

## **Análise dos Indicadores Financeiros Modelo *Fleuriet*: Um Estudo de Caso da Arezzo&Co sobre Índices-Padrão**

**Analytic of Financial Indicator under the Fleuriet Model: A Case Study of Arezzo&Co Based on Standard Benchmarks**

**Guilherme Rafic Silva<sup>1</sup>**  
**Sabrina de Campos Menezes<sup>2</sup>**  
**Ana Clara Fonseca do Amaral<sup>3</sup>**  
**Larissa Ribeiro Soares<sup>4</sup>**  
**José Roberto Francisco de Souza<sup>5</sup>**

443

**Resumo:** Esta pesquisa analisou os indicadores financeiros da Arezzo&Co no período de 2020 a 2022 com base no Modelo Fleuriet, abordagem que permite avaliar a dinâmica do capital de giro a partir das variáveis Capital de Giro, Necessidade de Capital de Giro e Saldo de Tesouraria. O estudo possui caráter descritivo e comparativo, utilizando a reclassificação dinâmica do balanço patrimonial para examinar a estrutura financeira da empresa e confrontar seus resultados com aqueles de outras companhias do setor de tecidos, calçados e vestuário listadas na B3. Os procedimentos metodológicos incluíram a coleta e reorganização das demonstrações financeiras, o cálculo dos indicadores e a comparação dos índices com parâmetros setoriais. Os resultados evidenciaram deterioração do Saldo de Tesouraria, que passou de nível positivo em 2020 para negativo em 2021, com leve recuperação em 2022. A ampliação das operações por meio de abertura de lojas e aquisições elevou a necessidade de capital de giro, pressionando o financiamento das atividades e resultando em índice de autofinanciamento desfavorável. O contexto pandêmico intensificou tais desafios, embora a empresa tenha adotado ajustes operacionais que contribuíram para a melhora do ciclo operacional e para a redução do prazo médio de estocagem. Conclui-se que a estrutura financeira da Arezzo&Co apresentou vulnerabilidades no período analisado, exigindo atenção o equilíbrio entre expansão, capacidade de financiamento e gestão eficiente do capital de giro, fatores essenciais para a sustentabilidade financeira em ambientes competitivos.

<sup>1</sup> Graduando em Controladoria e Finanças pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

<sup>2</sup> Graduanda em Controladoria e Finanças pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

<sup>3</sup> Doutoranda em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

<sup>4</sup> Doutoranda em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

<sup>5</sup> Doutor e Professor em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

**Recebido em: 12 /11/2025**

**Aprovado em: 18/12/2025**

**Sistema de Avaliação: *Double Blind Review***



**Palavras-chave:** Arezzo&CO. Modelo Dinâmico *Fleuriet*. Índices-Padrão.

**Abstract:** This study examined the financial indicators of Arezzo&Co from 2020 to 2022 using the Fleuriet Model, an approach that evaluates the dynamics of working capital based on the variables Working Capital, Working Capital Requirement and Treasury Balance. The research is descriptive and comparative, applying the dynamic reclassification of the balance sheet to assess the company's financial structure and compare its performance with that of other firms in the textiles, footwear and apparel sector listed on B3. The methodological procedures involved collecting and reorganizing the financial statements, calculating the indicators and comparing the results with sector benchmarks. The findings showed a deterioration of the Treasury Balance, which shifted from a positive position in 2020 to negative in 2021, with a slight improvement in 2022. The expansion of operations through new stores and acquisitions increased the company's working capital requirement, creating pressure on operational financing and resulting in an unfavorable self-financing index. The pandemic context amplified these challenges, although the company implemented operational adjustments that contributed to a better operating cycle and a reduction in average inventory days. The study concludes that Arezzo&Co's financial structure displayed vulnerabilities during the period analyzed, highlighting the need for balance between expansion, financing capacity and efficient working capital management, all of which are essential for financial sustainability in competitive environments.

444

**Keywords:** Arezzo&Co. Fleuriet Dynamic Model. Benchmark Ratios

## 1 Introdução

As empresas do setor cíclico são consideravelmente impactadas por variações na economia brasileira. Indicadores de rentabilidade, liquidez e endividamento sofrem alterações, principalmente pela dependência e limitação de recursos de terceiros, bem como pelo uso (Souza, 2021). No Brasil, o segmento de tecidos, vestuários e calçados, pertencente ao setor cíclico e sensível às flutuações econômicas, enfrentou redução de atividades e quadro de colaboradores, principalmente durante e após a pandemia do COVID-19, o que gerou falta de liquidez de curto prazo. Isso reflete a instabilidade do período, pois não são considerados bens ou serviços essenciais (Souza, 2021).

Neste cenário, o Modelo Fleuriet, proposto por Michel Fleuriet na década de 1970, emerge como uma ferramenta analítica, oferecendo uma perspectiva dinâmica para a avaliação do capital de giro, considerando as particularidades do mercado brasileiro. A metodologia é crucial para entender a estrutura financeira das empresas e auxiliar na tomada de decisões gerenciais e no planejamento estratégico (Fleuriet, 2016; Ribeiro, 2019).

Dentro do segmento de tecidos vestuários e calçados, empresas como a Arezzo&Co, uma sociedade anônima de capital aberto especializada na industrialização e comercialização

de artigos de couro e plástico, incluindo sapatos, bolsas e acessórios, são particularmente afetadas por ciclos econômicos.

A Arezzo&Co, com o capital aberto na bolsa em 2011, iniciou suas atividades em 1972. Em 2020, o grupo passou por adaptações impulsionadas pela crise desencadeada pela pandemia. Essas mudanças incluíram a integração de novos grupos e o fortalecimento de suas marcas, como Arezzo, Schutz, Anacapri, Alexandre Birman, Fiever, Alme, Vans, AR&CO, TROC, ZZ Mall, Baw Clothing, MyShoes e Carol Bassi. Em dezembro do mesmo ano, ao adquirir a Reserva, consolidou-se como uma das maiores 'House of Brands' do mercado brasileiro, destacando-se pela terceirização de sua produção e alcançando ganhos de escala, um modelo amplamente adotado por empresas americanas (Formulário de Referência da Empresa, 2023; Nunes & Köche, 2020).

