

**EDUARDA VIEIRA PINTO ZUGLIANI  
PATRÍCIA ARRAIS TAVARES**

Os impactos financeiros de um M&A no setor de varejo: Um estudo de caso da  
transação entre Grupo Soma e Cia. Hering

PROJETO DE GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO  
APRESENTADO AO DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA INDUSTRIAL  
DA PUC-RIO, COMO PARTE DOS REQUISITOS PARA OBTENÇÃO  
DO TÍTULO DE ENGENHEIRO DE PRODUÇÃO

Orientador: Renato de Viveiros Lima

Departamento de Engenharia Industrial  
Rio de Janeiro, 12 de junho de 2023.

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente, gostaríamos de agradecer às nossas famílias e amigos por todo o suporte dado ao longo dos anos cursando Engenharia de Produção. Especialmente, agradecemos à Sandra e Evandro, João Pedro, Mariana e Ricardo e Rafael, que nos ajudaram a trilhar o caminho até à chegada no final do curso, nos apoiando de forma incondicional.

Ao Departamento de Engenharia de Produção e à PUC-Rio, seu corpo docente e funcionários, agradecemos por toda a dedicação a nós e aos alunos que atravessam a história da universidade.

Por fim, agradecemos ao professor Renato Viveiros, que aceitou o convite e nos orientou ao longo do processo de desenvolvimento desse estudo e esteve presente e disponível nos momentos de necessidade.

## RESUMO

Após um elevado número de transações de fusões e aquisições no Brasil e no mundo devido às baixíssimas taxas de juros e elevados *valuations* entre 2020 e 2021, tornou-se mais frequente o tema de aquisições entre empresas. Em vista do cenário atual de altas taxas de juros, este trabalho tem como objetivo estimar o valor agregado ao Grupo Soma a partir da aquisição da Cia Hering, transação realizada em abril de 2021. Para isso, foi realizada uma análise dos demonstrativos financeiros históricos de ambas as empresas visando estimar o valor proforma do Grupo Soma consolidado previamente à aquisição. Já para análise do Grupo Soma foi aplicado o método de Fluxo de Caixa Descontado, trazendo a valor presente os fluxos de caixa projetados ao longo do estudo, a fim de estimar o valor justo da empresa atualmente. Por fim, é realizada uma comparação entre os valores encontrados para os momentos pré e pós transação entre Cia Hering e Grupo Soma de forma a determinar os impactos financeiros da aquisição para a empresa.

**Palavras-Chave:** *M&A*; fusões e aquisições; Grupo Soma; Cia. Hering; Fluxo de Caixa Descontado; Impactos financeiros;

## **ABSTRACT**

After a significant surge in mergers and acquisitions both in Brazil and globally between 2020 and 2021, driven by low interest rates and high valuations, company acquisitions have become increasingly commonplace. In light of the current high interest rate environment, this study aims to assess the value added to Grupo Soma through its acquisition of Cia Hering in April 2021. To accomplish this, a comprehensive analysis of the historical financial statements of both companies was conducted to estimate the pro forma value of Grupo Soma prior to the acquisition. The Discounted Cash Flow method was applied to evaluate the present value of projected cash flows and estimate the current fair value of Grupo Soma. Finally, a comparison between pre- and post-transaction values for Cia Hering and Grupo Soma is conducted to determine the financial impact of the acquisition on the company.

**Keywords:** M&A; Mergers and Acquisitions; Grupo Soma; Cia. Hering; Discounted Cash Flow; Financial impacts.

## Sumário

1.	Introdução .....	5
2.	Referencial Teórico.....	8
2.1.	<i>Mergers &amp; Acquisitions</i> (M&A).....	8
2.1.1.	Fusão.....	8
2.1.2.	Aquisição .....	8
2.1.2.1.	Aquisição Horizontal.....	8
2.1.2.2.	Aquisição Vertical .....	8
2.2.	Demonstrativos Financeiros.....	8
2.2.1.	Principais Demonstrações Financeiras .....	9
2.2.1.1.	Balanço Patrimonial .....	9
2.2.1.2.	Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) .....	9
2.2.1.3.	Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) .....	9
2.2.1.4.	Demonstrativos <i>Pro-forma</i> .....	9
2.3.	<i>Valuation</i> .....	10
2.3.1.	Fluxo de Caixa Descontado .....	10
2.3.1.1.	Taxa de Desconto (WACC).....	10
2.3.1.1.1.	Custo do Capital Próprio .....	11
2.3.1.1.2.	Custo do Capital de Terceiros .....	11
2.3.1.2.	Valor da Empresa .....	12
2.3.1.2.1.	Valor Terminal .....	12
2.4.	O Setor de Varejo no Brasil .....	13
2.4.1.	Principais <i>Players</i> .....	13
2.5.	IPO .....	13
3.	Análise das Empresas Pré-Aquisição.....	14
3.1.	Grupo Soma .....	14
3.1.1.	Atividade de M&A do Grupo Soma .....	14
3.1.2.	Composição Acionária.....	14
3.1.3.	Histórico de Resultados .....	15
3.2.	Cia Hering.....	18
3.2.1.	Problemas enfrentados antes da operação com o Grupo Soma .....	18
3.2.2.	Composição acionária.....	18
3.2.3.	Histórico de Resultados .....	18
4.	Análise das Empresas Pós-Aquisição .....	22
4.1.	Análise dos Resultados Financeiros.....	22
4.2.	<i>Valuation – Discounted Cash Flow</i> .....	22
4.2.1.	Projeções do Fluxo de Caixa.....	23
4.2.1.1.	Projeções da Receita Líquida .....	23
4.2.1.1.1.	Projeções de Receita de Vendas para o Mercado Interno .....	23
4.2.1.1.2.	Projeções de Receita de Vendas para o Mercado Externo .....	24
4.2.1.1.3.	Projeções de Deduções da Receita .....	25
4.2.1.2.	Projeções de Custos .....	25
4.2.1.3.	Projeções de Despesas .....	26

