

Universidade Federal do Rio Grande do Sul  
Escola de Administração  
Programa de Pós-Graduação em Administração – PPGA

Rebeca Sulis Binkowski

**Valuation – Estudo de caso para empresa calçadista**

Porto Alegre  
2012

**Rebeca Sulis Binkowski**

**Valuation – Estudo de caso para empresa calçadista**

Trabalho de conclusão de curso de Especialização, apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em Finanças.

Orientador: Guilherme Ribeiro Macêdo

Porto Alegre  
2012

## RESUMO

A capacidade de estimar o valor justo de um negócio é um diferencial num cenário tão dinâmico como a economia brasileira. Não existe um método único e perfeito, pois os critérios de avaliação são subjetivos. Para uma avaliação justa é necessário dominar a técnica e utilizar informações adequadas ao modelo. A concorrência acirrada dos calçados asiáticos tem questionado o modelo de negócio e a continuidade de muitas empresas brasileiras do setor. A análise de *valuation* de uma empresa do setor calçadista se torna relevante pela possibilidade de consolidação do setor. O trabalho avaliou a Arezzo&Co pelos métodos de fluxo de caixa descontado e avaliação relativa. Os resultados apontaram que a precificação da Arezzo&Co na BM&FBovespa está acima do seu preço justo definido pelo *valuation*.

**Palavras-chave:** *Valuation*. Fluxo de caixa descontado. Avaliação relativa. Avaliação de empresas. Arezzo&Co. Setor calçadista.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Figura 1 –</b>	<b>Resumo dos modelos de avaliação.....</b>	<b>11</b>
<b>Figura 2 –</b>	<b>Perfil das marcas.....</b>	<b>34</b>
<b>Figura 3 –</b>	<b>Composição do conselho de administração.....</b>	<b>35</b>
<b>Figura 4 –</b>	<b>Composição da diretoria estatutária.....</b>	<b>35</b>
<b>Figura 5 –</b>	<b>Taxa Selic em 30/12/2011.....</b>	<b>42</b>
<b>Figura 6 –</b>	<b>Cálculo do beta da Arezzo&amp;Co.....</b>	<b>42</b>
<b>Figura 7 –</b>	<b>Múltiplo P/L.....</b>	<b>47</b>
<b>Figura 8 –</b>	<b>Múltiplo EV/EBTIDA.....</b>	<b>47</b>
<b>Figura 9 –</b>	<b>Múltiplo P/PVA.....</b>	<b>48</b>
<b>Gráfico 1 –</b>	<b>Cotações ação Arezzo.....</b>	<b>39</b>
<b>Quadro 1 –</b>	<b>Prêmio pelo risco do setor.....</b>	<b>43</b>
<b>Quadro 2 –</b>	<b>Premissas de crescimento para projeção de fluxo de caixa.....</b>	<b>44</b>
<b>Quadro 3 –</b>	<b>FCFF.....</b>	<b>45</b>
<b>Quadro 4 –</b>	<b>FCFE.....</b>	<b>46</b>

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1 – Desempenho do setor calçadista brasileiro nos anos de 2009 a 2011.....</b>	<b>28</b>
<b>Tabela 2 – Exportações brasileiras por destino.....</b>	<b>28</b>
<b>Tabela 3 – Importações brasileiras por destino.....</b>	<b>29</b>
<b>Tabela 4 – Produção por tipo de calçados (milhares de pares).....</b>	<b>29</b>

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	7
<b>2</b>	<b>DELIMITAÇÃO DO TEMA</b> .....	8
2.1	QUESTÃO DE PESQUISA.....	8
2.2	OBJETIVO DO TRABALHO.....	8
2.3	JUSTIFICATIVA.....	8
2.4	RESULTADOS ESPERADOS.....	9
2.5	METODOLOGIA.....	9
<b>3</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA: MÉTODOS PARA AVALIAÇÃO DE ATIVOS</b> .....	10
3.1	MÉTODO DE AVALIAÇÃO PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	11
<b>3.1.1</b>	<b>Etapas para realização do fluxo de caixa descontado</b> .....	12
3.1.1.1	Análise do desempenho histórico.....	12
3.1.1.2	Mensuração do valor do ativo.....	12
3.1.1.3	Estrutura de capital.....	13
3.1.1.4	Mensuração de lucratividade.....	13
3.1.1.5	Mensuração de risco.....	14
3.1.1.6	Estimativa do custo de capital.....	15
3.1.1.7	Previsão de desempenho.....	18
3.1.1.8	Perpetuidade.....	19
3.1.1.9	Fluxo de caixa descontado (FCD).....	20
3.1.1.9.1	<i>Fluxo de caixa para a firma (FCFF)</i> .....	20
3.1.1.9.2	<i>Fluxo de caixa para o acionista (FCFE)</i> .....	21
3.1.1.9.3	<i>Valor residual</i> .....	21
3.2	MÉTODO DE AVALIAÇÃO RELATIVA.....	22
<b>3.2.1</b>	<b>Abordagem relativa fundamentalista</b> .....	22
<b>3.2.2</b>	<b>Abordagem relativa comparativa</b> .....	23
3.3	MÉTODO DE AVALIAÇÃO POR DIREITOS CONTINGENTES.....	24
<b>4</b>	<b>SETOR CALÇADISTA BRASILEIRO</b> .....	25
4.1	CARACTERÍSTICAS GERAIS.....	25
4.2	DESEMPENHO DO SETOR CALÇADISTA.....	26
4.3	PERSPECTIVAS DE DESEMPENHO DO SETOR.....	30
<b>5</b>	<b>A EMPRESA AREZZO&amp;CO</b> .....	31

5.1	A EMPRESA.....	31
5.2	HISTÓRICO.....	31
5.3	MODELO DE NEGÓCIO.....	32
5.4	PERFIL DAS MARCAS.....	34
5.5	ESTRUTURA ACIONÁRIA.....	34
5.6	ANÁLISE DE FATORES POSITIVOS E DE RISCO DA AREZZO&CO.....	36
5.7	ANÁLISE DE DESEMPENHO FINANCEIRO.....	36
5.8	ANÁLISE DO DESEMPENHO DE AÇÕES.....	38
5.9	PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO.....	39
<b>6</b>	<b>PROJEÇÕES E PREMISSAS PARA A DETERMINAÇÃO DO VALUATION.....</b>	<b>41</b>
6.1	ESTRUTURA DE CAPITAL.....	41
6.2	TAXA DE DESCONTO.....	41
<b>6.2.1</b>	<b>Taxa livre de risco.....</b>	<b>41</b>
<b>6.2.2</b>	<b>Cálculo do beta.....</b>	<b>42</b>
<b>6.2.3</b>	<b>Prêmio pelo risco do setor.....</b>	<b>43</b>
<b>6.2.4</b>	<b>Custo de capital próprio (CAPM) .....</b>	<b>43</b>
<b>6.2.5</b>	<b>Custo médio ponderado do capital (WACC) .....</b>	<b>43</b>
6.3	AVALIAÇÃO PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	44
<b>6.3.1</b>	<b>Premissas para a modelagem do fluxo de caixa.....</b>	<b>44</b>
<b>6.3.2</b>	<b>Fluxo de caixa descontado para a firma.....</b>	<b>45</b>
<b>6.3.3</b>	<b>Fluxo de caixa descontado para o acionista.....</b>	<b>46</b>
6.4	AVALIAÇÃO RELATIVA.....	46
<b>6.4.1</b>	<b>Múltiplo P/L.....</b>	<b>47</b>
<b>6.4.2</b>	<b>Múltiplo EV/EBTIDA.....</b>	<b>47</b>
<b>6.4.3</b>	<b>Múltiplo P/PVA.....</b>	<b>48</b>
<b>7</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>49</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>50</b>
	<b>ANEXO A – Ativo.....</b>	<b>52</b>
	<b>ANEXO B – Passivo.....</b>	<b>53</b>
	<b>ANEXO C – DRE.....</b>	<b>54</b>
	<b>ANEXO D – DRE fluxo de caixa.....</b>	<b>55</b>
	<b>ANEXO E – Indicadores de desempenho.....</b>	<b>56</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Em um cenário de concorrência acirrada por vendas e participação de mercado, as empresas buscam auxílio nas engenharias financeiras. Seja por meio de aquisições de outras empresas, *joint ventures* para aperfeiçoar sinergias, ou recorrendo ao mercado de capitais para bancar investimentos. Desta forma, a capacidade de estimar o valor justo de um negócio é um diferencial perante uma realidade tão dinâmica como a da economia brasileira.

Damodaran (2007, p. 1), afirma “[. . .] que conhecer o valor de um ativo e o que o determina são pré-requisitos para uma decisão inteligente. Para ele são os mesmos fundamentos que determinam os valores de todos os tipos de ativos, tanto reais como financeiro”.

Encontrar o valor justo de uma empresa é considerado uma arte por muitos analistas do mercado financeiro, pois os modelos de avaliação são baseados em critérios subjetivos de desempenho futuro, tornando difícil a definição de um método único e perfeito. Assim, saber utilizar informações adequadas ao modelo é o primeiro passo para uma avaliação justa.

A análise de *valuation* em uma empresa do setor calçadista é relevante pelo fato de o setor ter perdido participação no mercado nacional e internacional para os calçados asiáticos, questionando a continuidade de muitas empresas brasileiras, além de mostrar que a escolha de um modelo de negócio dinâmico, com marcas bem posicionadas no mercado e foco no cliente, é fundamental para o crescimento e perpetuidade das empresas do setor.

O trabalho foi dividido em 7 seções, sendo que a primeira trata-se da Introdução. Na seção 2, foi definida a questão de pesquisa do trabalho, bem como a justificativa e a metodologia a ser utilizada. A seção 3 detalha a metodologia de *valuation* sob a ótica de Aswath Damodaran, enquanto as características do setor calçadista e suas peculiaridades foram descritas na seção 4.

Na seção 5 foi apresentada a empresa Arezzo&Co e sua análise de desempenho histórico. Por fim, as seções 6 e 7 foram destinadas à análise de *valuation* da Arezzo&Co pelos métodos de fluxo de caixa descontado e avaliação relativa, seguida da conclusão do trabalho.



## 2 DELIMITAÇÃO DO TEMA

### 2.1 QUESTÃO DE PESQUISA

Estudar uma empresa do setor calçadista sob a ótica de *valuation* e verificar se o valor está compatível com a sua precificação na Bolsa de Valores.

### 2.2 OBJETIVO DO TRABALHO

O objetivo geral do trabalho será verificar se o *valuation* de uma empresa de capital aberto do setor calçadista brasileiro é compatível à sua precificação na Bolsa de Valores brasileira. O trabalho irá abordar o método de *valuation* pela ótica de Aswath Damodaran, as características e peculiaridades do setor calçadista brasileiro, bem como apresentar um estudo de caso para a empresa ArezzoCo S.A.

### 2.3 JUSTIFICATIVA

“Conhecer o valor justo de uma oportunidade e o que o determina são pré-requisitos para uma decisão inteligente.” (DAMODARAN, 2007).

A concorrência acirrada dos calçados asiáticos tem questionado o modelo de negócio e a continuidade de muitas empresas brasileiras do setor, de forma que a análise de *valuation* de uma empresa calçadista se torna relevante pela possibilidade futura de consolidação desse segmento.

## 2.4 RESULTADOS ESPERADOS

Acredita-se que o valor justo do *valuation* será divergente do preço cotado no mercado acionário, pois a informação é assimétrica e não reflete, no preço, o valor justo do ativo.

## 2.5 METODOLOGIA

O método escolhido para a pesquisa é o estudo de caso do tipo exploratório. A coleta de dados será feita por meio da análise das informações contábeis, financeiras e projeções de crescimento da empresa e do setor.

As ferramentas de pesquisa serão a *Web*, revistas, jornais e conferências de divulgação de resultados.

### 3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA: MÉTODOS PARA AVALIAÇÃO DE ATIVOS

A avaliação de ativos é uma ferramenta importante para tomada de decisões de investimentos. A metodologia adotada pelos analistas é bastante diversificada, apesar do alto grau de similaridade nos seus fundamentos, não podendo ser definido como regra um único modelo ou roteiro para avaliação de determinada empresa ou setor.

Segundo Damodaran (2009, p. 1), todo ativo, seja financeiro ou real, tem valor. A chave para investir nesses ativos e gerenciá-los com sucesso não reside na compreensão do montante desse valor, mas nas fontes desses.