Vale destacar que em fevereiro deste ano, a Arezzo e Grupo Soma formalizaram um acordo para integrar seus empreendimentos e bases acionárias. Foi comunicado que a fusão entre as empresas recebeu a aprovação do conselho de administração, dando origem a uma entidade com um faturamento combinado de R\$ 12 bilhões, abrangendo 34 marcas e uma rede de mais de 2 mil lojas, incluindo unidades próprias e franqueadas. A empresa resultante da fusão será a maior 'Power House of brands' da América Latina e terá o nome de AZZAS 2154, O número 2154 faz alusão a "Arezzo rumo a 2154", slogan usado com frequência pela família Birman, que controla o grupo, para sintetizar o pensamento de longo prazo da companhia.

A partir do contexto pandêmico, foram promovidos diversos estudos econômicos referentes ao setor cíclico e, em especial, o segmento de tecidos, vestuários e calçados. Dessa forma, citam-se pesquisas de Biasetto e Pagano (2021), Forti et al. (2015), Juvenal (2019), Donthu e Gustafsson (2020), Oliveira (2021), Pandini et al. (2018), Perrud e Arévalo (2022), Ribeiro, (2019); Silva et al. (2024) e Teixeira et al. (2022).

Os índices-padrão são o referencial constituído a partir de um conjunto de empresas que sejam representativas de um determinado setor, porque, somente por meio de comparações, pode-se afirmar que determinada empresa apresenta situação melhor ou pior em relação às outras. Diante do exposto, a presente pesquisa visa responder ao seguinte questionamento: Como variam os indicadores do modelo dinâmico ao longo do tempo para a empresa Arezzo&Co. em comparação com outras empresas do subsetor de consumo cíclico "Tecidos, calçados e vestuários" listadas na B3?

O objetivo do presente estudo é analisar o comportamento dos indicadores do modelo dinâmico sob a ótica da empresa Arezzo&Co. por meio do índice padrão com as demais

companhias do subsetor de “Tecidos, calçados e vestuários” listadas na B3 (Bolsa, Brasil, Balcão), sendo elas: CEA MODAS, GRAZZIOTIN, GRUPO SOMA, GUARARAPES, LOJAS RENNER, LOJAS MARISA e VESTE.

A justificativa para a escolha da Arezzo&Co como foco deste estudo é individualmente relevante devido à sua posição proeminente no mercado brasileiro de calçados e vestuários, um subsetor dentro do setor de consumo cíclico. A análise das adaptações e estratégias implementadas pela empresa durante a pandemia poderá oferecer insights valiosos sobre como empresas semelhantes podem gerenciar e mitigar riscos e continuar se expandindo no mercado.

O estudo contribui para utilização do Modelo Fleuriet como ferramenta analítica oferecendo uma perspectiva dinâmica sobre a gestão do capital de giro das empresas. Este estudo não só aplica o modelo, mas também avalia sua potência em fornecer insights práticos para a tomada de decisões gerenciais durante períodos de instabilidade econômica. Além disso, ao comparar os indicadores da Arezzo&Co com outras empresas do subsetor de tecidos, calçados e vestuários listados na B3, a pesquisa fornece uma visão comparativa que ajuda a identificar padrões e *outliers* no comportamento financeiro dessas empresas. Isso permite uma avaliação mais robusta do desempenho da Arezzo & Co em relação aos seus pares.

Este estudo também estabelece uma base sólida para estudos futuros que desejam explorar a gestão do capital de giro e os impactos de crises econômicas em outros setores e períodos. As metodologias e descobertas podem ser adaptadas e ampliadas para outras indústrias e contextos econômicos, contribuindo para uma compreensão mais ampla dos desafios financeiros empresariais.

## 2 Referencial Teórico

### 2.1 Modelo Dinâmico *Fleuriet*

O capital de giro, conhecido como capital circulante, segundo Hoji (2014), são os recursos aplicados aos circulantes que se transformam dentro do ciclo operacional. Para Assaf Neto e Lima (2014), o capital de giro são os recursos que giram diversas vezes em um determinado período, especialmente em economias que possuem características semelhantes às do Brasil, que apresentam dificuldades de crédito e fontes de financiamento de curto prazo (Ribeiro, 2023).

A análise do capital de giro é fundamental para auxiliar os gestores nas tomadas de decisões empresariais. Todavia, na parte acadêmica, a temática Gestão do Capital de Giro tem

recebido pouca atenção no que diz respeito ao modelo dinâmico de *Fleuriet*, com uma concentração maior na performance de métricas como ROA – Retorno Sobre os Ativos, ROE – Retorno Sobre o Patrimônio (Banos-Caballero et al., 2012; Chioi et al., 2006; Moussa, 2019; Palombini & Nakamura, 2012). Embora, Araújo, Costa e Camargos (2013) destacam que tem havido uma crescente preocupação dos autores em realizar pesquisas que definam e discutam o modelo de *Fleuriet*.

Nesse contexto, a análise do Balanço Patrimonial passa a ser conduzida a partir de uma reclassificação das contas em componentes operacionais, financeiros e não circulantes, com o propósito de ampliar a capacidade interpretativa das decisões estratégicas dos gestores e de identificar suas implicações para a continuidade da organização. Essa abordagem permite ir além da avaliação restrita à liquidez de curto prazo, incorporando também a análise dos recursos que sustentam a viabilidade e a sustentabilidade da empresa no médio e longo prazo (*Fleuriet et al.*, 2003; Monteiro, 2003).