4.2.1.4.	Projeções de CAPEX.....	27
4.2.1.4.1.	Projeções de Imobilizado e Depreciação .....	27
4.2.1.4.2.	Projeções de Intangível e Amortização .....	28
4.2.1.5.	Projeções de Capital de Giro (WK).....	29
4.2.1.6.	DCF – <i>Discounted Cash Flow</i> .....	31
4.2.1.6.1.	WACC.....	31
4.2.1.6.2.	Resultado da Avaliação.....	33
5.	Análise dos Resultados .....	35
5.1.	Análise de Sensibilidade .....	36
6.	Conclusão.....	37

## Índice de Tabelas

Tabela 3.1 - Evolução da Receita por Marca Grupo Soma.....	15
Tabela 3.2 - DRE Anual Grupo Soma .....	16
Tabela 3.3 - DRE Trimestral Grupo Soma .....	16
Tabela 4.1 - DRE Grupo Soma Consolidado.....	22
Tabela 4.2 - Projeção de Receita - Mercado Interno .....	24
Tabela 4.3 - Cálculo da Média Simples de Inflação .....	25
Tabela 4.4 - Projeção de Receita - Mercado Externo .....	25
Tabela 4.5 - Deduções da Receita Bruta.....	25
Tabela 4.6 - Projeção dos Custos .....	26
Tabela 4.7 - Premissas .....	27
Tabela 4.8 - Projeção das Despesas .....	27
Tabela 4.9 - Projeções de Imobilizado.....	28
Tabela 4.10 - Projeções de Intangível.....	29
Tabela 4.11 - Suporte para Capital de Giro .....	29
Tabela 4.12 - Projeção Ativo Circulante Operacional .....	30
Tabela 4.13 - Projeção Passivo Circulante Operacional .....	30
Tabela 4.14 - Projeção Capital de Giro.....	31
Tabela 4.15 - Premissas do Custo do Capital Próprio .....	32
Tabela 4.16 - Premissas do Custo da Dívida .....	32
Tabela 4.17 - Estrutura de Capital do Grupo Soma .....	33
Tabela 4.18 - Fluxo de Caixa Descontado .....	33
Tabela 4.19 - <i>Equity Value</i> .....	34
Tabela 5.1 - Avaliação do Grupo Soma Pré-Transação.....	35
Tabela 5.2 - Avaliação do Grupo Soma Pós-Transação .....	35
Tabela 5.3 - Indicadores Financeiros Grupo Soma Consolidado .....	36
Tabela 5.4 - Análise de Sensibilidade do Valor da Firma .....	36

## Índice de Equações

Equação 2.1 - Fórmula do WACC .....	10
Equação 2.2 – Método CAPM .....	11
Equação 2.3 – Custo do Capital de Terceiros .....	12
Equação 2.4 - Valor da Empresa.....	12
Equação 2.5 - <i>Equity Value</i> .....	12
Equação 2.6 - Valor Terminal.....	12
Equação 4.1 - Diferença de Inflação.....	32
Equação 4.2 - Aplicação do Diferencial de Inflação .....	32
Equação 4.3 - Estrutura de Capital .....	33

## Índice de Figuras

Gráfico 3.1 - Preço da Ação x <i>Market Cap</i> - Grupo Soma.....	17
Gráfico 3.2 - Preço da Ação x <i>Market Cap</i> – Cia Hering.....	21