A análise de avaliação ou *valuation* utiliza uma metodologia quantitativa, embora não seja considerada uma ciência exata. O princípio de avaliação sofre efeito das tendências de mercado e depende do grau de incerteza no qual o modelo está inserido, podendo levar a julgamentos subjetivos do desempenho futuro do ativo.

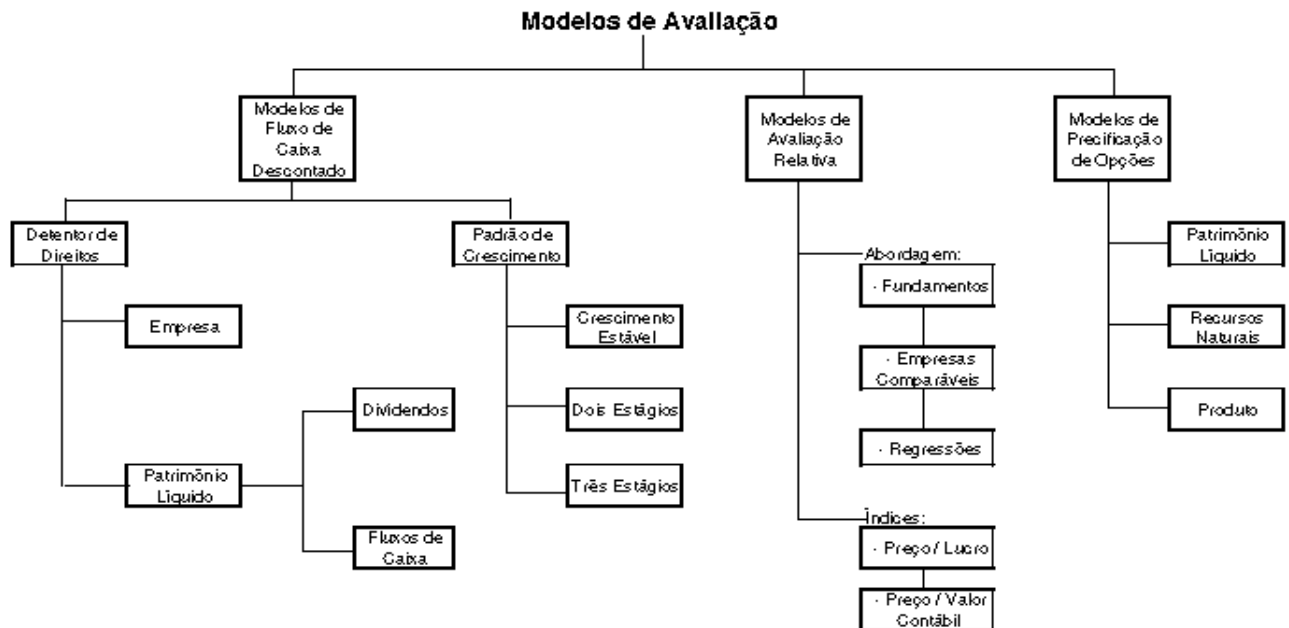
Um ponto importante na metodologia de *valuation* é a diferença entre preço e valor. A literatura define preço como uma função do equilíbrio de mercado entre oferta e demanda de um determinado bem ou serviço. Já o valor está relacionado à expectativa do consumidor quanto aos benefícios de determinado bem ou serviço em relação à quantia real paga, e altera dependendo da visão do indivíduo.

Para Pova (2007, p. 13), o valor justo de uma empresa representa o que ela pode gerar de retorno no futuro expresso em valores de hoje.

O capítulo em questão irá abordar as metodologias de avaliação de ativos pela ótica do Aswath Damodaran.

Para Damodaran (2009, p. 11), existem três abordagens para a avaliação de uma empresa. A primeira é a avaliação por fluxo de caixa descontado, que relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados relativos àquele ativo. A segunda é a avaliação relativa, que estima o valor de um ativo enfocando a precificação de ativos “comparáveis” relativamente a uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, valor contábil ou vendas. A terceira é a avaliação de direitos contingentes, que utiliza modelos de precificação de opções para medir o valor de ativos que possuam características de opções.

Figura 1 – Resumo dos modelos de avaliação



Fonte: Damodaran (2001, p. 616).

### 3.1 MÉTODO DE AVALIAÇÃO PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

No método de avaliação pelo fluxo de caixa descontado, o valor de uma empresa é expresso pelo valor presente dos fluxos de caixa esperados dos ativos existentes somados ao valor esperado dos ativos futuros, descontados do custo de capital.

Este método é utilizado na bibliografia de diversos autores e bem aceito no mercado de consultorias, pois o fluxo de caixa é considerado o indicador que revela a real capacidade de geração de valor de uma empresa.

Para Damodaran (2009, p. 13), a avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado pode ser analisada por três óticas: a primeira é avaliar apenas a participação acionária do negócio; a segunda é avaliar a empresa como um todo, que inclui, além da participação acionária, a participação dos demais detentores de direitos da empresa (detentores de bônus, acionistas preferenciais, etc.); e a terceira

é avaliar a empresa por partes, a começar pelas operações, e acrescentando ao valor os efeitos de dívida e outros títulos sem participação acionária. Embora as três abordagens descontem fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa e taxas de desconto relevantes são diferentes em cada caso.

### **3.1.1 Etapas para realização do fluxo de caixa descontado**

#### **3.1.1.1 Análise do desempenho histórico**

A análise do desempenho passado é fundamental para o entendimento do negócio da companhia. Com base nesse histórico, é possível fazer projeções do desempenho futuro da empresa e definir quais os pontos positivos e negativos dessa. Nesta análise, é essencial mensurar o valor do ativo, estrutura de capitais (dívida versus patrimônio líquido), ganhos e lucratividade (ROA, ROC, ROE), e riscos inerentes ao negócio.

Os demonstrativos financeiros são a principal fonte de informação utilizada pelos analistas para avaliação financeira e contábil da empresa.

#### **3.1.1.2 Mensuração do valor do ativo**

O valor do ativo total é contabilizado por meio do somatório das contas do ativo circulante (valores de disponibilidade, contas a receber e estoques realizáveis no exercício social subsequente), ativo realizável a longo prazo (valores de disponibilidade, contas a receber e estoques realizáveis após o exercício social subsequente), investimentos (participações societárias permanentes) e ativos intangíveis (patentes e marcas registradas).

### 3.1.1.3 Estrutura de capital

Através do balanço patrimonial, é possível verificar qual é o percentual de capital próprio e capital de terceiros que uma empresa possui. O capital próprio é expresso por meio da conta PL e o capital de terceiros por meio das dívidas de curto e longo prazo. Esse percentual será utilizado futuramente para o cálculo do custo de capital da empresa.

### 3.1.1.4 Mensuração de lucratividade

É possível mensurar a lucratividade de uma empresa através de três índices. O primeiro é o Retorno sobre Ativos (Retorno on Assets - ROA), que mede a eficiência operacional em gerar lucros a partir dos seus ativos, antes de considerar os efeitos do financiamento:

$$\text{ROA} = \text{EBIT} \cdot (1 - \text{alíquota de imposto}) / \text{total dos ativos}$$

O segundo é o Retorno sobre o Capital (ROC), que mede o resultado operacional do capital investido na empresa, em que o capital é definido pela soma do valor contábil de dívida e patrimônio líquido:

$$\text{ROC} = \text{EBIT} (1 - t) / \text{dívida} + \text{PL}$$

O terceiro é o Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE), que mede a lucratividade pelo ponto de vista do acionista, relacionando o lucro do acionista ao valor contábil do investimento em ações ordinárias:

$$\text{ROE} = \text{resultado líquido} / \text{PL}$$

### 3.1.1.5 Mensuração de risco

Os demonstrativos financeiros não conseguem quantificar o risco de uma empresa de maneira sistêmica, mas sinalizam para o analista onde eles podem estar contidos. O mercado utiliza seis índices financeiros para mensurar o risco financeiro, conforme explicado a seguir.

O *Índice de liquidez corrente* mostra a relação entre o ativo circulante e o passivo circulante. Caso a liquidez corrente de uma empresa seja menor que 1, indica que ela possui mais obrigações vencendo durante o próximo período do que ativos que possam ser transformados em dinheiro, evidenciando um risco de liquidez.

$$\text{Liquidez corrente} = \text{Ativo circulante} / \text{Passivo circulante}$$

O *Índice de liquidez seca* é uma variante do índice de liquidez corrente, porém inclui no cálculo do ativo circulante apenas os ativos que podem ser rapidamente convertidos em dinheiro como caixa e títulos negociáveis.

O *Índice de rotatividade* mede a eficiência do gerenciamento do capital de giro. Avalia a relação entre contas a pagar e estoque, em relação ao custo das mercadorias vendidas. Esses índices avaliam a velocidade em que a empresa transforma contas a receber em caixa ou estoque, e geralmente são expressos em número de dias a decorrer.

$$\text{Giro de contas a receber} = \text{vendas} / \text{média de contas a receber}$$

$$\text{Giro do estoque} = \text{custo de mercadorias vendidas} / \text{estoque médio}$$

O *Índice de cobertura de juros* mede a capacidade de a empresa atender aos pagamentos de juros a partir dos lucros antes do pagamento de juros e impostos. Quanto maior o índice de cobertura, mais segura é a capacidade da empresa de pagar os juros com o lucro.

$$\text{Cobertura de juros} = \text{lucros antes do pagamento de juros e impostos} / \text{despesas com juros}$$

Esse índice pode ser expresso também em termos de fluxo de caixa por meio do EBITDA no numerador e encargos fixos de caixa no denominador.

$$\text{Cobertura de encargos fixos de caixa} = \text{EBITDA} / \text{encargos fixos de caixa}$$

Os índices de cobertura de juros e encargos fixos estão sujeitos a críticas por não considerar desembolsos de capital e fluxos de caixa.

O índice de endividamento mede a capacidade da empresa em saldar o principal de dívida pendente, relacionando o endividamento com o capital total ou patrimônio líquido. Os dois índices mais utilizados são:

Endividamento em relação ao capital total = dívida / (dívida + patrimônio líquido)

Endividamento em relação ao patrimônio líquido = dívida / patrimônio líquido

Alguns analistas preferem utilizar apenas o endividamento de longo prazo, com o argumento de que a dívida de curto prazo é transitória e não afetará a solvência da empresa no longo prazo. Porém este cálculo gera uma visão distorcida do risco de alavancagem financeira, pois não é possível avaliar se a empresa conseguira rolar suas dívidas de curto prazo e se há predisposição da empresa em utilizar financiamentos de curto prazo para financiar projetos de longo prazo.

### 3.1.1.6 Estimativa do custo de capital

O custo total de capital de uma empresa compreende as expectativas mínimas de remuneração das diversas fontes de financiamento. É a média ponderada entre o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros e serve como taxa de referencia para a tomada de decisões de novos investimentos, pois é a taxa de desconto utilizada para converter o fluxo de caixa futuro em valor presente.

Na literatura financeira, o custo do capital é conhecido como custo médio ponderado do capital ou *Weighted Average Cost of cCapital* (WACC) e pode ser calculado a partir da fórmula:

$$WACC = (K_e \times W_{PL}) + (K_i \times W_P) \times (1-T)$$

Sendo:

$K_e$ : custo do capital próprio;

$W_{PL}$ : proporção do capital próprio ( $PL/P + PL$ );



Ki: custo do capital de terceiros;

WP: proporção do capital de terceiros ( $P/P + PL$ );

P, PL: respectivamente, passivo oneroso e patrimônio líquido;

T: alíquota do tributo.

No cálculo do WACC, o custo do capital próprio é a medida que apresenta o maior grau de dificuldade de determinação, pois não está explícito qual é o retorno mínimo exigido pela acionista. O custo de capital próprio é a taxa de retorno esperada pelos acionistas sobre um investimento durante um determinado período. Dos modelos utilizados na literatura, o modelo de precificação de ativos CAPM (*Capital Assets Pricing Model*) é a ferramenta mais adequada para estimar o custo de capital próprio. E pode ser expresso pela fórmula:

$$R_j = R_f + b (R_m - R_f)$$

Sendo:

R<sub>j</sub>: custo de capital próprio;

R<sub>f</sub>: taxa livre de risco;

b: coeficiente beta;

R<sub>m</sub>: taxa de retorno da carteira de mercado;

(R<sub>m</sub> - R<sub>f</sub>): prêmio de risco de mercado.

Para Damodaran (2009, p. 72), um ativo é considerado livre de risco se seu retorno esperado for líquido e certo dentro do período de tempo de análise.