Para avaliar a saúde financeira da empresa, o Modelo Dinâmico de *Fleuriet* se baseia em três variáveis: Capital de Giro (CDG), Necessidade de Capital de Giro (NCG) e Saldo de Tesouraria (T) (*Fleuriet et al.*, 2003), como consta no quadro abaixo:

Quadro 1 – Balanço Modelo Dinâmico *Fleuriet*

ATIVO TOTAL	PASSIVO TOTAL
FINANCEIRO	FINANCEIRO
Caixa e Equivalentes de Caixa	Empréstimos e Financiamentos
Aplicações Financeiras	Outras Obrigações
OPERACIONAL	OPERACIONAL
Contas a Receber	Obrigações Sociais e Trabalhistas
Estoques	Fornecedores
Tributos a Recuperar	Obrigações Fiscais
Despesas Antecipadas	-
Outros Ativos Circulantes	-
Instrumentos Financeiros – Derivativos	-
NÃO OPERACIONAL	NÃO OPERACIONAL
Contas a Receber	Empréstimos e Financiamentos
Tributos Diferidos	Outras Obrigações
Créditos com Partes Relacionadas	Tributos Diferidos
Outros Ativos Não Circulantes	Provisões
Investimentos	Passivo sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados
Imobilizado	Lucros e Receitas a Apropriar
Intangível	Patrimônio Líquido Consolidado

Fonte: adaptado de *Fleuriet et al.* (2003).

A NCG ocorre quando as saídas de caixa acontecem antes das entradas de caixa, ou seja, quando se cria uma necessidade permanente de aplicação de fundos pela diferença das contas operacionais do ativo circulante com as contas operacionais do passivo circulante. Quando a



NCG for positiva, significa que a empresa necessita de financiamentos para o giro; quando for negativa, a empresa possui mais financiamentos dos investimentos operacionais, havendo sobra de recursos para aplicação no mercado financeiro ou em suas atividades. Quando a NCG for igual a zero, a empresa não possui necessidade de capital de financiamento para o giro (Matarazzo, 1998).

O Saldo de Tesouraria sinaliza o grau de adequação política e financeira empregada pela gestão da empresa. Se seu valor for positivo, indica que há disponibilidade de recursos para garantir a liquidez de curto prazo. Segundo Assaf Neto (2006), o Saldo de Tesouraria permite que a empresa tenha uma medida de margem de segurança, indicando a capacidade interna de financiar um crescimento na atividade operacional.

Abaixo segue a tabela sobre os principais índices que fazem parte do modelo adotado nesta pesquisa:

Tabela 1 – Indicadores Modelo *Fleuriet*

Índice	Fórmula	Especificação	Literatura	Sinal Esperado
Capital de Giro	$CDG = ANO - PNO$	Parte dos recursos permanentes da empresa deve ser utilizada para financiar a necessidade de capital de giro e, nesse sentido, o Capital de Giro representa a saúde financeira da empresa.	Silva, et al. (2019)	+
Necessidade de Capital de Giro	$NCG = AO - PO$	Verifica se a empresa possui recursos adicionais ou consegue financiar suas operações diárias.	Marques & Braga (1195); Fleuriet et al. (2003)	+
Saldo de Tesouraria	$ST = AF - PF$	Define se a empresa consegue pagar suas obrigações de curto prazo. Decisões operacionais e políticas de autofinanciamento são determinantes. Saldo de tesouraria negativo aumenta o risco de insolvência. Aumento do saldo negativo da tesouraria acompanhado do aumento das vendas é conhecido como “efeito tesoura”.	Monteiro (2003); Costa et al. (2008)	+
Índice de Liquidez Dinâmica	$ILD = T / NCG$	Medida de liquidez que avalia a capacidade da empresa de gerar recursos operacionais em relação à sua necessidade de capital de giro. ILD elevado indica boa capacidade de transformar ativos circulantes operacionais em liquidez para cobrir passivos circulantes operacionais.	Silva, et al. (2011); Fleuriet et al. (2003)	+

Refere-se à razão entre o Capital de Giro (CDG) e a Necessidade de Capital de Giro (NCG)	CDG / NCG	A razão CDG/NCG é uma medida crucial no modelo de Fleuriet, fornecendo insights importantes sobre a liquidez e a gestão financeira da empresa. Ela ajuda a determinar se a empresa está bem posicionada para financiar suas operações de curto prazo ou se precisa buscar financiamento adicional para evitar problemas de liquidez.	Silva et al. (2011); Fleuriet et al. (2003)	+
Autofinanciamento	Autofinanciamento = (LL + Depreciação - Dividendos e JSSCP Pagos) / (AT Médio)	No modelo Fleuriet, o conceito de autofinanciamento está relacionado com a capacidade da empresa de gerar recursos internamente, sem depender de capital externo.	Silva, et al. (2011); Fleuriet et al. (2003).	+

Fonte: adaptado de Fleuriet et al. (2003).

## 2.2 Consumo cíclico de empresas listadas na B3: estudos anteriores

De acordo com estudo realizado por Pandini et al. (2018), o setor de Consumo Cíclico, formado em sua maioria por vestuário, calçados, automóveis, móveis, eletrodomésticos, entre outros bens não essenciais, apresenta maiores variações em relação a o desempenho da economia. A pesquisa demonstra um contraste em relação ao setor de Consumo Não Cíclico constituído por bens essenciais que se demonstraram menos afetados por variáveis econômicas.

A crise provocada pela COVID-19 teve efeitos profundos em vários setores da economia, incluindo o de consumo cíclico. Segundo Oliveira (2021), a pandemia inicialmente causou flutuações nos indicadores financeiros das empresas. Contudo, graças à recuperação inicial do setor, alguns indicadores de liquidez, com exceção da liquidez imediata, conseguiram encerrar o ano de 2020 em níveis próximos aos de 2019. Observou-se uma situação semelhante nos indicadores de estrutura de capital. Por outro lado, os indicadores de rentabilidade sofreram uma queda mais acentuada, especialmente nos primeiros trimestres da pandemia. Essas conclusões foram baseadas em análises das demonstrações financeiras e na utilização de análise estatística.