## Lista de Siglas

IR	Imposto de Renda
FCFF	<i>Free Cash Flow to the Firm</i> (Fluxo de Caixa Livre da Empresa)
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
EV	<i>Enterprise Value</i> (Valor da Empresa)
VT	Valor Terminal
ROL	Receita Operacional Líquida
ROB	Receita Operacional Bruta
CAPEX	<i>Capital Expenditure</i> (Despesa de Capital)
BACEN	Banco Central do Brasil
D&A	Depreciação e Amortização
WK	<i>Working Capital</i> (Capital de Giro)
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização)
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i> (Lucro antes de juros e imposto de renda)
M&A	<i>Mergers and Aquisitions</i> (Fusões e Aquisições)
DRE	Demonstração do Resultado do exercício
DFC	Demonstração de Fluxo de Caixa
FCFE	<i>Free Cash Flow to Equity</i> (Fluxo de Caixa do acionista)
WACC	<i>Weighted Average Capital Cost</i> (Custo Médio Ponderado de Capital)
Ke	<i>Cost of Equity</i> (Custo do Capital Próprio)
Kd	<i>Cost of Debt</i> (Custo da Dívida)
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i> (Modelo de precificação de ativos financeiros)
IPO	<i>Initial Public Offering</i> (Oferta Pública Inicial)
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i> (Fluxo de Caixa Descontado)
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
PIB	Produto Interno Bruto
EUA	Estados Unidos da América
CMV	Custo da Mercadoria Vendida
IGPM	Índice Geral de Preços Mercado

## 1. Introdução

As operações de M&A, do inglês *mergers and acquisitions*, consistem em aquisições, fusões, captações de dívidas ou de capital próprio, ou *equity*. Desta forma, o mercado de M&A é deveras importante para o ciclo de vida de uma empresa (AMIR; GHITTI, 2020), uma vez que é um meio para o financiamento de projetos de negócios, aumento de *market-share*, aumentar ou complementar seu portfólio, entre outros (LUZIO, 2014).

Com a globalização, o mercado vem se tornando cada vez mais acirrado e competitivo. Assim, as operações de fusões e aquisições se tornaram “importante ferramenta estratégica de manutenção da competitividade”. (PESSANHA et al., 2012). Tal estratégia, se bem-sucedida, trará inúmeras vantagens, como, por exemplo, expansão do alcance de mercado e aumento do poder econômico. Contudo, se tal operação não for totalmente estudada antes de realizada, poderá trazer problemas ao invés de soluções, visto que “uma transação pode tanto aumentar o poder do comprador em seu mercado de atuação quanto destruí-lo” (LUZIO, 2014).

O mercado de fusões e aquisições vem adquirindo grande notoriedade nos últimos tempos. Com as baixas taxas de juros e consolidações de mercado por grandes empresas, houve uma maior atividade de M&A no Brasil e no mundo. Apesar de analisadas de forma subjetiva, a partir de análises de mercado e sinergias entre as empresas, essas transações também devem ser analisadas no âmbito financeiro de forma a estimar os impactos que uma operação de M&A traz para os demonstrativos financeiros de uma empresa, sejam esses positivos ou negativos.

O Brasil, em linha com as tendências mundiais do mercado, vem ganhando cada vez mais visibilidade em suas operações de M&A (BAIN AND COMPANY, 2022). Os últimos anos foram marcados por transações relevantes para o mercado brasileiro, mostrando consolidações por grandes empresas de diversos setores. Até maio de 2022, o número de transações havia aumentado 8% em relação ao ano anterior. (TAVERNARD, 2022)

Atualmente um dos principais *players* no mercado de varejo de vestuário brasileiro, o Grupo Soma iniciou suas operações em 2010, a partir da fusão entre as marcas de moda feminina Animale e Farm. Desde então, sua expansão tem sido expressiva; com a aquisição de outras 8 marcas que passaram a integrar o grupo, sendo a Cia. Hering a aquisição mais recente. Além das marcas, o Grupo Soma também possui a +SOMA, uma plataforma de marcas, e o SOMA Labs, que se dedica à aceleração de soluções digitais para as suas marcas e processos. O Grupo Soma possui planos de expansão inorgânica e estuda novas possíveis aquisições para 2023 (EXAME, 2022).

Em julho de 2020, o Grupo Soma realizou seu IPO e arrecadou cerca de R\$ 1,8 bilhões. Em março de 2022, menos de 2 anos após abrir seu capital, o Grupo Soma havia quadruplicado de tamanho; a compra da Cia. Hering teve seu papel nessa expansão, porém, também houve um “crescimento relevante das marcas que já estavam no portfólio” (EXAME,2022). No primeiro trimestre de 2022, o grupo atingiu uma receita de R\$ 1,2 bilhões, um crescimento de 56% quando comparado ao mesmo período de 2021. Além disso, o trimestre marcou a maior aquisição de clientes da Soma, atingindo 1,5 milhão de clientes (ex-Cia. Hering).

Com mais de 140 anos de experiência no mercado do varejo de moda, a Cia. Hering é uma organização multimarca, atendendo os seus consumidores através de três marcas: Hering, Hering Kids e DZARM. Com 5.300 colaboradores e 3.000 cidades atendidas, a Cia. Hering possui presença em todo o Brasil e na América Latina, posicionando-se como uma das principais varejistas da região (HERING, 2023).