Um ativo para ser considerado livre de risco precisa atender a dois quesitos. O primeiro é não possuir risco de inadimplência e, o segundo, não ter risco de reinvestimento, ou seja, possuir uma taxa igual ao retorno esperado até seu vencimento. Os títulos do governo com cupom zero podem ser considerados um ativo livre de risco, pois além de possuir uma taxa pré-determinada na data da contratação, o governo possui o poder de cunhagem de moeda, reduzindo o risco de inadimplência.

Damodaran (2009, p. 161), aborda que a taxa livre de risco utilizada deve estar na mesma moeda que o fluxo de caixa da empresa, independente do local

onde a empresa esteja sediada. E em mercados com inflação alta e instável é aconselhado utilizar-se a taxa livre risco real.

Com a estabilidade da política econômica brasileira nos últimos anos, muito analistas utilizam a Selic como taxa livre de risco nos fluxos em reais. A Selic é a taxa de juros formada pelas negociações com títulos públicos brasileiros.

O Beta (b) mede a sensibilidade de risco de um ativo a movimentos de mercado, ou seja, é o risco que determinado investimento acrescenta à carteira de mercado.

O coeficiente beta pode ser expresso pela seguinte equação:

$$\text{Coeficiente beta (b)} = \text{COVR}_{jRm} / \text{VARR}_{m}$$

Sendo:

$R_j$  (tamanho menor que demais): retornos de um ativo;

$R_m$  (tamanho menor que demais): retornos de mercado.

O beta da carteira de mercado é sempre igual a 1, e o beta da empresa pode ser classificado da seguinte forma:

se  $b > 1$ , indica que o ativo representa um risco maior do que o risco de mercado;

se  $b = 1$ , indica que o ativo representa um risco igual ao de mercado;

se  $b < 1$ , indica que o ativo representa um risco menor do que o de mercado.

Outra maneira de estimar o beta é examinando os fundamentos do negócio. O beta de uma empresa é determinado pelo tipo de atividade e sua alavancagem operacional e financeira, conforme a fórmula abaixo:

$$b_L = b_U [1 + (1-t)(D/E)]$$

Sendo:

$b_L$ : Beta alavancado das ações da empresa;

$b_U$ : Beta não-alavancado da empresa (sem dívida);

t: alíquota de imposto corporativo;

D/E: Índice dívida (capital de terceiros) / PL (capital próprio) [valor de mercado].

O grau de alavancagem operacional reflete a estrutura de custos da empresa e é geralmente definido em termos do relacionamento entre custos fixos e custos totais. Assim, uma empresa com alta alavancagem operacional, com altos custos fixos em relação aos totais, terá maior variância no lucro operacional e conseqüentemente um beta maior do que um empresa com baixa alavancagem operacional, considerando todo o resto constante. A maior alavancagem financeira aumenta a variância da receita líquida e torna o investimento mais arriscado, aumentando o beta da empresa.

Em um cenário onde tudo permanece igual é de se esperar que empresas cíclicas tenham betas mais altos do que as empresas não cíclicas.

O prêmio do risco esperado é o prêmio que os investidores devem exigir quando investem na empresa. O cálculo é feito por meio da diferença entre o retorno esperado de um investimento no mercado e a taxa livre de risco.

Para Damodaran (2009, p. 70), o CAPM pressupõe que todos tenham acesso às mesmas informações, o que impossibilitaria aos investidores encontrar, no mercado, ativos abaixo ou acima de seu valor justo.

### 3.1.1.7 Previsão de desempenho

O ponto mais crítico na avaliação é estimar corretamente a taxa de crescimento futuro da empresa, pois é esta taxa que irá definir a receita e lucro futuro. Uma empresa pode ser valorizada porque possui ativos que geram fluxo de caixa agora, ou porque se espera que adquira esses ativos no futuro.

A previsão de desempenho de uma empresa pode ser avaliada sob três óticas. A primeira é analisar o crescimento de uma empresa pelos seus lucros passados, apurando a sua taxa de crescimento histórica. Porém, existem limitações e riscos na utilização dessa taxa de crescimento para empresas com alto crescimento. A segunda é confiar em analistas de mercado que acompanham a

empresa para sugerir uma estimativa correta de crescimento. Esta avaliação pode levar a indicadores errôneos e inconsistentes. A terceira é estimar o crescimento a partir dos fundamentos da empresa que, para Damodaran, é a forma mais correta.

Damodaran (2009, p. 315) afirma que a estimativa de crescimento baseada nos fundamentos da empresa é a maneira mais sólida para previsões de desempenho. A relação de crescimento com os fundamentos dependerá de qual taxa de crescimento se está estimando: para estimar o crescimento em lucros por ação, examina-se o retorno sobre o patrimônio líquido e os índices de retenção; para estimar o crescimento em lucros líquidos, substitui-se o índice de retenção pela taxa de reinvestimento no patrimônio líquido; para avaliar o crescimento em lucros operacionais, utiliza-se o retorno sobre o capital e a taxa de reinvestimento. O crescimento e o reinvestimento estão ligados, e as estimativas para um devem ser relacionadas às estimativas para o outro. As empresas que pretendem crescer a altas taxas por longos períodos têm de reinvestir para criar esse crescimento, cuja qualidade varia, de forma que sua melhor medida está nos retornos obtidos sobre o investimento. As empresas que obtêm altos retornos sobre o patrimônio líquido e capital não apenas geram alto crescimento, mas obtêm acréscimo ao seu valor por meio desse.

#### 3.1.1.8 Perpetuidade

O valor justo de uma empresa é o valor presente de seus fluxos de caixa esperados ao longo de sua vida. Dessa forma, é essencial estimar em qual ciclo de vida a empresa está e qual a sua perpetuidade. A avaliação deve refletir também a probabilidade de sucesso e de fracasso de uma companhia ao longo do tempo analisado.

Para Damodaran (2009, p. 331), implícita no uso do seu valor final em uma avaliação de fluxo de caixa descontado, está a hipótese de que o valor da empresa advém do fato de ser uma firma em atividade com vida perpétua.

### 3.1.1.9 Fluxo de caixa descontado (FCD)

Existem dois caminhos para avaliação do valor justo de uma empresa pelo método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD). O primeiro avalia o valor da empresa pela sua estrutura de capital, ou seja, pelo valor econômico. O segundo avalia o valor da empresa apenas pela participação dos acionistas.

O prazo de projeções utilizado pelo modelo deve ser suficientemente longo para que os fluxos de caixa não sejam impactados por mudanças em andamento na empresa.

Em ambas as avaliações, o valor justo da empresa é definido pelo somatório do valor presente acumulado dos fluxos de caixa e valor residual.

#### 3.1.1.9.1 Fluxo de caixa para a firma (FCFF)

A avaliação do fluxo de caixa para a firma abrange todo o fluxo de caixa da empresa a ser distribuído pelos credores e acionistas, sob a forma de juros e dividendos. A sigla em inglês FCFF significa *Free Cash Flow to the Firm*, e este será descontado pela média ponderada do custo de capital próprio e de terceiros (WACC) para calcular o valor justo da empresa.

Para projetar o fluxo de caixa da firma, a literatura utiliza a seguinte estrutura:

Receita de Venda de Bens e/ou Serviços

(-) Custo produto Vendido

(=) Resultado Bruto

(-) Despesas Operacionais

(=) EBIT

IR sobre EBIT

(=) Geração de caixa

(-) (Despesa de capital - depreciação)

(-) Variação Capital Giro

(=) FCFF

FCDF

### 3.1.1.9.2 Fluxo de caixa para o acionista (FCFE)

A avaliação pelo fluxo do caixa do acionista contempla apenas o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído ao acionista, após o pagamento de juros aos credores. A sigla em inglês FCFE significa *Free Cash Flow to the Equity*, e este será descontado pelo custo de capital próprio (CAPM) para cálculo do valor justo da empresa.

Para projetar o fluxo de caixa da firma, a literatura utiliza a seguinte estrutura:

Lucro líquido  
 (-) (Despesa de capital - depreciação)\* % cap.  
 Próprio  
 (-) Variação Capital Giro \* % cap. Próprio  
 FCFE  
 FCDE

### 3.1.1.9.3 Valor residual

O valor residual de uma empresa é o valor presente da perpetuidade que cresce a uma taxa ( $g$ ), e pode ser expresso pela equação:

$$VP_{\infty} = \frac{FC_n}{(1-g)} \div \frac{1}{(1+i)^n}$$

Onde,

$VP_{\infty}$  é o valor da perpetuidade;

$FC_n$  é o valor do  $n$ ésimo fluxo de caixa, a partir do qual supõe-se estabilidade;

$i$  é a taxa de desconto;

$g$  é a taxa de crescimento da perpetuidade.

$n$  é o número de períodos previstos.

É importante definir uma taxa de perpetuidade adequada, pois em muitos casos a perpetuidade representa grande parte do valor total.

### 3.2 MÉTODO DE AVALIAÇÃO RELATIVA

Na avaliação relativa, o valor do ativo deriva da precificação de ativos similares, padronizados pelo uso de uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, entre outros. O fundamento da avaliação relativa está na crença de que o mercado, na média, precifica corretamente seus ativos. Compreende formas de avaliação relativa a utilização de múltiplos e índices, tais como: preço/ lucros setorial médio, preço / valor contábil ou patrimonial, EV/Ebitda, e preço / vendas médias de empresas de características semelhantes.

Existem dois tipos de abordagem na avaliação relativa: a primeira é a abordagem pelos fundamentos da empresa, e a segunda é pela comparação com o mercado.

#### 3.2.1 Abordagem relativa fundamentalista

A abordagem relativa fundamentalista relaciona múltiplos às informações básicas da empresa a ser avaliada, como taxas de crescimento de lucros e fluxos de caixa, índices de pagamento e risco. Este método se equivale em informações e resultados ao modelo de fluxo de caixa descontado. A principal vantagem é demonstrar o relacionamento entre múltiplos e características da empresa, mostrando como eles se alteram à medida que essas características também mudam.

Os múltiplos mais utilizados pelo mercado são: P/L, EV/EBITDA e P/ VPA.

O índice P/L é calculado dividindo o preço da ação pelo lucro por ação, e representa quantos anos seriam necessários para que os lucros remunerassem o capital investido na empresa.

O múltiplo EV/EBITDA mede quanto tempo seria necessário para que a geração de caixa pagasse o valor da empresa. O valor da empresa (EV) é calculado pela multiplicação do número total de ações pelo seu preço cotado na bolsa de valores, adicionado da dívida total e subtraído o caixa e aplicações financeiras.

O múltiplo P/ VPA indica se a empresa está sendo negociada abaixo ou acima do seu valor patrimonial. O cálculo é feito pela divisão entre o preço da ação e o valor do patrimônio por ação (patrimônio líquido/número total de ações). O parâmetro de avaliação é 100%, sendo assim, caso o valor dê acima de 100%, se conclui que a ação está acima do valor justo.

### **3.2.2 Abordagem relativa comparativa**

A abordagem relativa comparativa é a mais utilizada entre a avaliação de uma empresa e o preço estabelecido pelo mercado para empresas similares. O desafio nesse método é definir quais ativos podem ser comparáveis.

Damodaran (2009, p. 20), salienta que é frequente a necessidade de aceitar empresas diferentes em um aspecto ou outro daquela que está sendo avaliada. Quando isso acontece, é preciso, explícita ou implicitamente, medir as diferenças em crescimento, risco e fluxo de caixa. Na prática, o controle dessas variáveis pode variar do simples (utilizando médias setoriais) ao sofisticado (modelos multivariáveis de regressão em que as variáveis relevantes são identificadas e controladas).

A vantagem desse modelo é a rapidez no cálculo de estimativas de valor, sendo muito eficiente quando há um grande número de empresas comparáveis. Já quando não é possível encontrar duas empresas com elementos óbvios para comparação, este modelo se mostra inadequado, por tornar a análise subjetiva.



### 3.3 MÉTODO DE AVALIAÇÃO POR DIREITOS CONTINGENTES

No método de avaliação por direitos contingentes, o valor de um ativo é determinado por meio de precificação de opções. Nesse modelo de avaliação, o valor de um ativo pode ser maior do que o valor presente dos fluxos de caixa esperados. Essa situação ocorre devido aos ativos como patentes e recursos naturais não explorados, que não são precificados nos modelos tradicionais.

Segundo Damodaran (2009, p. 23), um direito contingente ou opção é um direito sobre um ativo que se paga apenas sob determinadas contingências: se o valor do ativo subjacente exceder um valor preestabelecido para uma opção de comprar ou atingir um valor menor do que o preestabelecido para uma opção de venda.

