseada em ativos.

Avaliação do Risco: O risco é uma consideração importante no valuation. Isso pode envolver a avaliação de fatores como volatilidade do mercado, volatilidade dos fluxos de caixa, alavancagem financeira, risco regulatório, entre outros. O risco é então incorporado ao modelo de valuation para refletir seu impacto no valor da empresa.

Análise de Sensibilidade e Cenários: Para entender melhor a robustez da avaliação, é comum realizar análises de sensibilidade e cenários. Isso envolve testar como mudanças em variáveis-chave, como taxa de crescimento, margens operacionais ou custo de capital, afetam o valor da empresa.

Elaboração do Relatório de Valuation: Por fim, os resultados do valuation são compilados em um relatório formal. Este documento geralmente inclui uma descrição detalhada do método utilizado, uma análise dos resultados, discussão das premissas e sensibilidades, e conclusões sobre o valor da empresa.

3.2 DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO – DRE

A Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) representa uma ferramenta contábil adotada por todas as empresas, com a finalidade de apresentar os resultados alcançados durante um período específico. A obrigatoriedade de divulgação da DRE é respaldada pela Lei 6404/76, Art. 176, parágrafo 3, que estipula que, ao término de cada exercício social, a governança deve elaborar demonstrações financeiras, destacando a demonstração do resultado do exercício.

Segundo Ross (2013), a DRE mensura o desempenho em um intervalo temporal, geralmente trimestral ou anual. Nesse contexto, compreender minuciosamente as contas apresentadas nessa demonstração contábil torna-se imperativo para realizar projeções realistas.

A projeção da DRE implica na análise dos anos anteriores, identificando variações ao longo dos períodos estudados, culminando no lucro líquido ao final da demonstração. No entanto, a avaliação considera exclusivamente o lucro operacional antes de taxas e impostos, refletindo o verdadeiro ganho gerado pela atividade operacional da empresa.

Dado que a avaliação é baseada no EBIT (lucro antes de taxas e impostos em inglês), torna-se dispensável projetar o resultado financeiro e os impostos a pagar nessa fase da avaliação. Essa abordagem se alinha à busca por uma avaliação fundamentada e realista do desempenho financeiro da empresa.

3.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Existem diversas evidências empíricas sobre a utilização de valuation para a avaliar o valor justo de uma empresa, cito algumas:

- Estudo de caso da UFRJ: Fernando Marinho, **Avaliação de Empresas – “Valuation” Estudo de Caso da Empresa B2W**. UFRJ, 2009.
- Monografia de MBA: Isabelle Lorenzi, **Comparação dos métodos de avaliação de empresas – Valuation**. UTFPR, 2018.
- Artigo Sebrae: **Valuation: saiba quanto vale sua empresa**. Sebrae, 2015
- Artigo InfoMoney: **Valuation: como definir o valor de uma empresa?**. InfoMoney, 2024.
- Artigo Endeavor Brasil: **Valuation: calcule o valor da sua empresa**. Endeavor Brasil, 2022.

3.4 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O método de Fluxo de Caixa Descontado é amplamente utilizado por analistas do mercado financeiro global para avaliar se as empresas estão sendo negociadas abaixo ou acima do valor intrínseco, além de desempenhar um papel crucial no cálculo de valor durante processos de fusão e aquisição.

O método de Fluxo de caixa descontado será utilizado nesse trabalho, também, por possuir maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico de uma empresa, alinhando-se perfeitamente com o objetivo central das finanças corporativas de maximização do valor da empresa segundo Assaf Neto (2005).