Em 2007, a Cia. Hering tornou-se uma empresa listada na bolsa através de seu IPO na B3 - antiga BOVESPA. Curiosamente, no passado, a Cia. Hering considerou adquirir o Grupo Soma para “complementar seu portfólio”, enquanto enfrentava uma crise, entre 2014 e 2018 (INFOMONEY, 2021).

Antes de ser adquirida pelo Grupo Soma, em 2021, a Cia. Hering vinha enfrentando dificuldades há alguns anos. Entre 2012 e 2015, as vendas subiram em apenas 2 trimestres, enquanto caíram nos outros 10. Em 2015, sua ação atingiu o menor preço desde 2010, chegando a R\$ 12. (BRAZIL JOURNAL,2015). Tendo em vista esse cenário, em abril de 2021, a Cia. Hering aceitou ser incorporada pelo Grupo Soma em um *valuation* de R\$ 5,1 bilhões (MONEY TIMES, 2021).

A aquisição, que pode ser definida como horizontal, dado o posicionamento de mercado das marcas previamente à transação, marcou a consolidação do Grupo Soma como um grupo “do luxo ao básico” (BRAZIL JOURNAL,2021). O básico é representado, principalmente, pelas marcas da Cia. Hering, enquanto o luxo pelas marcas de *ticket* mais elevado do grupo, como a Animale. A aquisição marcou um momento revolucionário na Bolsa de Valores Brasileira, devido ao fechamento de capital da Cia. Hering e a incorporação de suas ações às do Grupo Soma.

Por trás da transação, existem diversos racionais de sinergias e análises SWOT. Em primeiro lugar, pode-se mencionar o aumento da percepção de valor da Cia. Hering, ao adentrar um grupo de *ticket* e segregação de clientes mais elevados. Além disso, as sinergias de produção e sua escalabilidade trarão benefícios como redução de custos e aumento das margens do Grupo (BRAZIL JOURNAL, 2021).

Apesar de muito se falar sobre análises financeiras de empresas de forma geral, principalmente para investimentos pessoais, há poucos estudos sobre os impactos financeiros em uma operação de M&A em livros e artigos mundo afora (AMIR; GHITTI, 2020). Diante deste questionamento, essa dissertação propõe-se a estudar os impactos financeiros em transação de aquisição de empresas respondendo às seguintes perguntas:

- O que é uma operação de M&A?
- Quais são os principais documentos contábeis a serem analisados em uma transação?
- Quais os principais indicadores financeiros a serem analisados em uma transação de M&A?
- Quais foram os principais impactos financeiros na transação entre Grupo Soma e Cia. Hering?

A fim de alcançar os objetivos acima propostos, a dissertação é composta com os seguintes capítulos: introdução; seguida pelo referencial teórico, que define os principais temas a serem abordados ao longo do estudo; o terceiro e o quarto capítulos se dedicam a analisar as empresas nos períodos pré- e pós-aquisição, respectivamente; o quinto capítulo introduz os resultados obtidos no estudo de caso; e, finalizando o estudo, as conclusões são expostas no sexto capítulo.

## **2. Referencial Teórico**

### **2.1. *Mergers & Acquisitions* (M&A)**

Um M&A – sigla em inglês para *mergers and acquisitions*, em português fusões e aquisições – é uma transação entre duas empresas de uma aquisição ou fusão entre elas. Um M&A ocorre principalmente visando aumentar o valor da empresa. No entanto, o aumento do *market-share*, a redução de custos de produção da operação e aumento de eficiência operacional, além de outras sinergias que possam existir entre as empresas presentes na transação, também são objetivos visados em uma transação (GITMAN, 2010).

#### **2.1.1. Fusão**

Uma fusão ocorre quando duas empresas se unem para formar uma terceira companhia totalmente nova, que, na maioria das vezes, incorpora todos os ativos e passivos das empresas preexistentes (GITMAN, 2010). Um exemplo desse tipo de transação é a fusão entre os bancos Itaú e Unibanco, formando uma nova empresa chamada Itaú Unibanco.

#### **2.1.2. Aquisição**

Uma aquisição é uma transação em que uma empresa adquire e incorpora as ações, passivos e ativos da outra (GITMAN, 2010). A transação estudada no presente artigo é um exemplo de aquisição em que o Grupo Soma incorporou as ações da Cia. Hering.

##### **2.1.2.1. Aquisição Horizontal**

Uma aquisição, ou fusão, horizontal ocorre quando as duas companhias envolvidas na operação atuam no mesmo setor e ramo de atividades (GITMAN, 2010). A aquisição da Cia. Hering pelo Grupo Soma se enquadra neste formato de transação, dado que disputavam o *market-share* do mercado de moda brasileiro.