Ao utilizar o modelo de precificação de opções, o analista pressupõe que o mercado seja sofisticado o suficiente para poder reconhecer as opções e incorporá-las ao preço de mercado. Esse pode ser classificado em opções sobre ativos negociados – geralmente mais fáceis de avaliar e os dados para o modelo podem ser obtidos junto ao mercado financeiro –, e opções sobre ativos não negociados, sendo esses mais difíceis de avaliar, além de o mercado não disponibilizar os dados.

## 4 SETOR CALÇADISTA BRASILEIRO

### 4.1 CARACTERÍSTICAS GERAIS

A produção de calçados no Brasil teve origem no século XIX com a chegada dos imigrantes alemães ao Rio Grande do Sul, como uma atividade artesanal e familiar. A primeira fábrica foi fundada no Vale dos Sinos, Rio Grande do Sul, em 1888. Ao longo desse período, o Brasil conseguiu desenvolver e especializar o setor, criando o maior cluster calçadista do mundo. A grande variedade de fornecedores de matéria prima (couros, componentes e produtos químicos), máquinas e equipamentos, aliada à tecnologia de produtos e inovações faz do setor calçadista brasileiro autossuficiente em toda a cadeia produtiva.

O processo de industrialização da produção de calçados passou por três momentos diferentes. O primeiro, de 1930 a 1970, constituiu a fase de consolidação da indústria e da passagem definitiva do estágio artesanal para o fabril. O segundo momento ocorreu de 1970 até o final da década de 80, com o crescimento da produtividade e técnicas mais modernas para o sistema produtivo e incremento de mão de obra. O terceiro momento inicia no final dos anos 80 e caracteriza-se pelas mudanças tecnológicas e produtivas que resultaram na terceirização de fases da produção, e pelas profundas alterações no modelo de produção em razão da defasagem cambial e concorrência dos países asiáticos.

Para Schneider (1999, p. 73), as transformações mais significativas desse conjunto de mudanças são verificadas nas formas de regulação da força de trabalho e nas estratégias de reprodução do capital.

Apesar do pioneirismo e grande parte da produção nacional estar no polo calçadista do Rio Grande do Sul, o Brasil não concentra sua indústria em uma única região ou estado. Esse modelo facilita a especialização e diversificação da produção, atendendo a todos os segmentos do mercado. Os estados onde estão localizados os polos calçadistas são: Rio Grande do Sul (Vale do Sinos), Santa Catarina (Vale do Rio Tijucas, principalmente o município de São João Batista), São Paulo (municípios de Jaú, Franca e Birigui), Minas Gerais (Nova Serrana e Belo

Horizonte), e mais recentemente a região nordeste nos estados da Bahia, Ceará e Paraíba, devido aos incentivos fiscais e menores custos com mão de obra.

O setor calçadista brasileiro é caracterizado por empresas pequenas, intensivas em mão de obra e sem barreiras à entrada ou saída, devido a pouca necessidade de capital. A mão de obra é um fator decisivo para definir o preço final do produto, podendo determinar a continuidade do negócio. A taxa de câmbio é outro fator importante no desempenho do setor, pois caso ela esteja muito valorizada, a indústria calçadista brasileira fica em desvantagem no mercado externo em relação aos demais concorrentes, além de facilitar a entrada de calçados importados no mercado interno.

O couro era a principal matéria prima utilizada na fabricação de calçados, porém atualmente vem perdendo espaço para materiais sintéticos devido à redução no custo de produção e o aumento da produção de calçados esportivos.

#### 4.2 DESEMPENHO DO SETOR CALÇADISTA

A indústria calçadista brasileira tem sofrido diversos desafios de continuidade desde a década de 90. A abertura comercial do país e a valorização do câmbio com o Plano Real iniciaram o processo de perda de competitividade da indústria e o Brasil começou a perder mercado nas exportações para os países asiáticos.

Hoje o Brasil é o terceiro maior produtor mundial de calçados e o oitavo em volume exportado, conforme dados da Abicalçados (ABICALÇADOS; APEX-BRASIL, 2012). Possui cerca de oito mil empresas dedicadas à fabricação, sendo 73% microempresas, com geração de mais de 330 mil empregos diretos.

Em 2011, o Brasil produziu 819,1 milhões de pares, redução de 8,4% em relação a 2010. O valor gerado pela produção foi de US\$ 12,9 bilhões de dólares, crescimento de 5,3% no comparativo com 2010. Desta produção, aproximadamente 56% é destinada ao público feminino, e o restante dividido entre o segmento infantil e masculino.

A indústria calçadista brasileira possuía uma bem sucedida experiência em exportações, de forma que as primeiras exportações datam de 1968 e estão

presentes em 150 países. Porém, o cenário atual não se mostra tão favorável. O Brasil tem perdido mercado nos Estados Unidos, Reino Unido e Itália para os calçados asiáticos. O total de exportações brasileiras em 2011 foi de 113 milhões de pares, cerca de 14% do total produzido no país, redução de 21% em relação a 2010 no volume de pares, e 12,8% no valor, sendo os principais destinos os Estados Unidos, Argentina e Paraguai.

Vale notar também a preocupação dos empresários do setor com o aumento das importações de calçados similares aos nacionais, principalmente do tipo esportivo, a preços muito abaixo do que é praticado no mercado nacional, apesar da indústria doméstica possuir capacidade e tecnologia para atender o mercado interno. O volume de importações ainda é pequeno, cerca de 4% da produção total, porém seu crescimento ao longo dos últimos dez anos foi de 566% no número de pares, segundo dados da Abicalçados (ABICALÇADOS; APEX-BRASIL, 2012). O crescimento das importações e a perda de competitividade nas exportações de calçados de baixo valor agregado coloca em risco o futuro do setor no Brasil.

A concorrência desleal do custo dos calçados produzidos no Vietnã, Indonésia e China, que possuem pouco rigor das leis trabalhistas, isenções fiscais e raros encargos sociais, fizeram com que muitas empresas calçadistas brasileiras repensassem seu modelo de negócio ao longo da última década. Vários ajustes foram necessários para que sobrevivessem nesse acirrado mercado.

Algumas empresas decidiram terceirizar a produção e focar apenas no desenvolvimento da marca, outras optaram em continuar com a produção, porém tiveram que encontrar alternativas para driblar a perda de competitividade externa, desenvolvendo novos produtos com maior valor agregado e acessando uma classe social mais alta. Como forma de reduzir custos, grandes empresas instalaram suas fábricas no nordeste, principalmente nos estados do Ceará e Bahia, em busca de mão de obra barata e incentivos dos governos estaduais. Outra estratégia competitiva que está sendo utilizada pelo setor é a busca por novos canais de comercialização, como participação em feiras internacionais para divulgar as marcas no exterior.

O Brasil adotou, em 2010, medida antidumping<sup>1</sup> aos calçados importados da China, que é a líder em exportações, como forma de neutralizar os danos à indústria nacional. O governo passou a cobrar uma sobretaxa de US\$ 13,85 por par importado pelo prazo de cinco anos, isto é, até 05 de março de 2015, conforme a Resolução nº14 de 03 de março de 2010. Essa estratégia deu fôlego à indústria doméstica, pois tornou inviável cerca de 90% da importações de calçados chineses.

Porém, segundo relatório da Abicalçados de 2012 (ABICALÇADOS; APEX-BRASIL, 2012), houve um crescimento no volume de calçados importados de outros países asiáticos, como Vietnã, Indonésia e Malásia, a partir de 2011, evidenciando práticas de circunvenção<sup>2</sup> e anulando a medida antidumping.

**Tabela 1 – Desempenho do setor calçadista brasileiro nos anos de 2009 a 2011**

	2009	2010	2011
Produção Pares (Milhão)	813,60	893,90	819,10
Produção Valor (Milhão US\$)	9.485,40	12.345,30	12.994,70
Exportações Pares (Milhão)	126,60	143,00	113,00
Exportações Valor (Milhão US\$)	1.360,00	1.487,00	1.296,20
Importação Pares (Milhão)	30,40	28,70	34,00
Importação Valor (Milhão US\$)	296,50	304,60	427,80
Saldo Balança Comercial (Milhão)	1.063,50	1.182,40	868,50
Consumo per Capita (Pares)	3,70	4,10	3,80

Fonte: Abicalçados ([2012]).

**Tabela 2 – Exportações brasileiras por destino**

% da participação total	jun/12		2011		2010		2009	
	US\$	PARES	US\$	PARES	US\$	PARES	US\$	PARES
EUA	19,5%	11,7%	18,8%	10,6%	22,9%	20,3%	25,8%	22,5%
ARGENTINA	9,6%	5,7%	13,3%	8,7%	11,3%	9,9%	10,5%	10,2%
FRANÇA	7,1%	7,6%	4,9%	2,8%	4,0%	1,8%	3,7%	1,8%
PARAGUAI	3,8%	9,9%	3,4%	11,2%	3,1%	10,0%	1,9%	8,4%
REINO UNIDO	3,6%	1,8%	7,9%	3,4%	12,0%	5,3%	13,2%	5,7%
AUSTRALIA	3,2%	5,4%	2,1%	4,3%	1,5%	2,6%	1,3%	2,9%
BOLIVIA	3,0%	5,2%	3,2%	5,6%	2,7%	4,3%	2,0%	4,0%
CHILE	2,9%	1,4%	2,3%	1,4%	2,0%	1,3%	1,5%	1,3%
COLOMBIA	2,4%	3,7%	1,7%	3,0%	1,4%	2,4%	1,2%	2,5%
ITALIA	2,1%	1,7%	6,8%	3,9%	6,9%	3,4%	6,8%	3,5%

Fonte: Abicalçados ([2012]).

<sup>1</sup> Dumping é uma prática desleal de comércio internacional caracterizada quando uma ou mais empresas exportam para um país um produto a preço inferior àquele praticado no mercado doméstico, causando prejuízo à indústria local e ao seu desenvolvimento.

<sup>2</sup> Circunvenção é uma prática desleal de comércio em que se burla a aplicação de uma medida de defesa comercial em vigor.

**Tabela 3 – Importações brasileiras por destino**

% da participação	jun/12		2011		2010		2009	
	US\$	PARES	US\$	PARES	US\$	PARES	US\$	PARES
VIETNÃ	52,2%	36,9%	40,6%	26,8%	42,2%	25,6%	21,7%	13,4%
INDONÉSIA	22,2%	17,0%	20,7%	14,0%	20,9%	12,7%	8,7%	6,0%
CHINA	13,4%	36,8%	18,2%	36,1%	18,0%	32,8%	61,9%	74,4%
ITALIA	2,7%	0,3%	3,7%	0,3%	2,6%	0,2%	2,8%	0,3%
TAILANDIA	1,3%	1,1%	1,6%	1,1%	1,3%	0,7%	0,5%	0,3%
MEXICO	1,1%	1,8%	0,7%	1,6%	1,4%	3,4%	0,3%	0,9%
INDIA	1,1%	0,8%	1,8%	1,2%	1,6%	1,1%	0,6%	0,4%
COREIA DO SUL	0,8%	0,3%	0,4%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%
BANGLADESH	0,8%	1,4%	0,1%	0,1%	0,2%	0,3%	0,1%	0,1%
TAIWAN	0,7%	0,3%	2,5%	0,8%	2,2%	1,1%	0,3%	0,2%

Fonte: Abicalçados ([2012]).

Os calçados de plástico e borracha vêm ganhando participação de mercado ao longo dos anos, sendo o tipo mais produzido e exportado no Brasil. O volume produzido representa mais de 50% nos últimos três anos. A mudança da matéria-prima do couro para materiais sintéticos se deve pela necessidade de redução de custo de produção para conseguir competir no mercado externo, desenvolvimento da indústria química brasileira, e pelo crescimento dos modelos esportivos.

**Tabela 4 – Produção por tipo de calçados (milhares de pares)**

	2009	2010	2011
Calçados de Plásticos / Borracha	436	487,4	434
Calçados de Couro	238,2	252,7	238
Calçados esportivos	80,8	88,2	81,1
Outros	58,6	65,6	66,5
	<b>813,6</b>	<b>893,9</b>	<b>819</b>

Fonte: Abicalçados ([2012]).

No polo do nordeste são produzidos calçados com menor valor, sendo a maior parte em materiais de plástico e borracha, e esportivos. Já no polo do sul, o foco é a produção de calçados femininos, em couro, com alta qualidade e valor agregado, e destinado à exportação. Esse é o segmento mais afetado pelas flutuações do câmbio e as crises internacionais.