O cálculo do valor do ativo no método de Fluxo de Caixa Descontado é realizado por meio do somatório dos fluxos de caixa futuros, descontados por uma taxa determinada pela média ponderada do custo da dívida e do patrimônio líquido, considerando o tempo de cada fluxo. A fórmula utilizada é expressa da seguinte maneira:

$$V = \underbrace{\frac{FCE_1}{(1+TD)^1} + \frac{FCE_2}{(1+TD)^2} + \frac{FCE_3}{(1+TD)^3}}_{\text{Período explícito}} + \underbrace{\frac{\left(\frac{FCE_n \times (1+g)}{TD-g}\right)}{(1+TD)^4}}_{\text{Perpetuidade}}$$

3.5 FLUXO DE CAIXA LIVRE DA FIRMA

Conforme indicado por Damodaran (1997), "os fluxos de caixa livres para a empresa são a soma dos fluxos de caixa para todos os detentores de direito da empresa, incluindo todos os que possuem ações, bônus e ações preferenciais".

Para calcular o Fluxo de Caixa Livre para Empresa (FCFF - free cash flow to firm, em inglês), Damodaran (1997) propõe utilizar os lucros antes dos juros e impostos (EBIT) como base de cálculo. A obtenção do fluxo de caixa livre da firma requer ajustes para considerar o reinvestimento na organização e contemplar o efeito da depreciação no resultado operacional, conforme a seguinte equação:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} (1 - \text{imposto de renda}) + \text{Depreciação} - \text{Desembolsos de Capital} - \Delta \text{Capital de Giro Não-Monetário}$$

3.6 CUSTO DE MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC)

O custo médio ponderado de capital (WACC) representa a média ponderada dos custos de capital de terceiros e próprio. Outra forma alternativa de cálculo de se chegar ao custo de capital é através do custo de oportunidade do investidor, rentabilidades de títulos do tesouro, por exemplo. O Cálculo do WACC é mais preciso e eficaz quando se possui mais de uma fonte de capital para a empresa (Capital de terceiros e capital próprio).

A fórmula de calcular o WACC, segundo Copeland et al. (2002), é:

$$\text{WACC} = K_e (E/E+D) + K_d (1-t_c) (D/D+E)$$

Onde,

K_e = Custo do Capital Próprio

E = Valor do Capital Próprio

K_d = Custo do Capital de Terceiros

D = Valor do Capital de Terceiros

T_c = Alíquota de Imposto de Renda

3.6.1 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Conforme Damodaran, o Custo do Capital Próprio é derivado por meio do CAPM (Modelo de Precificação de Ativos Financeiros), conhecido em inglês como Capital Asset Pricing Model. Este método estabelece uma relação entre o retorno de um ativo, seu risco, medido pelo beta, e um prêmio de risco de mercado.

Damodaran (2012) apresenta a seguinte formulação para o cálculo do CAPM:

$$K_e = r_f + (R_m - r_f) \beta + \text{Prêmio de risco País} + \text{Diferencial de inflação}$$

Onde,

K_e = Taxa de retorno exigida pelo investidor ou acionista (Custo do Capital Próprio)

r_f = Taxa de retorno do ativo livre de risco.

R_m = Taxa de retorno da carteira de mercado.

β = Risco do ativo em relação ao risco sistemático da carteira de mercado.

$(R_m - r_f)$ = Prêmio de risco do mercado.

DI = Diferencial de inflação.

3.6.2 CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

O Custo do Capital de Terceiros representa a remuneração exigida pelos credores que concedem empréstimos à empresa, ou seja, a taxa na qual as instituições de mercado estão dispostas a fornecer financiamento para a empresa.

O cálculo do Custo do Capital de Terceiros pode ser realizado com base em títulos de dívida emitidos pela empresa e suas despesas financeiras.

3.7 CONCLUSÃO DO REFERENCIAL TEÓRICO

Conforme visto nesse capítulo, as práticas de mercado atual consistem na utilização do método de FCD para determinar o valor da firma. Ademais, as pesquisas realizadas nos últimos anos e os artigos publicados recentemente também utilizam esse método. Esse

procedimento será adotado na pesquisa a seguir, com o objetivo de cálculo do valor justo de Arezzo.