##### **2.1.2.2. Aquisição Vertical**

Uma aquisição ou fusão é denominada vertical quando uma empresa adquire um fornecedor ou um cliente, de forma a se expandir em sua cadeia de negócios (GITMAN, 2010).

### **2.2. Demonstrativos Financeiros**

Para a análise financeira de empresas e operações de M&A, é necessário o uso de documentos contábeis importantes das companhias. Esses documentos são chamados de demonstrativos financeiros.

## **2.2.1. Principais Demonstrações Financeiras**

Ao longo da história da contabilidade, diversos documentos contábeis foram criados a fim de mostrar o desempenho financeiro de uma empresa. No entanto, para fins de análises empresariais, apenas alguns são utilizados.

### **2.2.1.1. Balanço Patrimonial**

De acordo com José Carlos Marion, o Balanço Patrimonial é a principal demonstração financeira de uma empresa, pois reflete a posição financeira em determinado momento (MARION, 2015).

O Balanço Patrimonial é composto por três principais grupos: ativo, passivo e patrimônio líquido. O ativo compreende os bens e direitos da empresa, como por exemplo seu caixa, estoque e contas a receber. Já o passivo inclui as obrigações da empresa, como salários, fornecedores e outras contas a pagar. Por fim, o patrimônio líquido inclui os recursos da empresa, sendo a sua principal conta o capital social da companhia (MARION, 2015).

### **2.2.1.2. Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)**

O demonstrativo de resultados, comumente chamado de DRE, apresenta a apuração do resultado de um exercício, indicando se houve lucro ou prejuízo (MARION, 2015). As principais contas deste documento são: receitas, custos e despesas.

### **2.2.1.3. Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)**

A demonstração de fluxo de caixa apresenta as saídas e entradas do caixa da empresa em determinado período. As movimentações estão divididas em atividades operacionais, atividades de financiamento e atividades de investimento (MARION, 2015).

### **2.2.1.4. Demonstrativos *Pro-forma***

As demonstrações financeiras *pro-forma* diferem dos demonstrativos históricos da empresa, sendo consolidados com ajustes realizados pela mesma e apresentado a potenciais investidores. Esse formato de apresentação dos demonstrativos é utilizado por empresas principalmente quando ocorrem transações relevantes de negócio a fim de apresentar as principais alterações, ajustes e impactos que ocorrem nos demonstrativos (OCPC, 2013).

### 2.3. Valuation

Existem diversos meios de estimar o valor de uma empresa, ou como comumente utilizado dentre os analistas do mercado financeiro, encontrar o *valuation* de uma empresa. Dentre os métodos mais utilizados, estão o método do fluxo de caixa descontado, a avaliação por múltiplos, o contábil/empresarial, entre outros (MARTELANC; PASIN; CAVALCANTI, 2005). Para fins de atingir o objetivo desse estudo, será realizado o *valuation* por fluxo de caixa descontado do Grupo Soma atualmente, pós aquisição da Cia. Hering.

#### 2.3.1. Fluxo de Caixa Descontado

O método do Fluxo de Caixa Descontado liga de forma direta o valor de uma empresa aos fluxos financeiros futuros da mesma e às épocas em que esses ocorrerão. Assim, traz-se os fluxos a valor presente refletindo o tempo e o risco associados à empresa. (MARTELANC; PASIN; CAVALCANTI, 2005).

O *valuation* a partir do fluxo de caixa descontado pode ser realizado a partir de dois métodos: (i) o Fluxo de Caixa Livre da Empresa (“FCFF”), em que os fluxos operacionais são descontados sem levar em conta os efeitos de empréstimos e financiamentos, e (ii) o Fluxo de Caixa Livre do Acionista (“FCFE”), em que são projetados os resultados financeiros e operacionais da empresa, levando em consideração suas dívidas (MARTELANC; PASIN; CAVALCANTI, 2005).

##### 2.3.1.1. Taxa de Desconto (WACC)

Para estimar o valor da empresa através do método do Fluxo de Caixa Livre da Empresa e trazê-lo a valor presente, os fluxos de caixa são descontados a partir de uma taxa de retorno chamada Custo Médio Ponderado de Capital, o WACC (do inglês *Weighted Average Cost Of Capital*). O WACC é obtido através da ponderação das fontes do patrimônio presente na estrutura de capital da empresa (GITMAN, 2010). Assim, para avaliação de empresas, comumente o WACC é obtido através da equação 2.1.

$$WACC = Ke \times \frac{E}{E + D} + Kd \times \frac{D}{E + D}$$

Equação 2.1 - Fórmula do WACC

em que:

- $Ke$  → custo do capital próprio (*Cost of Equity*);
- $E$  → Valor do Capital Próprio;
- $D$  → Valor do Capital de terceiros;

- $K_d \rightarrow$  *Custo do Capital de Terceiros (Cost of Debt)*;