### 4.3 PERSPECTIVAS DE DESEMPENHO DO SETOR

A perspectiva de crescimento do setor calçadista para o ano de 2012 é manter o ritmo de 2011, crescimento real de 5,26% sobre o valor produzido, conforme dados da Abicalçados ([2012]).

A continuidade de diversas empresas do setor dependerá do aumento das medidas antidumping e manutenção da desvalorização do real frente ao dólar, além dos efeitos que a crise financeira mundial poderá causar à economia brasileira.

Observa-se que as empresas calçadistas brasileiras que possuem alta tecnologia, *designs* inovadores e fazem pesados investimentos em marketing para alavancar vendas e agregar valor à marca sofrem pouca interferência da concorrência asiática e das flutuações da moeda, sendo as mais preparadas para dar continuidade ao setor no Brasil.

## 5 A EMPRESA AREZZO&CO

### 5.1 A EMPRESA

A Arezzo é líder no setor varejista de calçados femininos no Brasil, com 11,1% do *market share* em 2011 e quatro marcas de referência no mercado: Arezzo, Schutz, Alexandre Birman e Anacapri. Possuem 39 anos de experiência e foco na gestão das marcas e franquias.

As marcas estão associadas a produtos de alta qualidade, *designs* inovadores e modelos para diversas ocasiões, por meio de sete a nove coleções anuais. Estão presentes em todos os estados do país, em 301 franquias, 2.224 lojas multimarcas e 50 lojas próprias, sendo cinco Flagshipstore<sup>3</sup>.

### 5.2 HISTÓRICO

A companhia iniciou suas atividades em 1972, na cidade de Belo Horizonte, Minas Gerais, com o interesse dos irmãos Anderson e Jefferson Birman em traduzir a influencia da moda italiana nos calçados brasileiros. Iniciaram a produção com calçados masculinos, porém a consolidação da marca Arezzo no mercado de calçados femininos ocorreu em 1979 com o lançamento da sandália anabela revestida de juta.

Na década de 80, a companhia verticalizou sua produção, devido à falta de suporte industrial da região. Esse processo possibilitou maior controle e qualidade na produção.

Na década de 90, os altos custos industriais de Belo Horizonte fizeram a companhia repensar o modelo de negócio e iniciou-se a terceirização da produção

---

<sup>3</sup> Flagshipstore são lojas conceito instaladas em ruas estrategicamente localizadas nas principais capitais brasileiras como, por exemplo, a loja da Schutz na Rua Oscar Freire, em São Paulo. Tem por objetivo dar maior visibilidade à marca e fomentar as vendas dos demais canais de distribuição.



no polo de Campo Bom, Rio Grande do Sul. Neste momento, a empresa mudou seu foco de fabricante de sapatos para administradora da rede de varejo, responsável pelo desenvolvimento de conceitos de marca e moda nos seus canais de distribuição. Além disso, iniciou o processo de abertura de franquias, com o intuito de expansão do negócio e maior presença no mercado nacional.

A marca Schutz foi fundada em 1995 pelo Alexandre Birman, filho de Anderson Birman e foi incorporada ao grupo em 2007, trazendo sinergias de gestão e complementaridade ao portfólio das marcas. Em 2002, iniciou a expansão internacional de suas operações por meio da exportação de calçados e participação em exposições internacionais.

Em 2007, ocorreu a fusão entre as marcas Arezzo e Schutz, criando a holding Arezzo&Co. Além disso, a família Birman vendeu 25% da companhia para o Private Equity<sup>4</sup> Tarpon Investimentos, pelo valor de R\$ 76,3 milhões, com o intuito de melhorar a governança corporativa e preparar a empresa para uma futura abertura de capital.

Em fevereiro de 2011, Arezzo&Co se tornou uma companhia aberta com suas ações negociadas através do papel ARZZ3 e listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa.

### 5.3 MODELO DE NEGÓCIO

O modelo de negócio é baseado em cinco pilares, buscando o constante fortalecimento das marcas no varejo e satisfação do cliente:

- a) Pesquisa e desenvolvimento: a Arezzo&Co mantém um constante monitoramento das tendências dos principais centros de consumo mundiais e criam mais de 11.500 modelos no ano para selecionarem suas coleções. São lançados no mercado cerca de 3.000 modelos no ano em até nove coleções.
- b) Comunicação e Marketing: são considerados elementos fundamentais para o fortalecimento das marcas e crescimento do negócio. Possuem

---

<sup>4</sup> Private Equity: gestora que investe em participação de empresas com potencial de crescimento.

constante desenvolvimento de campanhas de comunicação nos principais veículos de mídia especializada e a vinculação de artistas em evidência às marcas.

- c) Produção: 14% da produção é própria, realizada no parque industrial em Campo Bom, Rio Grande do Sul, e 86% é terceirizada, por meio do sistema *Sourcing*, com a contratação de fábricas e ateliers independentes e especializados. O modelo de terceirização reduz a necessidade de investimento em capacidade instalada e otimiza a produção utilizando a melhor mão de obra disponível em cada especialidade.
- d) Canal de distribuição diversificado: a estratégia de distribuição através das franquias, lojas multimarcas e lojas próprias consegue atender a todo o país, permitindo capturar valor na cadeia e ampliar a capilaridade da distribuição e visibilidade das marcas. As lojas próprias estão localizadas de forma estratégica para melhor absorver a demanda de seus produtos e o aprimoramento do conhecimento no varejo.
- e) Gestão: possuem equipe de profissionais qualificados e experientes, com foco na governança corporativa.

## 5.4 PERFIL DAS MARCAS

Figura 2 – Perfil das marcas

		AREZZO				SCHUTZ				ANACAPRI		Alexandre Birman		
Fundação		1972				1995				2008		2009		
Perfil das Marcas		<i>Trendy</i> Novo Fácil de usar Eclético				<i>Fashion</i> Up to date Ousada Provocativa				<i>Pop</i> Sapatos flat Acessível Colorida		<i>Design</i> Exclusividade Identidade Sedução		
Público Feminino Alvo		16 a 60 anos				18 a 40 anos				12 a 60 anos		20 a 45 anos		
Canal de Distribuição	PDV <sup>1</sup>	P	F	MM	EX	P	F	MM	EX	P	MM	P	MM	EX
	% Rec. Bruta <sup>2</sup>	19	288	969	-	17	1	1.408	-	8	726	1	18	-
		14%	73%	12%	1%	26%	1%	65%	8%	41%	59%	14%	7%	79%
Preço no Ponto de Venda		R\$180,00/par				R\$285,00/par				R\$99,00/par		R\$960,00/par		
Volume de Vendas <sup>3</sup>		R\$ 572,8 milhões				R\$ 234,2 milhão				R\$ 21,6 milhões		R\$ 8,8 milhões		
% Receita Bruta <sup>4</sup>		66,4%				27,2%				2,5%		1,0%		

Notas:

1. Pontos de vendas (2011); P = Lojas Próprias; F = Franquias Nacionais; MM = Lojas Multimarcas (mercado doméstico); EX = Exportações.
2. % receita bruta (2011)
3. A receita bruta de 2011, não inclui as Outras Receitas (não produzida pelas 4 marcas).
4. % receita bruta total de 2011

Fonte: Arezzo&Co (2011).

## 5.5 ESTRUTURA ACIONÁRIA

O capital social da companhia em 30 de junho de 2012 era composto por 88.542.410 ações ordinárias, sendo 52,6% da Albir Participações S.A., cujos acionistas são Anderson e Alexandre Birman, 0,2% dos administradores da companhia e 47,2% de ações em circulação. A Tarpon Investimentos vendeu sua participação de 11,8% na companhia em março de 2012.

O conselho de administração é composto por cinco a oito membros, com prazo de mandato de dois anos, com possibilidade de reeleição, sendo que 20%

devem ser conselheiros independentes pela determinação do Regulamento do Novo Mercado da BM&FBovespa.

**Figura 3 – Composição do conselho de administração**

<b>Nome</b>	<b>Cargo</b>	<b>Eleição</b>	<b>Mandato</b>
<u><b>Anderson Lemos Birman</b></u>	Presidente	07.12.2010	AGO de 2013
<u><b>Alexandre Café Birman</b></u>	Vice-Presidente	07.12.2010	AGO de 2013
<u><b>Pedro de Andrade Faria</b></u>	Conselheiro Efetivo	07.12.2010	AGO de 2013
<u><b>Eduardo Silveira Mufarej</b></u>	Conselheiro Efetivo	07.12.2010	AGO de 2013
<u><b>José Murilo Procópio de Carvalho</b></u>	Conselheiro Efetivo	07.12.2010	AGO de 2013
<u><b>José Ernesto Beni Bolonha</b></u>	Conselheiro Efetivo	07.12.2010	AGO de 2013
<u><b>Artur Noemio Grynbaum</b></u>	Conselheiro Independente	29.04.2011	AGO de 2013
<u><b>Guilherme Affonso Ferreira</b></u>	Conselheiro Independente	22.12.2010	AGO de 2013

Fonte: Arezzo&Co (c2011).

A diretoria estatutária é eleita pelo conselho administrativo, podendo ser composta de dois a dez membros, com acumulação de funções. Atualmente, possuem três membros.

**Figura 4 – Composição da diretoria estatutária**

<b>Nome</b>	<b>Cargo</b>	<b>Eleição</b>	<b>Mandato</b>
<u><b>Anderson Lemos Birman</b></u>	Diretor Presidente	07.12.2010	RCA em 2013
<u><b>Alexandre Café Birman</b></u>	Diretor Vice-Presidente de Operações	07.12.2010	RCA em 2013
<u><b>Thiago Lima Borges</b></u>	Diretor Vice-Presidente Corporativo, Diretor Financeiro e Diretor de Relações com Investidores	07.12.2010	RCA em 2013

Fonte: Arezzo&Co (c2011).

## 5.6 ANÁLISE DE FATORES POSITIVOS E DE RISCO DA AREZZO&CO

Fatores positivos:

- a) gestão eficiente das marcas e franquias;
- b) marcas líderes e reconhecidas no mercado brasileiro;
- c) terceirização da produção, modelo de *sourcing*;
- d) constantes investimentos em P&D de produtos;
- e) forte geradora de caixa;
- f) pouca dependência do mercado externo;
- g) mercado consumidor: luxo acessível (mulheres entre 20 a 40 anos das classes A e B+).

Fatores de risco:

- a) alta dependência de empresas de manufatura de calçados do Vale dos Sinos, Rio Grande do sul;
- b) elevada dependência do mercado consumidor brasileiro; rede de franqueados e multimarcas;
- c) necessidade constante de investimentos em marketing e P&D;
- d) necessidade de acompanhar a velocidade das tendências de moda;
- e) concentração da receita originada pela companhia na marca Arezzo.

## 5.7 ANÁLISE DE DESEMPENHO FINANCEIRO

Para análise de desempenho histórico, serão utilizadas informações financeiras do ano de 2011 e do 1º semestre de 2012.

Em 2011, a companhia teve um crescimento na receita líquida de 18,8% em relação a 2010, totalizando R\$ 678,9 milhões. No 1º semestre de 2012, em relação ao mesmo período de 2011, o crescimento foi de 24,1%, somando R\$ 360,8 milhões. O total de pares vendidos em 2011 foi de 7.5 milhões e 3,6 milhões de

pares no 1º semestre de 2012. Este crescimento se deve ao aumento no número e produtividade das lojas.

A marca Arezzo é a principal geradora de receita do grupo, representando cerca de 70% do faturamento em 2011, e 62,4% nos seis meses de 2012. Os esforços do grupo para desenvolver a marca Schutz estão surtindo efeito, pois no 1º semestre de 2012 a Schutz representou 32,9% do faturamento do grupo contra 25% em 2011.

Na análise de faturamento por canal de distribuição, a divisão se mantém estável, sendo mais de 45% das vendas originadas pelas franquias, 25% pelas lojas próprias e 30% pelas multimarcas.

A companhia inaugurou 16 lojas próprias e 22 franquias em 2011, totalizando 45 lojas próprias e 289 franqueados. Nos seis meses de 2012 foram abertas cinco lojas próprias e 12 franquias.