4. METODOLOGIA

4.1 RESUMO DA METODOLOGIA

Como visto no capítulo 3 desse trabalho, realizaremos o valuation de Arezzo para estimar o valor justo de suas ações. Em nosso caso, utilizaremos o método de FCD, que será realizado através de estudos de tendências anteriores da empresa em termos financeiros e posteriores projeções de fluxo de caixa.

O fluxo de caixa resultará em no fluxo de caixa livre que, ao ser descontado a valor presente, nos trará o valor justo da companhia

4.2 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E ESTABELECIMENTO DE PREMISSAS

Inicialmente, serão coletados dados financeiros da companhia e posteriormente esses dados serão utilizados na construção do fluxo de caixa livre da empresa, com o objetivo de determinar premissas financeiras que serão utilizadas na avaliação do valor justo. As premissas financeiras incluem a taxa de desconto: WACC ou Custo médio ponderado de capital, que utiliza o custo médio do capital de terceiros e custo médio de capital próprio.

Em custo médio de capital de terceiros será utilizada a taxa de juros que os bancos cobram sobre empréstimos dados à essa companhia, esse dado será extraído das demonstrações financeiras da companhia. O custo de capital próprio é o retorno mínimo que os sócios ou acionistas esperam como remuneração, aqui será utilizado o modelo de CAPM para estimar esse valor, que é baseado na taxa de juros do país. O modelo CAPM foi desenvolvido por Willian Sharpe (1966), Jack Treyno (1962), John Lintner (1965) e Jan Mossim (1966).

4.3 COLETA DE DADOS

Os dados financeiros e operacionais da empresa selecionada devem ser coletados a partir de suas demonstrações financeiras públicas e relatórios anuais, que podem ser extraídos do portal de Relação com Investidores da companhia. Os dados devem incluir informações

sobre o desempenho financeiro da empresa nos últimos anos, incluindo receita, lucro líquido, fluxo de caixa livre, investimentos em ativos fixos e variações no capital de giro.

Outros dados que precisam ser coletados para esse tipo de análise são dados de inflação, taxa de juros e crescimento do setor nos últimos anos. Os dois primeiros serão extraídos do boletim Focus, o segundo será retirado do volume de vendas do setor de varejo de vestuário, divulgado na Pesquisa Mensal de Comércio realizada pelo IBGE.

Para o cálculo da taxa de crescimento da companhia foi realizado uma média ponderada entre os dados retirados do portal de Research do Banco Itaú, considerando as opiniões de analistas especializados na empresa e taxa de crescimento histórica aritmética, que serão utilizadas no cálculo do Fluxo de Caixa Livre da Empresa.

4.4 CÁLCULO DO VALOR JUSTO

Com as premissas financeiras determinadas, o fluxo de caixa livre projetado da empresa será descontado para o valor presente através do indicador WACC. Esse valor será adicionado ao valor residual, que é a estimativa do valor da empresa após o período de projeção. A soma desses dois valores representa o valor justo da empresa.

A Análise dos resultados serão discutidos após o cálculo do Valor Justo. A seguir adentraremos na apresentação dos resultados do estudo e na análise desses resultados.

4.5 FERRAMENTAS UTILIZADAS

A única ferramenta utilizada no estudo foi o Microsoft Excel.

5. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

Todas as informações financeiras a partir desse momento serão na base R\$ mil.

A avaliação da organização foi conduzida por meio da projeção do demonstrativo de resultados para o período em questão, seguida pela análise do fluxo de caixa da empresa, levando em consideração premissas históricas e macroeconômicas. As projeções foram calculadas até 2032, incluindo o ano terminal, no qual se presume que a empresa estará em sua fase de maturidade.