#### **2.3.1.1.1. Custo do Capital Próprio**

O custo de capital próprio reflete a taxa mínima necessária para atrair um investidor ao aporte ou investimento interno. O método mais comumente utilizado para avaliação do custo de capital é o *Capital Asset Pricing Model*, o CAPM. A partir do CAPM, encontra-se o retorno esperado do ativo através da soma do retorno de um ativo livre de risco e um prêmio atrelado ao risco do ativo em questão (MARTELANC; PASIN; CAVALCANTI, 2005). A equação 2.2 apresenta o método do CAPM.

$$Re = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$$

Equação 2.2 – Método CAPM

*em que:*

- $Re \rightarrow$  *retorno esperado do ativo*;
- $Rf \rightarrow$  *retorno do ativo livre de risco*;
- $\beta \rightarrow$  *beta do ativo*;
- $Rm \rightarrow$  *retorno do mercado*;

Para a taxa livre de risco, é considerado o retorno de um ativo com pouco risco atrelado ao compromisso de pagamento daquele título. Exemplos para esse ativo são tesouros de governos. O prêmio de risco de mercado é a diferença entre as taxas de retorno esperadas do mercado e do ativo livre de risco, sendo esse o prêmio pela incerteza atrelada ao ativo. Por fim, o beta é o coeficiente de risco de uma empresa e sua ação e está relacionado a um índice de mercado que representa o mercado acionário (MARTELANC; PASIN; CAVALCANTI, 2005).

#### **2.3.1.1.2. Custo do Capital de Terceiros**

A segunda variável do WACC é o custo do capital de terceiros, ou seja, o custo relativo à captação de capital com terceiros, como empréstimos e financiamentos com bancos. Existem algumas formas de estimar o custo do capital de terceiros de uma empresa, como por exemplo por modelo de crédito, média ponderada das dívidas existentes da companhia ou por meio de títulos de dívida da companhia que estejam em circulação no mercado de capitais (SERRA; WICKERT, 2021).

Além disso, é necessário retirar do custo do capital de terceiros a alíquota do imposto de renda, uma vez que os juros pagos por esse capital diminuem o lucro sobre o qual incidirá o IR. Assim, o custo resultante da dívida é calculado a partir da equação 2.3.

$$Kd = \text{custo da dívida} \times (1 - \%IR)$$

Equação 2.3 – Custo do Capital de Terceiros

em que:

- $Kd$  → custo do capital de terceiros;
- $\%IR$  → alíquota do imposto de renda do país do ativo;

Para fins do estudo, o custo do capital de terceiros foi realizado através da média ponderada das dívidas existentes do Grupo Soma.

### 2.3.1.2. Valor da Empresa

Após definida a taxa de desconto, o valor da empresa (*enterprise value*) a ser comparado com o valor do Grupo Soma e Cia Hering pré-aquisição será dado pela soma dos fluxos de caixa descontado do período projetivo com o valor terminal, conforme equação 2.4.

$$EV = \sum_{i=0}^n FCD + VT$$

Equação 2.4 - Valor da Empresa

em que:

- $EV$  → valor da empresa (*enterprise value*);
- $FCD$  → fluxo de caixa descontado;
- $VT$  → Valor Terminal;

Já para fins de comparação com o atual valor de mercado da empresa, será utilizado o valor do acionista (*equity value*). Esse é obtido através da soma do *enterprise value* com a dívida líquida da empresa, conforme equação 2.5.

$$\text{Equity Value} = EV + \text{caixa} - \text{dívida}$$

Equação 2.5 - Equity Value

#### 2.3.1.2.1. Valor Terminal

Para fins de avaliação da operação, após o fim do fluxo de caixa do período projetivo, é calculado o valor terminal da empresa, ou seja, o valor que reflita o valor estimado da empresa no momento final do período projetivo. Assim, assume-se que a companhia seguirá operando por período indeterminado (DAMODARAN, 1957). A equação 2.6 apresenta o cálculo do valor terminal.

$$VT_n = \frac{FCD_n * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Equação 2.6 - Valor Terminal

*em que:*

- $VT_n \rightarrow$  valor terminal do período  $n$ ;
- $FCD_n \rightarrow$  fluxo de caixa descontado do período  $n$ ;
- $g \rightarrow$  crescimento da empresa na perpetuidade;

## **2.4. O Setor de Varejo no Brasil**

O varejo é um setor para o qual não há uma classificação específica realizada por órgãos públicos ou pelo setor acadêmico. Ele engloba o comércio de produtos alimentícios e não-alimentícios – como supermercados, lojas de conveniência e lojas de departamento (BNDES, 1997).

### **2.4.1. Principais *Players***

De acordo com o Valor 1000, ranking realizado pelo jornal Valor Econômico que indica as maiores empresas por setor no Brasil, as 5 maiores empresas do comércio varejista são: Grupo Carrefour, GPA – Grupo Pão de Açúcar, Assaí, Magazine Luíza e Via (antiga Via Varejo) (VALOR1000, 2022).