O custo de mercadoria vendida aumentou de 16,9% em 2011 e 20,8%, acompanhando o crescimento nas vendas. As despesas comerciais somaram R\$ 119,5 milhões, alta de 25,2% em relação ao mesmo período de 2010, refletindo o aumento nas despesas com abertura de lojas próprias e mudança na estrutura da equipe comercial. A tendência de alta nas despesas comerciais é verificada no resultado do 1º semestre de 2012, com aumento de 46,6% em relação ao mesmo período de 2011, totalizando R\$ 75,2 milhões. O crescimento nas despesas comerciais está em linha com a estratégia do grupo de expansão de canais de vendas próprios e fortalecimento das marcas.

O EBITDA de 2011 foi R\$ 117,7 milhões, crescimento de 23,3% em relação a 2010, e no 1º semestre de 2012 foi de R\$ 49,3 milhões, se mantendo estável com relação ao 1º semestre de 2011. A margem EBITDA em 2011 foi de 17,3%, e nos seis meses de 2012 foi de 13,7%, sinalizando uma leve redução na geração de caixa.

O lucro líquido em 2011 somou R\$ 91,6 milhões, com margem de 13,5%, crescimento de 42% e 2,2 pp respectivamente em comparação com 2010. A elevada conversão de EBITDA em lucro líquido é reflexo do baixo investimento em ativo imobilizado e conseqüentemente baixa depreciação. Na análise do 1º semestre de 2012, mostra uma redução no lucro líquido de 5,6% em relação ao mesmo período

de 2011, totalizando R\$ 36,6 milhões, reforçando o impacto das despesas não recorrentes de abertura de novas lojas.

Os investimentos tiveram um incremento relevante em 2011 e, nos seis meses de 2012, aumento de 94,9% e 334,7% respectivamente, sendo mais de 50% em investimento de reformas e novas lojas.

A companhia é forte geradora de caixa, encerrando o 1º semestre de 2012 com caixa líquido de R\$ 154,7 milhões. Possui baixo endividamento e boa estrutura de capital.

O ROIC (retorno sobre capital investido) em 2011 foi de 35,8% ante 42,5% em 2010, impactado pelo aumento de 39,6% de capital empregado na operação. No desempenho do 1º semestre de 2012, o ROIC foi de 35,8%, ainda refletindo o aumento no capital de giro e ativo permanente para abertura de novas lojas.

## 5.8 ANÁLISE DO DESEMPENHO DE AÇÕES

O valor de mercado da Arezzo&Co em fevereiro de 2011, por meio do seu IPO, foi de R\$ 1,68 bilhão, aumento de 451% desde a entrada da gestora de fundos Tarpon. Em 2007, a Tarpon pagou R\$ 76,3 milhões pela participação de 25% da companhia. A companhia captou R\$ 565,8 milhões, por 29.779.413 ações. O preço foi definido no teto da faixa indicativa do prospecto a R\$ 19,00. A Tarpon e os controladores da companhia, Anderson Birman e Alexandre Birman, embolsaram R\$ 370,2 milhões. O restante do recurso, R\$ 195,6 milhões, foi destinado ao caixa da companhia, e está sendo utilizado para investimentos em lojas e para financiar aquisições e parcerias estratégicas.

O preço da ação em 30 de dezembro de 2011 era de R\$ 22,88, crescimento de 20,42% desde o seu IPO, chegando a um valor de mercado de R\$ 2,02 bilhões. Se a data base for 29 de junho de 2012, a companhia era precificada na BM&FBovespa ao preço de R\$ 29,90, crescimento de 57% em relação ao seu IPO, com valor de mercado de R\$ 2,64 bilhões.

Gráfico 1 – Cotações ação Arezzo



Fonte: Arezzo&Co (c2011).

## 5.9 PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO

As premissas de crescimento da companhia foram definidas em 2011 para um horizonte de cinco anos:

- inauguração de 160 lojas (próprias e franquias) até 2015, sendo 58 (11 próprias e 47 franquias) em 2012;
- dobrar o faturamento até 2015;
- fortalecer o crescimento da marca Schutz, para representar 30% do faturamento do grupo;
- webcommerce* para as marcas Schutz e Anacapri no Brasil;
- reavaliação dos modelos de distribuição e suprimentos;
- consolidação da Marca AnaCapri;



g) internacionalização da Arezzo&Co.

Foi inaugurada em setembro de 2012 uma loja da marca Schutz em Nova York, na Madison Avenue. Investimento de US\$ 25 milhões, com 500 modelos criados exclusivamente para a incursão internacional, além da transferência da área de estilo e criação da marca Alexandre Birman para Nova York.

## **6 PROJEÇÕES E PREMISSAS PARA A DETERMINAÇÃO DO VALUATION**

A avaliação da Arezzo&Co será feita com base nos dados de fechamento anual de 2011. As premissas utilizadas para projeção de crescimento são baseadas nos dados históricos da empresa e nas perspectivas de crescimento divulgadas a mercado pelos gestores da companhia.

A projeção do fluxo de caixa foi realizada até o ano de 2015, pois considerou-se que será o período em que ocorrerá o crescimento extraordinário da empresa.

### **6.1 ESTRUTURA DE CAPITAL**

O montante de capital da empresa é de R\$ 2,064 bilhões, sendo 98,13% de capital próprio e 1,87% de capital de terceiros.

### **6.2 TAXA DE DESCONTO**

Para calcular o custo médio ponderado do capital (WACC) será utilizado o modelo CAPM para obtenção do custo de capital próprio.

#### **6.2.1 Taxa livre de risco**

Para estimar a taxa livre de risco no Brasil, será utilizada a taxa do sistema especial de liquidação de custódia (Selic) de 30/12/2011.

Figura 5 – Taxa Selic em 30/12/2011

Taxa SELIC apurada no movimento de 30/12/2011

Data	Taxa Anual	Fator Diário	Fator Acumulado
30/12/2011	10,91	1,00041099	1,0004109900000000

Fonte: Banco Central do Brasil (2012).

### 6.2.2 Cálculo do beta

Para o cálculo do beta da Arezzo&Co foi realizado pesquisa ao sistema ComDinheiro. O beta estimado para o período de 11 meses foi de 1,44183.

Figura 6 – Cálculo do beta da Arezzo&Co

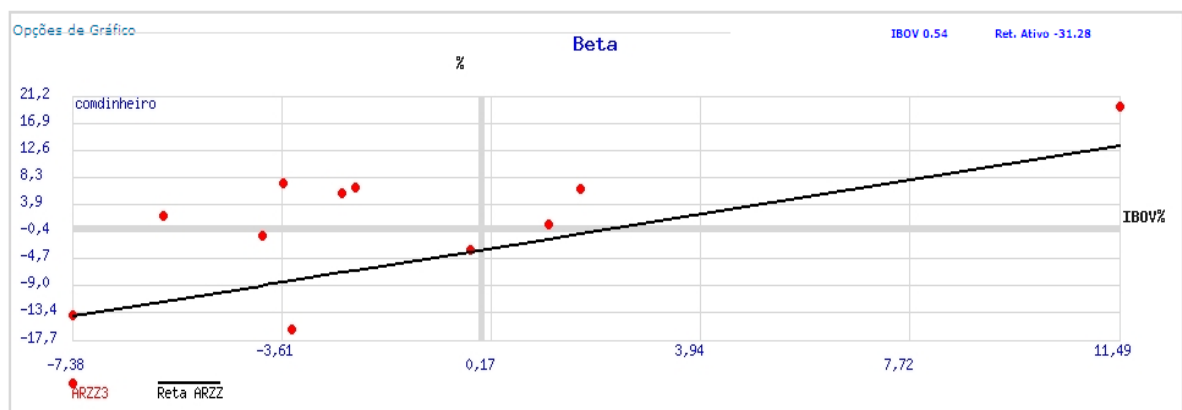
Beta de Fundos, Ações e Carteiras de Investimentos Ajuda

Data Inicial:   Benchmark:

Data Final:   Mensal

Papéis:

	ARZZ3
Média dos Retornos (%)	1,29385
Risco/Vol ao dia (%)	9,46274
Risco/Vol ao ano (%)	150,21637
Correl com IBOV	0,71315
Beta	1,44183
Coef. Linear	-3,41035



Fonte: Comdinheiro ([2012]).

### 6.2.3 Prêmio pelo risco do setor

O prêmio pelo do risco do setor foi definido pela média histórica do prêmio de risco do setor calçadista nos anos de 2008 a 2010.

**Quadro 1 – Prêmio pelo risco do setor**

2008	2009	2010	Média
5,60%	7,50%	6,60%	6,57%

Fonte: Assaf: finanças e valor (c2004).

### 6.2.4 Custo de capital próprio (CAPM)

Com base nas premissas adotadas, o custo de capital próprio é determinado pela seguinte fórmula:

$$\text{CAPM} = 10,91 + 1,44 \times (6,57)$$

$$\text{CAPM} = 20,38\% \text{ a.a.}$$

### 6.2.5 Custo médio ponderado do capital (WACC)

O custo médio ponderado do capital (WACC) é calculado ponderando a participação de capital próprio e de terceiro aos seus respectivos custos, e deduzindo o imposto de renda do custo de terceiro. O custo de capital de terceiro estimado foi de 25,4% a.a.

$$\text{WACC} = (20,38 \times 98,13) + (25,4 \times 1,87) \times (1 - 0,34)$$

$$\text{WACC} = 20,32\% \text{ a.a.}$$

## 6.3 AVALIAÇÃO PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

### 6.3.1 Premissas para a modelagem do fluxo de caixa

Para modelagem do fluxo de caixa, foram consideradas as seguintes premissas de crescimento anual:

**Quadro 2 – Premissas de crescimento para projeção de fluxo de caixa**

Premissas de crescimento para projeção de fluxo de caixa				
	2012	2013	2014	2015
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	25%	25%	25%	25%
Lucro líquido	40%	40%	40%	40%
Custo produto Vendido	16%	16%	16%	16%
Despesas Operacionais	20%	20%	20%	20%
(Despesa de capital - depreciação)	20%	10%	10%	10%
Variação Capital Giro	-35%	-8%	-8%	-25%

Fonte: Autora.

Acredita-se que a empresa terá um crescimento extraordinário de vendas e lucro líquido até 2015, para isso estimou-se um crescimento de 25% a.a e 40% a.a, respectivamente. Para essa análise otimista, considerou-se os seguintes pontos:

- a) marcas de referencia no mercado brasileiro;
- b) pouca influência na redução no consumo;
- c) desempenhos históricos semelhantes;
- d) estratégia de expansão de canais de vendas e novos mercados.

Para o custo de produto vendido e despesas operacionais, considerou-se um crescimento constante acompanhando o aumento nas vendas.

Nas despesas de capital, estimou-se um crescimento de 20% no ano de 2012, devido à estimativa de abertura de 58 lojas. Para os demais anos, estimou-se 10% ao ano para manutenção do crescimento dos canais de venda.

Quanto à variação no capital de giro, estimou-se uma forte redução no primeiro e último ano, acreditando que a companhia volte aos patamares de capital de giro pré-IPO.

A taxa utilizada para perpetuidade será de 4% a.a, sendo a taxa média de crescimento da economia brasileira, a partir de 2015, projetada pelo mercado financeiro brasileiro.

### 6.3.2 Fluxo de caixa descontado para a firma

Partindo da metodologia para fluxo de caixa descontado para a firma, e das premissas de crescimento definidas anteriormente, apurou-se o valor presente acumulado de R\$ 652,9 milhões. O valor residual foi calculado a partir da taxa de perpetuidade de 4% a.a, projetando o valor de R\$ 698,3 milhões.

O valor justo da companhia, definido pelo fluxo de caixa para a firma, é de R\$ 1,311 bilhão. Neste caso, o preço justo por ação é R\$ 14,53.

**Quadro 3 – FCFF**

FCFF					
	2011	2012	2013	2014	2015
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	678.907	848.634	1.060.792	1.325.990	1.657.488
(-) Custo produto Vendido	(397.483)	(461.080)	(534.853)	(620.430)	(719.698)
(=) Resultado Bruto	281.424	387.553	525.939	705.561	937.789
(-) Despesas Operacionais	(167.753)	(201.304)	(241.564)	(289.877)	(347.853)
(=) EBIT	113.671	186.250	284.375	415.683	589.937
IR sobre EBIT	38.648	63.325	96.687	141.332	200.579
(=) Geração de caixa	75.023	122.925	187.687	274.351	389.358
(-) (Despesa de capital - depreciação)	26.181	31.417	34.559	38.015	41.816
(-) Variação Capital Giro	50.108	32.614	6.523	1.305	978
(=) FCFF	(1.266)	58.894	146.606	235.032	346.564
FCDF	(1.266)	48.948	121.846	195.339	288.035
VALOR PRESENTE ACUMULADO	652.902	654.168	605.220	483.374	288.035
VALOR RESIDUAL					698.395
(=) FCFF + Valor Residual					1.351.296
Dívida					38.659
VALOR JUSTO DA EMPRESA					1.311.371
NUMERO DE AÇÕES					90.229
PREÇO JUSTO POR AÇÃO					14,533809

Fonte: Autora.