Indicadores	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Receita Líquida	4.233.726	4.998.137	5.497.951	6.047.746	6.592.043	7.185.327
% Crescimento		18,1%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%
CMV	-1.950.092	-2.310.283	-2.414.861	-2.785.592	-3.046.842	-3.579.730
Lucro Bruto	2.283.634	2.687.854	3.083.089	3.262.154	3.545.201	3.605.597
% Margem Bruta	53,9%	53,8%	56,1%	53,9%	53,8%	50,2%
Despesas Operacionais	-1.576.217	-1.912.305	-2.131.249	-2.338.721	-2.519.124	-2.682.514
EBIT	707.417	775.549	853.104	938.414	1.022.872	1.114.930
% Margem EBIT	16,7%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%

O cálculo do crescimento foi realizado por meio de uma média ponderada entre a média do crescimento histórico e as projeções de crescimento fornecidas pelo Research do Banco Itaú. Os pesos atribuídos à média ponderada foram de 20% para o crescimento histórico e 80% para as estimativas do Research. A maior ponderação foi atribuída às projeções dos analistas, uma vez que eles possuem acesso a informações mais privilegiadas e mantêm contato direto com as empresas.

Para o cálculo do crescimento do Custo da mercadoria vendida (CMV), foi considerado a projeção utilizada pelo Research do Itaú, que considera a média dos últimos 3 anos no cálculo da margem bruta da companhia.

Indicadores	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Receita Líquida	4.233.726	4.998.137	5.497.951	6.047.746	6.592.043	7.185.327
CMV	-1.950.092	-2.310.283	-2.414.861	-2.785.592	-3.046.842	-3.579.730
CMV/RL	-46,1%	-46,2%	-43,9%	-46,1%	-46,2%	-49,8%

Apesar da elevação da representatividade do CMV sobre a receita líquida, a companhia segue possuindo uma margem rentável e saudável. Dado isso, a perpetuação da proporção CMV/ Receita líquida é extremamente plausível e de certa forma conservadora, tendo em vista que não considera possíveis otimizações em seus custos.

O lucro bruto é calculado pela diferença entre a receita e o CMV, sendo a margem expressa percentualmente como a relação do lucro bruto com a receita.

De maneira análoga ao CMV, a determinação das despesas foi efetuada após uma análise do histórico de pagamentos nos anos anteriores. Estabeleceu-se uma correlação entre as despesas e a receita, resultando em um valor que se reduz ao longo do tempo, tendo em vista que a companhia possui um histórico de otimização de sua estrutura e equipe que proporcionam uma melhor rentabilidade em termos de EBIT.

Ao subtrair o CMV e as despesas da receita, obtém-se o EBIT, que representa o lucro operacional da empresa. Em outras palavras, é o lucro considerando exclusivamente as operações comerciais da empresa.

Indicadores	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Receita Líquida	7.760.153	8.380.965	8.883.823	9.328.014	9.701.135
% Crescimento	8,0%	8,0%	6,0%	5,0%	4,0%
CMV	-3.858.348	-4.167.016	-4.417.037	-4.637.889	-4.823.404
Lucro Bruto	3.901.805	4.213.949	4.466.786	4.690.126	4.877.731
% Margem Bruta	50,3%	50,3%	50,3%	50,3%	50,3%
Despesas Operacionais	-2.789.605	-2.878.507	-2.938.440	-3.031.759	-3.114.704
EBIT	1.204.124	1.300.454	1.378.482	1.447.406	1.505.302
% Margem EBIT	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%

Até 2032, o crescimento da companhia, tanto em termos de Receita Líquida quanto de EBIT, desacelera, tendo em vista que a maturação da operação e da companhia são previstas. Em 2032, ano terminal da previsão, o crescimento de Arezzo é previsto para ser de 3,7%, em linha com o que deve ser o crescimento do país como um todo.

Como mencionado anteriormente, a margem bruta estabiliza-se em 50,28% a partir de 2024, mantendo-se constante até o ano terminal em 2032. (Figura 02).

As despesas calculadas seguem sua melhora, principalmente por melhorias no sistema de distribuição e de fornecedores da companhia. A margem EBIT atinge 44,4% no ano final.