Silva et al. (2024) analisaram a conexão entre o ciclo de vida das organizações e o desempenho financeiro das empresas do setor de consumo cíclico na B3, durante o período de 2019 a 2021. A pesquisa evidenciou o impacto marcante da pandemia de COVID-19, que resultou em uma diminuição no Retorno sobre Ativos (ROA) e no valor de mercado em 2020,

com exceção do subsetor de construção civil. Em 2021, observou-se uma recuperação parcial, com aumento do ROA na maioria dos subsetores. Empresas em fases mais avançadas, como maturidade e declínio, demonstraram maior estabilidade. Contudo, o método de classificação empregado apresentou limitações, especialmente para o subsetor de construção civil. Para estudos futuros, recomenda-se ampliar a análise para diversos setores e períodos mais extensos, a fim de identificar tendências e padrões mais robustos.

Juvenal (2019) analisou a conexão entre indicadores econômico-financeiros e a remuneração do capital próprio através de dividendos ou juros sobre o capital próprio (JSCP) no setor de consumo cíclico. O estudo revelou que ROE e ROA foram os indicadores mais significativos. Empresas desse setor com altos níveis de ROE têm uma probabilidade 154,84% maior de distribuir dividendos, enquanto altos níveis de ROA aumentam em 61,44% a probabilidade de remuneração via JSCP. Pesquisas adicionais de Forti et al. (2015) e Vancin e Procianoy (2016) mostram que empresas de consumo cíclico com maior ROE, liquidez, tamanho e estabilidade na política de dividendos tendem a distribuir maiores quantias de dividendos.

Nessa mesma ênfase, no trabalho de Teixeira et al. (2022), o setor de consumo cíclico demonstrou uma alta sensibilidade às crises econômicas, evidenciada pela diminuição dos índices de liquidez e pelo aumento do endividamento de curto prazo entre 2009 e 2020. Eventos como a crise Subprime de 2009, a crise econômica e política no Brasil em 2014 e a pandemia de Covid-19 em 2020 afetaram negativamente o setor, resultando em margens líquidas negativas e um desempenho financeiro inferior em comparação ao setor de consumo não cíclico. Este último, por sua vez, mostrou maior resiliência devido à natureza essencial dos bens e serviços que oferece.

Biasetto e Pagano (2021) exploram quais variáveis macroeconômicas mais influenciam na estrutura de capital das empresas do setor de Consumo Cíclico. O estudo identifica que elementos como o crescimento do PIB, o índice Ibovespa, a taxa de juros real e a taxa de câmbio desempenham papéis cruciais. Durante períodos de expansão econômica, as empresas tendem a optar por financiamento por capital próprio. Em contrapartida, em cenários de depreciação cambial e altas taxas de juros, o financiamento por dívida se torna mais vantajoso. Esses achados corroboram pesquisas anteriores e indicam que futuras investigações devem considerar o uso de dados em painel e variáveis de controle adicionais para maior precisão.

Em outro estudo, Perrud e Arévalo (2022) analisaram a agregação de valor econômico das empresas listadas na Bolsa de Valores do Brasil que atuam nesse setor. Os resultados



indicaram, em sua maioria, uma diminuição no valor agregado, e o efeito da pandemia agravou ainda mais os resultados desse setor. Além disso, outros estudos também investigaram a relação entre a confiança do consumidor e a intensidade dos investimentos em marketing no setor de consumo cíclico. Essas pesquisas contribuem para uma compreensão mais profunda dos desafios enfrentados pelas empresas nesse setor e suas estratégias para criar valor econômico.

Dentro do setor de consumo cíclico, o segmento de tecidos, vestuário e calçados passou por mudanças significativas nos últimos anos. Com o avanço da tecnologia, o comércio eletrônico emergiu como uma ferramenta para atender às demandas do mercado. Empresas listadas na B3 (Bolsa de Valores do Brasil) adotaram estratégias digitais, especialmente durante a pandemia da Covid-19, quando muitas lojas físicas foram temporariamente fechadas. A venda por canais digitais impulsionou o crescimento das vendas online, mesmo após a reabertura gradual das lojas físicas em 2021. Nesse contexto, os indicadores econômicos e financeiros dessas empresas foram afetados, com quedas na rentabilidade e busca por recursos de terceiros para manter a liquidez. Portanto, a análise conjunta desses indicadores é fundamental para compreender a dinâmica desse setor em constante evolução (Donthu & Gustafsson, 2020).

Dentro desse mesmo segmento, um estudo conduzido por Broietti et al. (2024) analisou a relação entre indicadores de desempenho e o valor de mercado das empresas listadas na B3 durante o período de 2017 a 2021. Os resultados indicaram que variáveis como o Retorno sobre o Ativo (ROA) e a Margem Líquida tiveram maior influência no valor de mercado, enquanto outras variáveis, como o Giro do Ativo, Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), EBITDA e Margem EBITDA, não demonstraram relevância na formação dos preços das ações. Além disso, a pesquisa destacou que as organizações da amostra enfrentaram quedas significativas no valor de mercado durante a pandemia.

### 3 Metodologia

#### 3.1 Arezzo&Co S.A

A empresa em análise para esta pesquisa foi Arezzo&Co S.A, a qual foi constituída com intuito de ligar a produção de calçados brasileira na década de 70 com a influência da moda europeia, sobretudo a elegância da moda italiana. O sucesso da empresa no mercado começou após o lançamento do modelo Anabela em 1979, tornando-se uma referência em calçados femininos no Brasil. Com esse posicionamento de individualidade, qualidade e design contemporâneo, a empresa conseguiu fidelizar um grande e diverso público feminino (AREZZO&CO, 2023).

A companhia possui 19 marcas reconhecidas nacionalmente em seu portfólio, caracterizando-se como uma House of Leading Brands: Arezzo, Schutz, Anacapri, Alexandre Birman, Fiever, Alme, Reserva, Reserva Go, Reserva Mini, Oficina Reserva, Ink, Reversa, Unbrand, Simples, BAW Clothing, My Shoes, Carol Bassi, Paris Texas e Vicenza. Além disso, no final de 2019, passou a ser a distribuidora exclusiva da marca Vans no Brasil. A companhia também possui as plataformas online TROC e ZZ Mall (AREZZO&CO, 2023).