### 6.3.3 Fluxo de caixa descontado para o acionista

Pela avaliação do fluxo de caixa descontado para o acionista, o valor presente acumulado é R\$ 621,6 milhões, e o valor residual é de R\$ 627,2 milhões. Assim, define-se o valor justo pela visão do acionista de R\$ 1,248 bilhões, a um preço justo de R\$ 14,10 por ação.

**Quadro 4 – FCFE**

FCFE					
	2.011	2012	2013	2014	2015
Lucro líquido	91.613	128.258	179.561	251.386	351.941
(-) (Despesa de capital - depreciação)* % cap. Proprio	25.691	30.830	33.913	37.304	41.034
(-) Variação Capital Giro * % cap. Proprio	49.171	32.004	6.401	1.280	256
FCFE	16.751	65.424	139.248	212.802	310.650
FCDE	16.751	54.348	115.674	176.775	258.058
VALOR PRESENTE ACUMULADO	621.606	604.855	550.507	434.833	258.058
valor residual					627.271,52
Valor justo da empresa visão acionista					1.248.877
Numero de ações					88542
Preço justo da ação					14,10

Fonte: Autora.

### 6.4 AVALIAÇÃO RELATIVA

Para a avaliação relativa, foram selecionadas mais duas empresas do setor calçadista que possuem ações listadas na BM&FBovespa. Foram desconsideradas na comparação as empresas Vulcabrás e Cambuci, por destorcerem os múltiplos do setor.

A avaliação relativa fará a comparação dos múltiplos passados do ano de 2011 de P/L, EV/EBTIDA e P/PVA da Arezzo&Co em relação à média do setor.

### 6.4.1 Múltiplo P/L

Figura 7 – Múltiplo P/L

Empresa	ticker	LPA 2011	Preço em 30/12/2011	P/L
Arezzo	ARZZ3	1,0342	22,88	22,12
Alpargatas	ALPA4	0,8022	11,12	13,86
Grendene	GRND3	1,0157	7,21	7,10
<b>P/L Médio do Setor</b>				<b>10,77</b>

Preço em 30/12/2011 (ARZZ3)	22,88
LPA 2011	1,03420
P/L Arezzo	22,12
P/L médio do Setor	10,77
<b>Preço justo</b>	<b>11,14</b>

Fonte: Autora.

### 6.4.2 Múltiplo EV/EBTIDA

Figura 8 – Múltiplo EV/EBTIDA

Empresa	EV	Ebitda	EV/EBITDA
Arezzo	1.890.959.341	117.729.000	16,06
Alpargatas	3.495.375.200	404.500.000	8,64
Grendene	1.363.332.200	213.783.000	6,38
<b>EV/EBITDA SETOR</b>			<b>10,36</b>

Preço (ARZZ3) R\$	22,88
EV/EBITDA EMPRESA	16,06
EV/EBITDA SETOR	10,36
<b>Preço justo</b>	<b>14,76</b>

Fonte: Autora.



### 6.4.3 Múltiplo P/PVA

Figura 9 – Múltiplo P/PVA

Empresa	ticker	Preço ação	Nº ações	PL	P/PVA
Arezzo	ARZZ3	22,88	88.542.410	409.400.000	5
Alpargatas	ALPA4	11,12	353.460.000	1.600.000.000	2
Grendene	GRND3	7,21	300.720.000	1.800.000.000	1
					<b>3</b>

PVA Arezzo	4,623772947
P/PVA Arezzo	5
P/PVA Setor	3
<b>Preço justo</b>	<b>13,27</b>

Fonte: Autora.

Verificou-se que a utilização dos múltiplos do setor para estimar o preço justo da ação não é eficaz. O fato de existirem poucas empresas comparáveis no setor e, em razão dos preços históricos das empresas estarem em patamares diferentes, não é possível estimar o preço justo da ação da Arezzo&Co.

O que pode ser inferido com a avaliação dos múltiplos é que o preço da ação da Arezzo&Co está mais caro que a média do setor. Cabe avaliar se a empresa possui fundamentos que justifique esta precificação.

## 7 CONCLUSÃO

Para Damodaran (2009, p. 1008), a abordagem utilizada para avaliar um negócio dependerá de quão negociáveis sejam seus ativos, se geram fluxos de caixa, e quão singulares sejam em termos de operações.

Saber definir o método que será utilizado é a tarefa mais importante da avaliação. O modelo deve ser moldado para refletir as características do ativo avaliado. Não existe uma abordagem certa ou errada para determinada avaliação, mas sim aquela que melhor representa o negócio e o cenário sob avaliação.

Ao avaliar a Arezzo&Co pelo método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), conclui-se que o mercado acionário está superestimando o valor justo da empresa. As projeções dos fluxos de caixa descontado da firma e do acionista apontam um preço justo de R\$ 14,53 e R\$ 14,10 respectivamente por ação, enquanto que o mercado acionário precifica em R\$ 22,88 por ação, para o mesmo período de análise.

Apesar da avaliação dos múltiplos do setor distorcer o preço justo da ação da Arezzo, foi possível verificar que a precificação de R\$ 22,88 está acima da média do setor, indicando novamente que a precificação do mercado acionário não reflete o valor justo da empresa.

Os resultados encontrados nas avaliações de FCD e Relativa indicam que a faixa de preço justo ainda é aquela definida no prospecto para o IPO de R\$ 15,00 à R\$ 19,00 por ação.

A dificuldade de precificação do valor agregado das marcas pode trazer distorções na análise do preço justo. Porém, o crescimento elevação de sua precificação na BM&FBovespa desde o seu IPO, chama atenção para a forma como o mercado se comporta diante da assimetria de informações.

A Arezzo&Co possui marcas com alto valor agregado e bem posicionadas no mercado brasileiro. Pela estratégia de terceirização da produção e público alvo das classes A e B+, a empresa sofre pouca interferência dos fatores econômicos, estando apta para uma possível consolidação do setor.

## REFERÊNCIAS

ABICALÇADOS. [2012]. Disponível em: <<http://www.abicalcados.com.br>>. Acesso em: 19 jul. 2012.

ABICALÇADOS; APEX-BRASIL. **Indústria de calçados do Brasil 2012**. Disponível em: <[http://www.abicalcados.com.br/documentos/resenha\\_estatistica/Industria%20de%20Calcados%20do%20Brasil\\_2012.PDF](http://www.abicalcados.com.br/documentos/resenha_estatistica/Industria%20de%20Calcados%20do%20Brasil_2012.PDF)>. Acesso em: 24 jul. 2012.

ALPARGATAS: relações com investidores. c2004-2011. Disponível em: <<http://ri.alpargatas.com.br/>>. Acesso em: 1 ago. 2012.

AREZZO&CO. **Apresentação institucional** – Dezembro/2011. 2011. Disponível em: <<http://www.slideshare.net/Arezzori/dezembro-2011-apresentao-institucional-marode-2012>>. Acesso em: 20 ago. 2012.

AREZZO&CO. **Relações com investidores**. c2011. Disponível em: <<http://www.arezzoco.com.br/PT/>>. Acesso em: 20 ago. 2012.

ASSAF: FINANÇAS E VALOR. **Indústria, comércio e serviço**. c2004. Disponível em: <<http://www.institutoassaf.com.br/assafii/site/painelCias.aspx>>. Acesso em: 6 out. 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

ASTUTO, Bruno. O salto do herdeiro. **Revista Época**, n. 745, p. 98, ago. 2012.

BALDISSERA, Eduardo Hecht. **Valuation**: avaliação de uma empresa do setor de papel e celulose brasileiro pelo método do fluxo de caixa descontado. 2007. Trabalho de Conclusão de Curso (Especialização em Mercado de Capitais)– Universidade Federal do Rio Grande do Sul/ Apimec-Sul, Porto Alegre, 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Consulta à taxa Selic diária**. 2012. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SELICDIA>>. Acesso em: 20 ago. 2012.

BARIFOUSE, Rafael. Eles estão na moda. **Revista Época Negócios**, 2008. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Revista/Epocanegocios/0,,EDR81539-8385,00.html>>. Acesso em: 1 ago. 2012.

COMDINHEIRO: soluções para o mercado financeiro. [2012]. Disponível em: <<http://www.comdinheiro.com.br/>>. Acesso em: 20 ago. 2012.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos**. 3. Ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 2. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2009.

FORSTER, Gilmar. Modelo de precificação de ativos – CAPM: um estudo sobre a apuração do custo de oportunidade do próprio. **Revista TECAP**, ano 3, v. 3, n. 3, 2009.

GRENDENE: relações com investidores. 2012. Disponível em: <<http://ri.grendene.com.br/>>. Acesso em: 1 ago. 2012.

JARDIM, Ronise. **O setor coureiro-calçadista gaúcho e a crise internacional de 2008**. 2010. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia)– Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010.

PINHEIRO, Vinícius. Arezzo levanta R\$ 565,8 milhões em abertura de capital na bolsa. **O Estado de S. Paulo**, 2011. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/impreso,arezzo-levanta-r-5658-milhoes-em-abertura-de-capital-na-bolsa,673647,0.htm>>. Acesso em: 1 ago. 2012.

POVOA, Alexandre. **Valuation**: como precificar ações. 2. ed. São Paulo: Globo, 2007.

SCHNEIDER, Sergio. **Agricultura familiar e industrialização**. Porto Alegre: Editora da Universidade, 1999.

## ANEXO A – Ativo

Ativo					
Conta	Descrição	30/06/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009
1	Ativo Total	546.889	510.628	268.156	238.027
1.01	Ativo Circulante	441.382	432.376	209.067	182.823
1.01.01	Caixa e Equivalentes de Caixa	4.799	15.528	8.004	38.991
1.01.02	Aplicações Financeiras	201.020	158.022	5.000	5.901
1.01.02.01	Aplicações Financeiras Avaliadas a Valor Justo	201.020	158.022	5.000	5.901
1.01.02.01.01	Títulos para Negociação	201.020	158.022	0	0
1.01.02.01.02	Títulos Disponíveis para Venda	0	0	5.000	5.901
1.01.03	Contas a Receber	150.687	179.589	132.402	103.290
1.01.03.01	Clientes	150.687	179.589	132.402	103.290
1.01.04	Estoques	65.718	57.384	48.862	21.205
1.01.05	Tributos a Recuperar	7.393	10.191	7.889	3.418
1.01.05.01	Tributos Correntes a Recuperar	7.393	10.191	7.889	3.418
1.01.06	Outros Ativos Circulantes	11.765	11.662	6.910	10.018
1.01.06.01	Outros	11.765	11.662	6.910	10.018
1.02	Ativo Não Circulante	105.507	78.252	59.089	55.204
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	16.135	16.818	22.941	31.768
1.02.01.01	Aplicações Financeiras Avaliadas a Valor Justo	98	79	98	116
1.02.01.01.01	Títulos para Negociação	98	79	0	0
1.02.01.01.02	Títulos Disponíveis para Venda	0	0	98	116
1.02.01.02	Tributos Diferidos	8.705	10.012	14.449	19.697
1.02.01.02.01	Imposto de Renda e Contribuição Social Diferida	8.705	10.012	14.449	19.697
1.02.01.03	Créditos com Partes Relacionadas	0	0	1.060	917
1.02.01.03.01	Créditos com Controladores	0	0	1.060	917
1.02.01.04	Outros Ativos Não Circulantes	7.332	6.727	7.334	11.038
1.02.01.04.01	Impostos a Recuperar	360	358	3.903	4.311
1.02.01.04.02	Depósitos Judiciais	6.504	5.863	3.362	6.653
1.02.01.04.03	Outros Créditos	468	506	69	74
1.02.02	Imobilizado	47.693	30.293	21.376	12.403
1.02.02.01	Imobilizado em Operação	47.693	30.293	21.376	12.403
1.02.03	Intangível	41.679	31.141	14.772	11.033
1.02.03.01	Intangíveis	41.679	31.141	14.772	11.033
1.02.03.01.01	Marcas e Patentes	2.725	2.722	2.638	2.610
1.02.03.01.02	Direitos de uso de Lojas	32.880	23.536	8.976	6.514
1.02.03.01.03	Direitos de uso de Sistemas	6.074	4.883	3.158	1.909