Analisando especificamente o setor de moda no Brasil, as principais empresas brasileiras listadas na Bolsa são: Lojas Renner, Arezzo, Grupo Soma, Guarapes e C&A (TRADEMAP, 2022).

## **2.5. IPO**

Um IPO - sigla em inglês para *Initial Public Offering*, em português Oferta Pública Inicial - é quando, após a sua abertura de capital, a empresa passa a negociar suas ações em uma bolsa de valores (PWC, 2011).

### **3. Análise das Empresas Pré-Aquisição**

A fim de analisar o ganho ou perda de valor vindo da operação de compra da Cia. Hering por parte do Grupo Soma, neste capítulo será realizada uma análise de cada empresa individualmente no período pré-transação.

#### **3.1. Grupo Soma**

O Grupo Soma foi fundado em 2010 a partir da fusão das marcas de moda feminina Farm e Animale (GRUPO SOMA, 2022). Desde então, o Grupo Soma vem realizando diversas operações de M&A a fim de atingir um público mais diversos através de suas marcas.

##### **3.1.1. Atividade de M&A do Grupo Soma**

O histórico de M&A do Grupo Soma teve início em 2015, com a aquisição da marca de moda masculina Foxton. Em 2016, a marca Cris Barros ingressou ao grupo através da aquisição de participação societária na Wardrobe, que, posteriormente, foi integralmente adquirida. Em 2020, adquiriu a marca Maria Filó. Já em 2021, após seu IPO, adquiriu as marcas NV e Cia. Hering (GRUPO SOMA, 2022).

Além de seu histórico de M&A, o Grupo Soma também é ativo na fundação e criação de novas marcas. Em 2008, foi criada a Fábula, marca de moda infantil criada em 2008. Já em 2011, foi criada a FYI, com foco em roupas mais modernas para o público feminino jovem, e teve suas operações descontinuadas em 2020. OFF Premium, focada no *outlet online* das marcas do grupo, e Animale ORO, a marca de joias do grupo (GRUPO SOMA, 2022).

Também com foco na aceleração de novos negócios, o Grupo Soma criou em 2021 a Soma Ventures, que investe em marcas sem impactos no portfólio atual do grupo. A Soma Ventures teve seu primeiro investimento na marca Lauf em março de 2020 (GRUPO SOMA, 2022).

##### **3.1.2. Composição Acionária**

O Grupo Soma possui 784.747.373 ações ordinárias em seu capital social (GRUPO SOMA, 2023). Esse total de ações é dividido em três grandes grupos: (i) controladores, (ii) administradores, e (iii) ações em circulação.

As ações em circulação são referentes às ações disponibilizadas para compra e venda na Bolsa de Valores. Esse grupo tem como principal investidor o Opportunity, banco brasileiro sediado na cidade do Rio de Janeiro, com 6,51% das ações.

### 3.1.3. Histórico de Resultados

Conforme apresentado na seção 3.1.1, o Grupo Soma, até abril de 2021, era composto por 9 marcas: Animale, Cris Barros, Fábula, Farm, Farm Global, Foxton, Maria Filó, NV – a partir do primeiro trimestre de 2021 –, OFF Premium, FYI e A.Brand – as duas últimas descontinuadas em 2020 e 2021, respectivamente. Na Tabela 3.1, é apresentada a evolução do faturamento do Grupo Soma por marca.

Tabela 3.1 - Evolução da Receita por Marca Grupo Soma

<b>Valores Expressos em BRLMM</b>	<b>2019</b>	<b>% Receita</b>	<b>2020</b>	<b>% Receita</b>
Farm	630,2	40,7%	614,4	41,9%
Animale	502,3	32,4%	398,0	27,1%
Farm Global	29,5	1,9%	95,2	6,5%
Maria Filó	-	NA	90,7	6,2%
Cris Barros	106,1	6,8%	75,0	5,1%
NV	-	NA	-	NA
Fábula	48,6	3,1%	46,9	3,2%
OFF Premium	112,2	7,2%	75,1	5,1%
Foxton	38,7	2,5%	36,4	2,5%
Marcas descontinuadas (FYI + A.Brand)	81,4	5,3%	34,8	2,4%
<b>Receita Total</b>	<b>1.549,0</b>		<b>1.466,5</b>	

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores

A partir da análise da tabela 3.1, é possível perceber que, ao longo dos dois anos anteriores à transação, a marca Farm teve participação relevante na receita bruta total do Grupo Soma, sendo responsável por 42% do total no primeiro trimestre de 2021. Além disso, percebe-se que as marcas descontinuadas ao longo dos últimos anos também não tinham papel relevante no faturamento total.