### 3.2 Classificação da pesquisa

452

A pesquisa em questão é descritiva quanto aos objetivos, sendo a análise realizada por meio de pesquisas bibliográficas e documentais, também como um estudo de caso. Yin (2015) destaca que um estudo de caso, é particularmente útil em situações onde o fenômeno e contexto estão tão interligados que a separação para fins de pesquisa não é possível como o caso da Arezzo&Coempresa especificamente não é possível mensurar os índices-padrão do Modelo de *Fleuriet* sem comparar com as demais companhias que fazem parte do mesmo subsetor.

A abordagem do problema é quantitativa, por meio da elaboração e análise de índices-padrão (Martins & Theóphilo, 2017).

### 3.3 Coleta de dados, amostra e período

Os dados foram extraídos dos relatórios estruturados da B3 (Bolsa de Valores do Brasil) no subsetor de tecidos, calçados e vestuários. Foram utilizadas informações das demonstrações contábeis-financeiras. Os dados foram organizados no Excel, e os cálculos foram realizados no mesmo software. A partir do modelo dinâmico, é possível extrair indicadores, fornecendo maior segurança na análise de liquidez, rentabilidade e solvência dessas empresas.

A amostra foi composta por empresas do consumo cíclico do subsetor de tecidos, calçados e vestuários, totalizando 8 empresas, incluindo a Arezzo. As demais são: Guararapes, Veste S.A., C&A, Marisa, Grupo Soma, Renner e Graziottin. O período de análise foi de 2020 a 2022, com o intuito de verificar o comportamento da Arezzo durante a pandemia da COVID-19, em relação às demais empresas do setor.

A terceira variável destacada pelos autores Fleuriet et al. (2003, p. 13), o saldo de tesouraria (ST), define se a empresa consegue pagar suas obrigações de curto prazo. As decisões operacionais e as políticas de autofinanciamento são determinantes para o ST (Costa et al., 2008). O saldo de tesouraria negativo aumenta o risco de insolvência das empresas. Aumentos do saldo negativo da

tesouraria, acompanhados do aumento das vendas, são conhecidos como “efeito tesoura” (Monteiro, 2003).

#### 4. Análise dos Resultados

A análise e discussão dos resultados serão expressas por grupo de indicadores. Cada indicador receberá uma nota ano a ano, baseada no índice padrão do conjunto de empresas listadas na B3 do subsetor de tecidos, calçados e vestuários. Posteriormente, o perfil do modelo dinâmico será avaliado com base nos valores dos indicadores calculados, levando em consideração as seguintes tabelas:

453

Tabela 2: Classificação da padronização – Quanto maior melhor

Quanto > Melhor			
1º	2º	3º	4º
Insatisfatório	Ruim	Bom	Ótimo

Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

A Tabela 2 apresenta os critérios aplicáveis aos indicadores cuja interpretação melhora à medida que os valores aumentam, permitindo identificar rapidamente desempenhos superiores ou insatisfatórios. Contudo, alguns indicadores possuem lógica inversa de avaliação, exigindo uma classificação específica que considere melhores resultados quando os valores são menores. Nesse sentido, a Tabela 3 descreve a padronização adotada para esses casos, assegurando coerência na análise comparativa.

Tabela 3: Classificação da padronização – Quanto menor melhor

Quanto < Melhor			
1º	2º	3º	4º
Ótimo	Bom	Ruim	Insatisfatório

Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

Como o subsetor é composto por 8 empresas, foi calculado o índice-padrão em quartis, pois é um número divisível pelo total das companhias, com as respectivas classificações nas tabelas 2 e 3.

Abaixo segue a tabela 4 com os indicadores do modelo dinâmico e a classificação da empresa Arezzo comparada com as demais 7 empresas que compõem o subsetor de tecidos, calçados e vestuário da B3.

Tabela 4: Índices Modelo Dinâmico *Fleuriet*

Índice	Ano	Índice-Padrão	Quartil	Classificação
CDG (quanto > melhor)	2020	640.522	2	Ruim
	2021	113.726	1	Insatisfatório
	2022	730.309	2	Ruim
NCG (quanto < melhor)	2020	504.764	1	Ótimo
	2021	619.529	2	Bom
	2022	1.016.164	3	Ruim
T (quanto > melhor)	2020	-145.373	3	Bom
	2021	-491.743	1	Insatisfatório
	2022	-268.079	2	Ruim
ILD (quanto > melhor)	2020	-0.29	2	Ruim
	2021	-0.79	1	Insatisfatório
	2022	-0.26	2	Ruim
CDG/NCG (quanto > melhor)	2020	1.27	4	Ótimo
	2021	0.18	1	Insatisfatório
	2022	0.72	2	Ruim
Autofinanciamento (quanto > melhor)	2020	0.04	3	Bom
	2021	0.09	4	Ótimo
	2022	0.12	4	Ótimo

Fonte: Dados da Pesquisa (2024).

Embora a Arezzo estivesse com saldo de tesouraria positivo em 2020, o índice CDG estava um pouco maior que o NCG, com uma diferença positiva de apenas R\$148.686,00, o que indica que a empresa não tinha dinheiro suficiente para financiar seu capital de giro, aumentando a necessidade de manter suas atividades operacionais a cada ano.

Além disso, o saldo de tesouraria, que foi positivo em 2020, caiu em -431,04% em 2021 e teve um aumento de 45,45% em 2022, o que indica que a empresa está trabalhando para melhorar sua situação financeira, mesmo que a variação no NCG de 2021 para 2022 tenha aumentado aproximadamente 64%, o que pode ser explicado pelo resgate de suas aplicações financeiras.

Como mostrado na Tabela 4, a situação da empresa Arezzo nos índices de CDG e NCG, que era sólida em 2020, passou para insatisfatória nos anos de 2021 e 2022.