FCFF - Free Cash Flow to Firm						
Indicadores	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBIT	707.417	775.549	853.104	938.414	1.022.872	1.114.930
Imposto	-240.522	-263.687	-290.055	-319.061	-347.776	-379.076
Alíquota de Imposto	34%	34%	34%	34%	34%	34%

NOPAT	466.895	511.862	563.049	619.353	675.095	735.854
D&A	71.703	93.129	120.459	141.434	152.953	161.691
Varição de Capital de Giro	-301.904	-143.541	-157.551	-84.687	-122.272	-143.470
Capex	-233.143	-268.375	-273.772	-197.370	-192.709	-194.530
FCFF	3.551	193.076	252.185	478.731	513.067	559.546

Após a obtenção dos resultados na projeção do EBIT para os períodos futuros, são realizados os ajustes necessários para chegar ao fluxo de caixa livre.

Inicialmente, a taxa de imposto de renda utilizada foi de 34%, alíquota definida como padrão para as empresas do país. O Net Operational Profit After Taxes (NOPAT) é representado pela subtração do EBIT e do imposto devido, refletindo o lucro líquido operacional após os impostos.

Contudo, para obter o fluxo de caixa livre, são necessários outros ajustes. Além de avaliar o histórico da empresa, premissas específicas devem ser consideradas, levando em conta o conhecimento do avaliador sobre o setor e a empresa. Esses ajustes incluem a adição da depreciação e amortização, que não representam saída de caixa para a empresa, e a subtração da variação do capex, que são os investimentos operacionais, e da variação do capital de giro operacional, indicando a necessidade operacional da empresa.

Ao examinar as demonstrações financeiras de Arezzo, identificou-se uma tendência de gastos médios de 1% da Receita Líquida com remodelação e expansão de suas lojas atuais, de crescimento de números de lojas até 2028, de gastos com sua estrutura de escritórios variando entre 0,5% e 1% da Receita Líquida e uma linha de “outros gastos com capex” de cerca de 0,5% da Receita Líquida.

CAPEX						
Ano	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Remodelação e expansão	93.373	81.658	93.194	60.477	65.920	71.853
Novas Lojas	0	17.307	22.966	32.258	19.330	12.731
Escritórios	117.434	105.362	89.392	68.093	67.629	66.530
Outros	22.336	29.048	33.220	36.541	39.830	43.415
CAPEX	233.143	233.375	238.772	197.370	192.709	194.530

Para Cálculo de depreciação, foi utilizado uma taxa, considerada a média dos últimos anos, para depreciar a média, entre o final do ano e o início, do capital imobilizado da companhia com Propriedades, Plantas e Equipamentos (PPE) . Este, considera o dado do ano anterior adicionado do CAPEX.

Depreciação						
Ano	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
PPE (início do Período)	182.176	334.140	441.202	559.515	615.450	655.207
PPE (Final do Período)	334.140	441.202	464.293	615.450	655.207	688.045
PPE (Média)	258.158	387.671	452.748	587.482	635.329	671.626
CAPEX	233.143	233.375	238.772	197.370	192.709	194.530
Depreciação	-71.703	-93.129	-120.459	-141.434	-152.953	-161.691

Com isso, a taxa de depreciação foi estabelecida como 24,1% até o final de 2032. O PPE do Final do período é calculado como a soma do PPE do início do período e do CAPEX do período, posteriormente é subtraída a depreciação desse PPE.

O último ajuste efetuado diz respeito à variação do capital de giro operacional. Para calcular esse ajuste, foram realizados os seguintes cálculos: Inicialmente, é necessário calcular os ativos de giro, que se resume à soma dos recebíveis e do estoque. Para cálculo dos recebíveis futuros, é estabelecida a quantidade média de dias para recebimento da Receita da companhia do período já exercido (2022), através da conta Recebíveis/Receita líquida x 365, esse valor é perpetuado para o resto do período de análise e a conta realizada para chegar ao valor dos recebíveis é a Inversa (Dias de Recebíveis/Receita Líquida x 365).

De forma similar é feito o cálculo para o estoque, porém a Receita Líquida é substituída pelo CMV (por isso o valor negativo de dias de estoque).