## ANEXO B – Passivo

Passivo					
Conta	Descrição	30/06/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009
<b>2</b>	<b>Passivo Total</b>	<b>546.889</b>	<b>510.628</b>	<b>268.156</b>	<b>238.027</b>
<b>2.01</b>	<b>Passivo Circulante</b>	<b>107.458</b>	<b>102.318</b>	<b>93.786</b>	<b>92.658</b>
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	15.908	14.861	15.377	12.325
2.01.01.01	Obrigações Sociais	2.488	2.710	1.624	1.415
2.01.01.02	Obrigações Trabalhistas	13.420	12.151	13.753	10.910
2.01.02	Fornecedores	43.328	37.286	28.744	29.074
2.01.02.01	Fornecedores Nacionais	42.981	36.988	28.652	28.931
2.01.02.02	Fornecedores Estrangeiros	347	298	92	143
2.01.03	Obrigações Fiscais	8.839	11.711	7.865	5.390
2.01.03.01	Obrigações Fiscais Federais	5.450	7.254	5.564	2.734
2.01.03.01.01	Imposto de Renda e Contribuição Social a Pagar	626	660	1.190	844
2.01.03.01.02	Outras Obrigações Federais	4.824	6.594	4.374	1.890
2.01.03.02	Obrigações Fiscais Estaduais	3.354	4.420	2.286	2.646
2.01.03.03	Obrigações Fiscais Municipais	35	37	15	10
2.01.04	Empréstimos e Financiamentos	25.548	20.885	27.370	24.583
2.01.04.01	Empréstimos e Financiamentos	25.548	20.885	27.370	24.583
2.01.04.01.01	Em Moeda Nacional	4.008	3.976	10.287	13.816
2.01.04.01.02	Em Moeda Estrangeira	21.540	16.909	17.083	10.767
2.01.04.02	Debêntures	0	0	0	0
2.01.05	Outras Obrigações	13.835	17.575	14.430	21.286
2.01.05.02	Outros	13.835	17.575	14.430	21.286
2.01.05.02.01	Dividendos e JCP a Pagar	9.701	14.327	11.964	18.507
2.01.05.02.02	Outras	4.009	3.248	2.466	2.779
2.01.05.02.03	Parcelamento de Impostos	125	0	0	0
<b>2.02</b>	<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>29.984</b>	<b>24.263</b>	<b>28.152</b>	<b>25.837</b>
2.02.01	Empréstimos e Financiamentos	25.569	17.774	19.399	14.735
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	25.569	17.774	19.399	14.735
2.02.01.01.01	Em Moeda Nacional	25.569	17.774	19.399	14.735
2.02.01.01.02	Em Moeda Estrangeira	0	0	0	0
2.02.01.02	Debêntures	0	0	0	0
2.02.02	Outras Obrigações	1.277	2.231	4.143	3.136
2.02.02.01	Passivos com Partes Relacionadas	975	905	2.075	1.514
2.02.02.01.01	Débitos com Controladores	975	905	816	857
2.02.02.01.02	Débitos com Outras Partes Relacionadas	0	0	1.259	657
2.02.02.02	Outros	302	1.326	2.068	1.622
2.02.02.02.01	Parcelamento de Impostos	168	168	446	746
2.02.02.02.02	Adiantamento de Terceiros	0	85	425	765
2.02.02.02.03	Outros	134	1.073	1.197	111
2.02.03	Provisões	3.138	4.258	4.610	7.966
2.02.03.01	Provisões Fiscais Previdenciárias Trabalhistas	3.138	4.258	4.610	7.966
2.02.03.01.01	Provisões Fiscais	0	0	0	4.581
2.02.03.01.02	Provisões Previdenciárias e Trabalhistas	2.261	3.594	3.683	3.385
2.02.03.01.03	Provisões Cíveis	877	664	927	0
<b>2.03</b>	<b>Patrimônio Líquido Consolidado</b>	<b>409.447</b>	<b>384.047</b>	<b>146.218</b>	<b>119.532</b>
2.03.01	Capital Social Realizado	105.917	40.917	21.358	21.358
2.03.02	Reservas de Capital	172.830	237.723	71.019	71.019
2.03.02.01	Reserva Especial de Ágio na Incorporação	21.470	21.470	71.019	71.019
2.03.02.02	Opções Outorgadas	107	0	0	0
2.03.02.03	Emissão de Ações	151.253	216.253	0	0
2.03.03	Reservas de Lucros	105.407	105.407	53.841	27.155
2.03.03.01	Reserva Legal	8.183	8.183	4.271	4.271
2.03.03.02	Reserva de Retenção de Lucros	94.541	94.541	31.805	22.884
2.03.03.03	Reserva de Incentivos Fiscais	2.683	2.683	1.703	0
2.03.03.04	Dividendo Adicional Proposto	0	0	16.062	0
2.03.04	Lucros/Prejuízos Acumulados	25.293	0	0	0

## ANEXO C – DRE

DRE					
Conta	Descrição	01/01/2012	01/01/2011	01/01/2010	01/01/2009
		à	à	à	à
		30/06/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009
3.01	Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	360.829	678.907	571.525	412.063
3.02	Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-203.721	-397.483	-339.884	-245.242
3.03	Resultado Bruto	157.108	281.424	231.641	166.821
3.04	Despesas/Receitas Operacionais	-110.972	-167.753	-138.821	-107.942
3.04.01	Despesas com Vendas	-76.818	-121.224	-96.597	-73.666
3.04.02	Despesas Gerais e Administrativas	-27.308	-48.197	-45.679	-36.929
3.04.03	Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	0	0	0	0
3.04.04	Outras Receitas Operacionais	0	1.668	3.455	2.653
3.04.05	Outras Despesas Operacionais	-6.846	0	0	0
3.04.06	Resultado de Equivalência Patrimonial	0	0	0	0
3.05	Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	46.136	113.671	92.820	58.879
3.06	Resultado Financeiro	3.195	11.781	-3.531	-27
3.06.01	Receitas Financeiras	10.674	22.647	10.302	19.050
3.06.01.01	Receitas Financeiras	9.608	20.703	4.355	7.640
3.06.01.02	Varição Cambial Ativa	1.066	1.944	5.947	11.410
3.06.02	Despesas Financeiras	-7.479	-10.866	-13.833	-19.077
3.06.02.01	Despesas Financeiras	-5.864	-9.155	-8.052	-9.738
3.06.02.02	Varição Cambial Passiva	-1.615	-1.711	-5.781	-9.339
3.07	Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	49.331	125.452	89.289	58.852
3.08	Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-12.716	-33.839	-24.755	-10.113
3.08.01	Corrente	-11.409	-24.598	-19.507	-8.102
3.08.02	Diferido	-1.307	-9.241	-5.248	-2.011
3.09	Resultado Líquido das Operações Continuadas	36.615	91.613	64.534	48.739
3.10	Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	36.615	91.613	64.534	48.739
3.10.01	Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	36.615	91.613	64.534	48.739
3.10.02	Atribuído a Sócios Não Controladores	0	0	0	0
3.11	Lucro por Ação - (Reais / Ação)	0	0	0	0
3.11.01	Lucro Básico por Ação	0	0	0	0
3.11.01.01	ON	0,41353	1,05000	0,82000	0,62000

## ANEXO D – DRE fluxo de caixa

DRE Fluxo de Caixa					
Conta	Descrição	01/01/2012	01/01/2011	01/01/2010	01/01/2009
		à	à	à	à
		30/06/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009
6.01	Caixa Líquido Atividades Operacionais	60.089	43.038	20.457	39.911
6.01.01	Caixa Gerado nas Operações	46.850	119.035	93.694	53.246
6.01.01.01	Lucro antes do Imposto de Renda e Contribuição Social	49.331	125.452	89.289	58.852
6.01.01.02	Depreciações e Amortizações	3.166	4.058	2.670	1.655
6.01.01.03	Resultado na Venda de Ativos Permanentes	695	895	131	18
6.01.01.04	Resultado de Equivalência Patrimonial	0	0	0	0
6.01.01.05	Provisão para Riscos Trabalhistas, Fiscais e Cíveis	-1.120	-352	-112	817
6.01.01.06	Juros e Variação Cambial	814	4.002	2.031	-7.634
6.01.01.07	Rendimento de Aplicação Financeira	-6.604	-14.948	0	0
6.01.01.08	Outros	107	-72	-315	-462
6.01.01.09	Complemento de provisão para perdas no estoque	354	0	0	0
6.01.01.10	Plano de opções de ações	107	0	0	0
6.01.02	Variações nos Ativos e Passivos	24.891	-47.449	-48.695	-854
6.01.02.01	Contas a Receber de Clientes	28.795	-47.118	-29.170	-13.218
6.01.02.02	Estoques	-8.687	-8.518	-27.657	-6.914
6.01.02.03	Variação de Outros Ativos Circulantes	-65	-5.200	3.113	-2.387
6.01.02.04	Impostos a Recuperar	2.796	1.244	-4.063	-1.810
6.01.02.05	Depósitos Judiciais	-641	-2.501	47	-1.382
6.01.02.06	Outros Créditos	0	0	0	-32
6.01.02.07	Fornecedores	6.042	8.542	-330	12.483
6.01.02.08	Obrigações Trabalhistas	1.269	-1.602	2.843	6.052
6.01.02.09	Obrigações Fiscais e Sociais	-4.347	7.665	7.719	6.077
6.01.02.10	Outras Obrigações	-271	39	-1.197	277
6.01.03	Outros	-11.652	-28.548	-24.542	-12.481
6.01.03.01	Pagamento de Imposto de Renda e Contribuição Social	-11.652	-28.548	-24.542	-12.481
6.02	Caixa Líquido Atividades de Investimento	-68.207	-168.294	-12.891	-16.949
6.02.01	Aquisições de Imobilizado e Intangível	-31.799	-30.239	-14.183	-11.170
6.02.02	Aplicações Financeiras	-177.201	-347.823	-1.392	-5.779
6.02.03	Resgate de Aplicações Financeiras	140.793	209.768	2.684	0
6.02.04	Integralização de Capital em Controladas	0	0	0	0
6.03	Caixa Líquido Atividades de Financiamento	-2.611	132.780	-38.553	-37.796
6.03.01	Captação de Empréstimos	26.175	23.774	55.835	29.733
6.03.02	Pagamento de Empréstimos	-14.531	-35.886	-50.415	-44.253
6.03.03	Créditos (Débitos) com Partes Relacionadas, Exceto Sócios	0	0	-21	-992
6.03.04	Juros sobre o Capital Próprio	0	-8.442	-4.906	-4.618
6.03.05	Distribuição de Lucros	-14.325	-28.026	-39.485	-21.315
6.03.06	Créditos (Débitos) com Sócios	70	-99	439	-11.841
6.03.07	Aumento de Capital - Emissão de Ações	0	195.588	0	1.250
6.03.08	Constituição reserva de capital	0	0	0	14.240
6.03.09	Custos de transação para emissão de ações	0	-14.129	0	0
6.04	Variação Cambial s/ Caixa e Equivalentes	0	0	0	0
6.05	Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes	-10.729	7.524	-30.987	-14.834
6.05.01	Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes	15.528	8.004	38.991	53.825
6.05.02	Saldo Final de Caixa e Equivalentes	4.799	15.528	8.004	38.991



### ANEXO E – Indicadores de desempenho

Indicadores desempenho						
	2010	2011	Cresc (%)	jun/11	jun/12	Cresc (%)
Receita líquida	571,50	678,90	18,80	290,80	360,80	24,10
CMV	339,80	397,40	16,90	168,60	203,70	20,80
Despesas comerciais	95,40	119,40	25,20	51,20	75,10	46,60
EBITDA	95,40	117,70	23,30	49,00	49,30	0,60
Margem EBITDA	16,70	17,30	0,6 pp	16,90	13,70	(3,2 p.p)
Lucro Líquido	64,50	91,60	42,00	38,70	36,60	-5,60
Nº pares vendidos	6,40	7,50	16,70	2,90	3,60	20,90
Lojas	296,00	334,00	12,80	300,00	351,00	17,00
Outsourcing (%)	84,20	86,30	2,1 pp	83,60	85,70	2,1pp
Caixa	13,00	173,50	-	199,30	205,80	-
Endividamento	46,70	38,60	-17,30	32,20	51,10	58,70
Capex	15,50	30,20	94,90	7,30	31,79	334,70