Os valores encontrados acima mostram, especialmente ao analisar o índice IDL, que a empresa está sem recursos financeiros para girar seu capital de giro, aumentando a necessidade deste capital, como mostrado na tabela do índice NCG. Ou seja, a empresa Arezzo não possui fundos de curto prazo para serem aplicados em sua liquidez imediata.

Os valores do saldo de tesouraria diminuíram de 2020 para 2021 e 2022, chegando até a ser negativo, provavelmente pelo resgate de aplicações financeiras que a Arezzo fez em 2022, além das aquisições de novas marcas e controladas, incluindo a abertura de novas lojas. Como demonstrado abaixo no trecho retirado do Formulário de Referência de 2023, página 174, referente à descrição quantitativa e qualitativa dos investimentos em andamento e dos investimentos previstos, isso sinaliza um aumento na necessidade de capital de giro para atender à demanda das novas lojas. Esse resultado foi obtido pelos valores da Receita Bruta, que teve um aumento de 44,80% de 2021 para 2022.

Tabela 5: Classificação da padronização – Quanto maior melhor

Quanto > Melhor			
1º	2º	3º	4º
Insatisfatório	Ruim	Bom	Ótimo

Fonte: Dados da Pesquisa (2024)

A Tabela 5 apresenta os critérios aplicáveis aos indicadores cuja interpretação melhora à medida que os valores aumentam, permitindo identificar rapidamente desempenhos superiores ou insatisfatórios. Contudo, alguns indicadores possuem lógica inversa de avaliação, exigindo uma classificação específica que considere melhores resultados quando os valores são menores. Nesse sentido, a Tabela 6 descreve a padronização adotada para esses casos, assegurando coerência na análise comparativa.

Tabela 6: Classificação da padronização – Quanto menor melhor

Quanto > Melhor			
1º	2º	3º	4º
Ótimo	Bom	Ruim	Insatisfatório

Fonte: Dados da Pesquisa (2024)

Como o subsetor é composto por 8 empresas, foi calculado o índice-padrão em quartis, pois é um número divisível pelo total das companhias, com as respectivas classificações nas tabelas 5 e 6.

A Tabela 7 reporta os indicadores do modelo dinâmico e a classificação da empresa Arezzo comparada com as demais 7 empresas que compõem o subsetor de tecidos, calçados e vestuário da B3.

Tabela 7: Índices Modelo Dinâmico Fleuriet



Índice	Ano	Índice-Padrão	Quartil	Classificação
CDG (quanto > melhor)	2020	640.522	2	Ruim
	2021	113.726	1	Insatisfatório
	2022	730.309	2	Ruim
NCG (quanto < melhor)	2020	504.764	1	Ótimo
	2021	619.529	2	Bom
	2022	1.016.164	3	Ruim
T (quanto > melhor)	2020	-145.373	3	Bom
	2021	-491.743	1	Insatisfatório
	2022	-268.079	2	Ruim
ILD (quanto > melhor)	2020	-0.29	2	Ruim
	2021	-0.79	1	Insatisfatório
	2022	-0.26	2	Ruim
CDG/NCG (quanto > melhor)	2020	1.27	4	Ótimo
	2021	0.18	1	Insatisfatório
	2022	0.72	2	Ruim
Autofinanciamento (quanto > melhor)	2020	0.04	3	Bom
	2021	0.09	4	Ótimo
	2022	0.12	4	Ótimo

Fonte: Dados da Pesquisa (2024)

Embora a Arezzo estivesse com saldo de tesouraria positivo em 2020, o índice CDG estava um pouco maior que o NCG, com uma diferença positiva de apenas R\$148.686,00, o que indica que a empresa não tinha dinheiro suficiente para financiar seu capital de giro, aumentando a necessidade de manter suas atividades operacionais a cada ano.

Além disso, o saldo de tesouraria, que foi positivo em 2020, caiu em -431,04% em 2021 e teve um aumento de 45,45% em 2022, o que indica que a empresa está trabalhando para melhorar sua situação financeira, mesmo que a variação no NCG de 2021 para 2022 tenha aumentado aproximadamente 64%, o que pode ser explicado pelo resgate de suas aplicações financeiras. Logo, a situação da empresa Arezzo nos índices de CDG e NCG, que era sólida em 2020, passou para insatisfatória nos anos de 2021 e 2022.

Os valores encontrados acima mostram, especialmente ao analisar o índice IDL, que a empresa está sem recursos financeiros para girar seu capital de giro, aumentando a necessidade deste capital, como mostrado na tabela do índice NCG. Ou seja, a empresa Arezzo não possui fundos de curto prazo para serem aplicados em sua liquidez imediata.

Os valores do saldo de tesouraria diminuíram de 2020 para 2021 e 2022, chegando até a ser negativo, provavelmente pelo resgate de aplicações financeiras que a Arezzo fez em 2022, além das aquisições de novas marcas e controladas, incluindo a abertura de novas lojas. Como

demonstrado abaixo no trecho retirado do Formulário de Referência de 2023, página 174, referente à descrição quantitativa e qualitativa dos investimentos em andamento e dos investimentos previstos, isso sinaliza um aumento na necessidade de capital de giro para atender à demanda das novas lojas. Esse resultado foi obtido pelos valores da Receita Bruta, que teve um aumento de 44,80% de 2021 para 2022.