Para Cálculo do passivo de giro, a conta “Fornecedores” é calculada de forma análoga à realizada para os recebíveis.

A conta Ativos de Giro – Passivos de Giro resulta na conta Capital de Giro, e sua variação de um ano para o outro significa a variação de Capital de Giro.

Variação do Capital de Giro						
Ano	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Capital de Giro	967.980	1.111.521	1.269.072	1.353.758	1.476.030	1.619.500
Ativos de Giro	1.639.642	1.907.242	2.173.438	2.396.963	2.617.073	2.960.109
Recebíveis	867.582	1.024.226	1.169.859	1.239.314	1.350.852	1.472.429
Dias de Recebíveis	75	75	75	75	75	75
Estoque	772.060	883.015	1.003.579	1.157.649	1.266.220	1.487.680
Dias de Estoque	-145	-140	-120	-120	-120	-120
Passivos de Giro	671.662	795.721	904.366	1.043.204	1.141.043	1.340.609
Fornecedores	574.713	795.721	904.366	1.043.204	1.141.043	1.340.609
Dias Fornecedores	-126	-126	-108	-108	-108	-108
Variação do Capital de Giro	0	143.541	157.551	84.687	122.272	143.470

Os Fluxos a partir de 2028, calculados da forma descrita anteriormente, se dão da seguinte forma:

FCFF - Free Cash Flow to Firm					
Indicadores	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
EBIT	1.204.124	1.300.454	1.378.482	1.447.406	1.505.302
Imposto	-409.402	-442.154	-468.684	-492.118	-511.803
Alíquota de Imposto	34%	34%	34%	34%	34%
NOPAT	794.722	858.300	909.798	955.288	993.499
D&A	168.914	174.666	177.148	177.148	177.148
Variação de Capital de Giro	-129.241	-139.899	-113.318	-100.098	-84.082
Capex	-196.075	-195.288	-177.148	-177.148	-177.148
FCFF	638.319	697.779	796.479	855.190	909.417

CAPEX					
Ano	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Remodelação e expansão	77.602	83.810	88.838	93.280	97.011
Novas Lojas	7.493	0	0	0	0
Escritórios	64.093	60.839	55.605	58.386	60.721
Outros	46.888	50.639	32.704	25.482	19.415
CAPEX	196.075	195.288	177.148	177.148	177.148

Depreciação					
Ano	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e

PPE (início do Período)	688.045	715.206	735.829	735.829	735.829
PPE (Final do Período)	715.206	735.829	735.829	735.829	735.829
PPE (Média)	701.626	725.517	735.829	735.829	735.829
CAPEX	196.075	195.288	177.148	177.148	177.148
Depreciação	-168.914	-174.666	-177.148	-177.148	-177.148

Variação do Capital de Giro					
Ano	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Capital de Giro	1.748.741	1.888.640	2.001.959	2.102.057	2.186.139
Ativos de Giro	3.193.693	3.449.188	3.656.140	3.838.947	3.992.504
Recebíveis	1.590.223	1.717.441	1.820.487	1.911.512	1.987.972
Dias de Recebíveis	75	75	75	75	75
Estoque	1.603.470	1.731.747	1.835.652	1.927.435	2.004.532
Dias de Estoque	-120	-120	-120	-120	-120
Passivos de Giro	1.444.952	1.560.548	1.654.181	1.736.890	1.806.366
Fornecedores	1.444.952	1.560.548	1.654.181	1.736.890	1.806.366
Dias Fornecedores	-108	-108	-108	-108	-108
Variação do Capital de Giro	129.241	139.899	113.318	100.098	84.082

Nota-se que as premissas adotadas para até o ano de 2027 se mantêm até o ano terminal da análise.

Agora, precisamos trazer a valor presente todos os fluxos de caixa futuros da companhia através de uma taxa de desconto. Para essa taxa, utilizaremos o Custo Médio Ponderado de capita da companhia (WACC). O WACC é uma média ponderada das taxas de retorno exigidas pelos acionistas e pelos credores de uma empresa, levando em consideração a proporção de capital próprio e de dívida na estrutura de capital:

Custos de Capital						
Indicadores	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Custo Próprio	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Rf	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
(Rm-Rf) - Equity Premium	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Risco País	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Custo Da Dívida	14,3%	15,1%	9,8%	7,6%	7,3%	7,3%

Custos de Capital					
Indicadores	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Custo Próprio	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Rf	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
(Rm-Rf) - Equity Premium	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Risco País	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Custo Da Dívida	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%

Inicialmente, foi calculado o custo de capital, onde o custo de capital próprio é a soma da taxa livre de risco, o equity premium, o beta da empresa, o risco país e a diferença de inflação entre a inflação do Brasil e dos Estados Unidos.

Já o custo da Dívida é calculado a partir da previsão realizada para despesas financeiras sobre a dívida bruta da companhia.

Ponderação do Capital						
Indicadores	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Debt	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Equity	70%	70%	70%	70%	70%	70%

Ponderação do Capital					
Indicadores	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Debt	30%	30%	30%	30%	30%
Equity	70%	70%	70%	70%	70%

Para a ponderação do capital, foi utilizado qual a estrutura atual da companhia: Qual o percentual do PL da companhia sobre o passivo oneroso da companhia.

A partir da ponderação entre o Custo de Capital Próprio e o Custo de Capital da dívida, com a ponderação feita a partir dos pesos dados à dívida e ao Equity, chegaremos ao WACC:

Indicador	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
-----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

WACC	14%	14%	13%	12%	12%	12%
------	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Indicador	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
WACC	12%	12%	12%	12%	12%

Assim, o fluxo de caixa livre futuro descontado pelo WACC será o seguinte:

FCFF - Free Cash Flow to Firm						
Indicadores	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBIT	707.417	775.549	853.104	938.414	1.022.872	1.114.930
Imposto	-240.522	-263.687	-290.055	-319.061	-347.776	-379.076
Alíquota de Imposto	34%	34%	34%	34%	34%	34%
NOPAT	466.895	511.862	563.049	619.353	675.095	735.854
D&A	71.703	93.129	120.459	141.434	152.953	161.691
Varição de Capital de Giro	-301.904	-143.541	-157.551	-84.687	-122.272	-143.470
Capex	-233.143	-268.375	-273.772	-197.370	-192.709	-194.530
FCFF	3.551	193.076	252.185	478.731	513.067	559.546
Terminal Value						
Período				0,5	1,5	2,5
Fator de Desconto				1,1	1,2	1,3
WACC	14,1%	14,3%	12,8%	12,1%	12,0%	12,0%
Present Value of FCFF				452.203	432.940	421.622

FCFF - Free Cash Flow to Firm					
Indicadores	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
EBIT	1.204.124	1.300.454	1.378.482	1.447.406	1.505.302
Imposto	-409.402	-442.154	-468.684	-492.118	-511.803
Alíquota de Imposto	34%	34%	34%	34%	34%
NOPAT	794.722	858.300	909.798	955.288	993.499
D&A	168.914	174.666	177.148	177.148	177.148
Varição de Capital de Giro	-129.241	-139.899	-113.318	-100.098	-84.082
Capex	-196.075	-195.288	-177.148	-177.148	-177.148
FCFF	638.319	697.779	796.479	855.190	909.417
Terminal Value					10.962.121
Período	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5
Fator de Desconto	1,5	1,6	1,8	2,0	2,3
WACC	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Present Value of FCFF	435.476	426.770	436.719	420.378	400.766
Present Value of Terminal Value					4.830.838

Como a companhia não se acabará após 2032, é necessário calcular o valor terminal da companhia, que é o fluxo de caixa livre da companhia tendendo ao infinito.

Esse cálculo é realizado da seguinte forma:

VT =

CP = taxa de crescimento na perpetuidade.