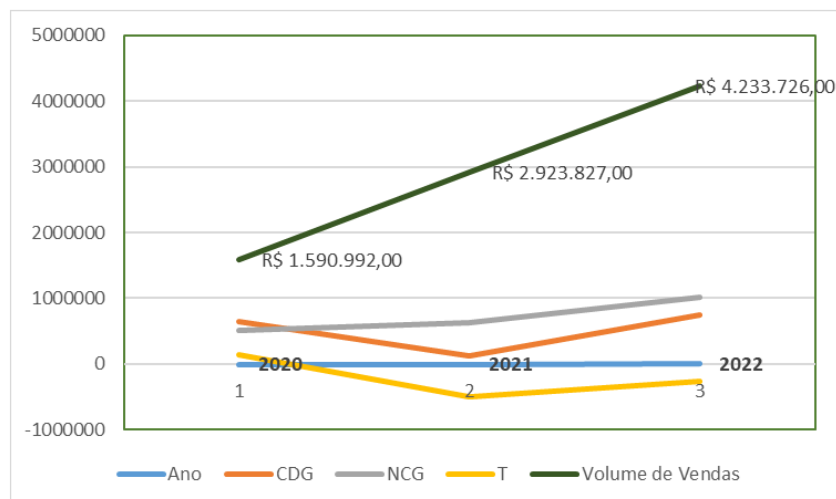
Sobre o crescimento de novas lojas, é possível perceber o impacto sobre as obrigações trabalhistas através do aumento, de 2020 para 2021 com uma variação de 60,04% e de 2021 para 2022 7,66%. Assim como a conta estoques que teve acréscimo nos três períodos analisados conforme discriminado na Tabela 8, demonstrando a consequência desta expansão da empresa Arezzo com novas marcas e novas lojas.

Desta forma, percebe-se que a necessidade de capital de giro está maior em relação a CDG, como no índice CDG/NCG que ao longo dos três anos tem diminuído e em 2022 ficou negativa. Devido a este aumento na necessidade de capital de giro, as contas não operacionais (a longo prazo) também aumentaram nos três anos analisados sobre os ativos não operacionais como as variações do índice  $CDG=PNO/ANO$ .

Como os índices apresentados pela Arezzo nesta modalidade de Fleuriet mostra o quanto a empresa está sem condições financeiras para suas atividades operacionais, o valor encontrado no índice de Autofinanciamento foi muito ruim, sendo negativo nos três anos, o que constata que a empresa está sem capacidade própria para investir internamente que terá que recorrer a financiamento externo seja emissão de ações ou empréstimos, pois em 2021 valor encontrado foi mais do que o dobro de 2020.

Portanto, observa-se o efeito tesoura na Arezzo a partir do ano de 2021 até 2022, principalmente em 2021 quando o saldo de tesouraria passou a ser negativo, que pode estar ligado justamente devido ao giro de contas a pagar que em 2021 era 113 e foi para 98.

Tabela 8 – Efeito Tesoura Arezzo



Fonte: Dados da Pesquisa (2024)

Embora a empresa possa estar passando por estes problemas financeiros provavelmente por suas aquisições, como já mencionado em controladoras e marcas que aumentou seu Ativo Não Operacional e pesou na tesouraria para buscar recursos financeiros para estes investimentos, apostando num retorno futuro destas aplicações, os gestores estão buscando contornar esta situação, o que pode ser visto pelo ciclo operacional da empresa que diminuiu de 179 em 2021 para 136 em 2022, assim como o prazo médio de estocagem diminuiu para 28 dias entre 2020 e 2021.

Ao analisar os resultados apresentados pela empresa Arezzo por meio dos índices-padrão do Modelo Fleuriet ao longo dos três anos, é importante destacar a crise sanitária da pandemia da COVID-19, que se instaurou de 2020 até 2021, motivo pelo qual os indicadores provavelmente foram decrescendo em comparação com as demais empresas, exceto na parte do Autofinanciamento, que apresentou o melhor resultado (Oliveira, 2021; Teixeira et al., 2022).

Outras razões também contribuíram para essa queda nos indicadores, como os investimentos que a empresa estava realizando no momento, com projeções de abertura de novas lojas e filiais, como demonstrado no formulário de referência da própria companhia.

Os achados desta pesquisa corroboram com a literatura, como nos estudos de Perrud e Arévalo (2022), indicando que muitas empresas que atuam na bolsa de valores brasileira tiveram uma diminuição do valor agregado devido à pandemia da COVID-19, com consequências além de 2020, em 2021. No caso da Arezzo, o indicador de Capital de Giro (CDG) foi classificado como ruim em 2020 e passou para insatisfatório em 2021.

O saldo de tesouraria e o IDL, que eram bons em 2020, passaram para insatisfatórios em 2021, fazendo com que as empresas tivessem que investir ainda mais em marketing e em

vendas por canais digitais. Isso foi o caso da Arezzo, que criou sua sede digital, a ZZ HUB, em Campo Bom-RS, em 2022. (Silva & Nunes, 2022). O resultado pode ter sido superado pelo aumento da classificação dos índices mencionados acima. Inclusive, Teixeira et al. (2022) e Pandini et al. (2018) mostram que empresas do setor de consumo cíclico, ao qual pertence o subsetor da Arezzo, são sensíveis a variações econômicas.

Todavia, empresas em fases mais avançadas, como a Arezzo, que está há anos no mercado e busca expandir, tendem a mostrar maior estabilidade. Isso foi observado no indicador de autofinanciamento, que teve o maior resultado no índice-padrão em 2020 e 2021 comparado com as demais empresas (Silva et al., 2014).

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como objetivo analisar o comportamento dos indicadores do modelo dinâmico sob a ótica da empresa Arezzo&Co. por meio do índice padrão com as demais companhias do subsetor de “Tecidos, calçados e vestuários” listadas na B3 (Bolsa, Brasil, Balcão).

A escolha deste subsetor ocorreu por se tratar de uma empresa pertencente ao grupo de bens “não essenciais” que implementou estratégias durante a pandemia do Covid- 19, para superar este período.

Por Meio da utilização dos índices padrão, destaca-se os principais achados da pesquisa que, observou-se que a Arezzo&Co. implementou estratégias que se mostraram fundamentais para sua resiliência. Em comparação com outras empresas do setor, a Arezzo&Co. destacou-se por sua capacidade de adaptação e inovação, o que se refletiu em seus indicadores financeiros durante o período analisado. O uso do Modelo Fleuriet foi eficaz para identificar as forças e fraquezas na gestão financeira da empresa, comprovando sua utilidade como uma ferramenta analítica em contextos de crise.