Para a taxa de crescimento na perpetuidade foi utilizada 3%. Esse Valor terminal, assim como os outros FCFF, é descontado pelo WACC.

A partir da soma dos valores presentes do FCFF se chega ao valor da companhia, esse valor dividido, subtraído da dívida líquida da empresa e dividido pela quantidade de ações que a companhia possui sendo negociadas no mercado, resultará no valor justo da ação.

Valor da Companhia	8.257.712
Dívida Líquida	97.391
Valor da Ação	8.160.320
Valor Justo	74
Preço Atual das Ações	60,0
Upside %	23%
Quantidade de Ações	110.989

Sendo assim, o Valuation, através do FCD, realizado no estudo indica que as ações de Arezzo estão sendo negociadas abaixo do seu preço justo em 23%, indicando que a compra de suas ações no atual momento seria vantajosa para um investidor no longo prazo. Vale salientar que o presente trabalho não visa recomendar a compra do ativo específico.

6. CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo central a avaliação da empresa Arezzo, adotando a metodologia de Valuation, com foco específico no método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD). A análise envolveu projeções detalhadas para os fluxos de caixa futuros da empresa,

os quais foram trazidos para o valor presente por meio de uma taxa de desconto, sendo utilizada a abordagem do custo médio ponderado de capital (WACC).

As projeções realizadas foram predominantemente quantitativas, baseadas em médias aritméticas dos resultados financeiros dos anos anteriores. Para incorporar uma perspectiva de longo prazo, a perpetuidade foi calculada considerando um crescimento real projetado de 3%, alinhado ao PIB estimado pelo Banco Central do Brasil.

O resultado da aplicação do método de FCD revelou um valor justo para a empresa de R\$ 13,616 milhões. Ao ajustar esse valor pela dívida líquida e dividir pelo número de ações em circulação na data do estudo, obteve-se um valor justo por ação de R\$ 74.

Importante ressaltar que este trabalho se destina a propósitos acadêmicos, não constituindo uma recomendação de investimento. Adicionalmente, é fundamental considerar que o resultado obtido é baseado em projeções adotadas para um único cenário.

No contexto de sugestões para estudos futuros, recomenda-se a exploração de técnicas mais avançadas na projeção dos fluxos de caixa, superando a simples utilização da média aritmética e projeções de analistas. Além disso, uma abordagem qualitativa, incorporando o cenário macroeconômico, especialmente o impacto das taxas de juros nos fluxos de caixa, pode enriquecer a análise, sobretudo para setores como o varejo que são sensíveis a variações nas taxas de juros.

7. REFERÊNCIAS

- RI DA AREZZO&Co (ARZZ3). **Release de resultados e Apresentações**. Disponível em: < <https://ri.arezzoco.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>>. Acesso em: 19 mar. 2024
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Boletim Focus**. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/cronologicos>> . Acesso em: 19 mar. 2024
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATISTICA (IBGE). **Pesquisa Mensal de Comércio (PMC)**. Disponível em: < <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/comercio/9227-pesquisa-mensal-de-comercio.html>> . Acesso em: 19 mar. 2024

- DAMODARAN, A. **Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance**. Vol. 324. John Wiley & Sons, 2016
- DAMODARAN, A. **Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset**. Vol. 666. John Wiley & Sons, 2012
- ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- COPELAND, T.; KOLLER, T; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. Tradução Allan Vidigal Hastings. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.
- Westerflied, Jordan, R. **Fundamentos de Administração Financeira**. 9 ed. São Paulo: McGrawHill, 2013.
- Sharpe, W. F. **A theory of market equilibrium under conditions of risk**. The Journal of Finance, 1966
- Treynor, J. L. **Toward a theory of market value of risky assets**. New York: John Wiley & Sons, 1962.
- Lintner, J. **The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets**. The Review of Economics and Statistics, 1965.
- Mossin, J. **Equilibrium in a capital asset market**. Econometrica, 1966.