Embora o estudo tenha fornecido insights valiosos, existem algumas limitações a serem consideradas. A análise se reduziu a um subsetor específico da economia brasileira, o que pode limitar a generalização dos resultados para outras indústrias. Além disso, o período de análise focado nos anos de pandemia pode não capturar todos os efeitos a longo prazo das estratégias adotadas. A dependência de dados secundários também impõe restrições à profundidade da análise.

Pesquisas futuras poderiam expandir esta análise para incluir outros setores da economia, o que permitiria uma avaliação mais ampla da eficácia do Modelo Fleuriet em diferentes contextos. Recomenda-se também, estender o período de estudo para incluir anos pós-pandemia pode oferecer uma visão mais completa dos impactos das estratégias financeiras adotadas.

## Referências

ARAÚJO, E. A. T.; COSTA, M. L. D. O.; CAMARGOS, M. A. D. Mapeamento da produção científica sobre o Modelo Fleuriet no Brasil. **Gestão Contemporânea**, v. 14, n. 1, 2013.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. São Paulo: Atlas, 2006.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Fundamentos de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2014.

AREZZO&CO. **Formulário de referência**. Central de Resultados, 2023. Disponível em: <https://ri.arezzoco.com.br/>.

BANOS-CABALLERO, S. et al. How does working capital management affect the profitability of Spanish SMEs? **Small Business Economics**, v. 39, n. 2, p. 517-529, 2012.

BIASETTO, N. S.; PAGANO, L. **O impacto de variáveis macroeconômicas na estrutura de capital das companhias do setor consumo cíclico da B3 entre 2000 e 2021**. 2021. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Economia) – Insper, Curso de Ciências Econômicas, São Paulo, 2021.

BROietti, C.; BERNARDINHO, H. C.; GODOI, J. V. G.; ANTUNES, O. M. Análise de desempenho e o valor de mercado das empresas de tecidos, vestuário e calçados listadas na B3. **RAGC**, v. 14, 2024.

CHOIU, J. R.; CHENG, L.; WU, H. W. The determinants of working capital management. **Journal of the American Academy of Business**, v. 10, n. 1, p. 149-155, 2006.

COSTA, L. G. T. A.; LIMEIRA, A. F. F.; GONÇALVES, H. M.; CARVALHO, U. T. **Análise econômico-financeira de empresas**. Rio de Janeiro: FGV, 2008.

DONTHU, N.; GUSTAFSSON, A. Effects of COVID-19 on business and research. **Journal of Business Research**, v. 117, p. 284-289, 2020.

FLEURIET, M. **O modelo Fleuriet: a dinâmica do capital de giro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016.

FLEURIET, M.; KEHDY, R.; BLANC, G. **O modelo Fleuriet**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.



FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, p. 167-180, 2015.

HOJI, M. **Administração financeira e orçamentária**. São Paulo: Atlas, 2014.

JUVENAL, R. B. S. **Relação entre a estrutura da remuneração do capital próprio e os indicadores econômico-financeiros das companhias listadas no setor de consumo cíclico da B3**. 2019. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Contábeis) – Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2019.

MARQUES, J. A. V. D. C.; BRAGA, R. Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. **Revista de Administração de Empresas**, v. 35, p. 49-63, 1995.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços**. São Paulo: Atlas, 1998.

MONTEIRO, A. A. S. Fluxos de caixa e capital de giro: uma adaptação do Modelo Fleuriet. **Pensar Contábil**, v. 6, n. 20, p. 27-33, 2003.

MOUSSA, A. A. Determinants of working capital behavior: evidence from Egypt. **International Journal of Managerial Finance**, v. 15, n. 1, p. 39-61, 2019.

OLIVEIRA, M. A. D. **Empresas do consumo cíclico e COVID-19: uma análise dos resultados das companhias do subsetor do comércio listadas na B3**. 2021. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Contábeis) – Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2021.

PALOMBINI, N. V. N.; NAKAMURA, W. T. Key factors in working capital management in the Brazilian market. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, p. 55-69, 2012.

PANDINI, J.; STÜPP, D. R.; FABRE, V. V. Análise do impacto das variáveis macroeconômicas no desempenho econômico-financeiro das empresas dos setores de consumo cíclico e não cíclico da BM&FBovespa. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 17, n. 51, 2018.

PERRUD, A.; ARÉVALO, J. L. Análise de valor agregado de empresas do setor de consumo cíclico. **Anais do Simpósio Sul-Mato-Grossense de Administração**, v. 5, n. 5, p. 41-54, 2022.

RIBEIRO, H. C. M. Modelo Fleuriet: investigação da produção científica brasileira de 1995 a 2022. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace**, v. 14, n. 3, 2023.

RIBEIRO, M. **Gestão financeira e análise de indicadores**. São Paulo: Atlas, 2019.

SILVA, L. A. N.; SILVA NETO, L. M.; COSTA FILHO, F. C.; PAIVA, L. E. B. Ciclo de vida organizacional e desempenho financeiro: análise das empresas de consumo cíclico. **Desafio Online**, v. 12, n. 2, 2024.

SILVA, L. S.; NUNES, R. O desempenho das empresas do comércio varejista listadas na B3 sob a perspectiva de alguns indicadores. **Contexto**, Porto Alegre, v. 22, n. 52, p. 74-91, 2022.

SILVA, M. A. et al. Análise dinâmica do capital de giro: um estudo em companhias abertas do setor de energia elétrica. **Revista de Administração de Empresas**, v. 51, n. 6, p. 578-592, 2011.

SOUZA, M. C. C. O Estado e o turismo no Brasil: análise das políticas públicas no contexto da pandemia da COVID-19. **Revista Brasileira de Pesquisa em Turismo**, v. 15, n. 1, p. 1-13, 2021.

TEIXEIRA, E.; OLIVEIRA, E. R.; SANTOS, G. C.; FERREIRA, R. A. Análise comparativa do desempenho econômico-financeiro entre os setores de consumo da B3 em períodos de crise econômica. **REDECA**, v. 9, e56998, 2022.

VANCIN, D. F.; PROCIANOY, J. L. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 14, n. 1, p. 89-123, 2016.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2015.