A fim de realizar uma análise do Grupo Soma previamente à transação com a Cia. Hering, é necessário analisar também a evolução de diversos dados financeiros do Grupo, como faturamento, margem bruta, EBITDA e margem líquida, além da evolução do seu valor de mercado. A Tabela 3.2 apresenta a evolução das componentes do demonstrativo de resultados do Grupo Soma nos dois anos anteriores à transação.

Tabela 3.2 - DRE Anual Grupo Soma

<b>Valores Expressos em BRLMM</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.021</b>	<b>1.082</b>	<b>1.304</b>	<b>1.244</b>
(-) Custo dos Bens/Serviços Vendidos	(370)	(393)	(442)	(487)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>651</b>	<b>689</b>	<b>862</b>	<b>757</b>
<i>% Margem Bruta</i>	63,8%	63,7%	66,1%	60,9%
(-/+ Despesas/Receitas Operacionais)	(553)	(584)	(648)	(747)
<b>EBITDA</b>	<b>98</b>	<b>105</b>	<b>214</b>	<b>10</b>
<i>% Margem EBITDA</i>	9,6%	9,7%	16,4%	0,8%
(-) D&A	(19)	(20)	(65)	(95)
<b>EBIT</b>	<b>79</b>	<b>85</b>	<b>149</b>	<b>(85)</b>
<i>% Margem EBIT</i>	7,7%	7,8%	11,5%	-6,8%
(+/-) Resultado Financeiro	(26)	(12)	(9)	(103)
<b>EBT</b>	<b>53</b>	<b>73</b>	<b>140</b>	<b>(188)</b>
<i>% Margem EBT</i>	5,2%	6,7%	10,8%	-15,1%
(-) IRPJ/CSLL	(4)	13	(13)	118
<b>Lucro (Prejuízo) do Período</b>	<b>49</b>	<b>86</b>	<b>127</b>	<b>(70)</b>
<i>% Margem Líquida</i>	4,8%	7,9%	9,7%	-5,6%

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores

Para que seja possível a comparação entre bases comparáveis, é apresentada na Tabela 3.3 a evolução do primeiro trimestre dos anos de 2019, 2020 e 2021 do Grupo Soma.

Tabela 3.3 - DRE Trimestral Grupo Soma

<b>Valores Expressos em BRLMM</b>	<b>1T2019</b>	<b>1T2020</b>	<b>1T2021</b>
<b>Receita Líquida de Venda de Bens e/ou Serviços</b>	<b>293</b>	<b>295</b>	<b>354</b>
(-) Custo dos Bens/Serviços Vendidos	(113)	(120)	(125)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>181</b>	<b>174</b>	<b>229</b>
<i>% Margem Bruta</i>	61,6%	59,1%	64,6%
(-/+ Despesas/Receitas Operacionais)	(141)	(203)	(205)
<b>EBITDA</b>	<b>40</b>	<b>(29)</b>	<b>23</b>
<i>% Margem EBITDA</i>	13,5%	-9,9%	6,6%
(-) D&A	(16)	(15)	(21)
<b>EBIT</b>	<b>24</b>	<b>(45)</b>	<b>3</b>
<i>% Margem EBIT</i>	8,1%	-15,1%	0,8%
(+/-) Resultado Financeiro	(0)	(14)	(5)
<b>EBT</b>	<b>23</b>	<b>(58)</b>	<b>(2)</b>
<i>% Margem EBT</i>	7,9%	-19,8%	-0,5%
(-) IRPJ/CSLL	3	15	17
<b>Lucro (Prejuízo) do Período</b>	<b>26</b>	<b>(43)</b>	<b>15</b>
<i>% Margem Líquida</i>	8,8%	-14,8%	4,2%

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores

A partir da análise da DRE do Grupo Soma, é possível perceber que a empresa foi severamente impactada no ano de 2020, em que ocorreu a pandemia do COVID-19. No entanto, no primeiro trimestre de 2021, a receita do Grupo Soma apresentou um crescimento de 20,1% frente ao mesmo período do ano anterior. Além disso, a margem EBITDA do Grupo Soma, que reflete o lucro operacional antes de impostos, taxas e depreciação e amortização, teve um aumento de 180% nesse mesmo período, indicando potencial recuperação após um período de crise.

Assim, nota-se que o Grupo Soma, no período antes da transação, estava em um processo de recuperação de seus resultados após um ano de quedas devido ao cenário global de pandemia.

Para concluir a análise do Grupo Soma previamente à transação, é necessário analisar o seu valor de mercado, também denominado como *Market Cap*, que, para fins de avaliação do trabalho, será considerado como o valor do Grupo Soma pré-aquisição da Cia. Hering, em abril de 2021. No Gráfico 3.1 é apresentada a evolução do valor da ação e do *Market Cap* do Grupo Soma entre julho de 2020 e abril de 2021, a partir dos dados retirados da plataforma Capital IQ.

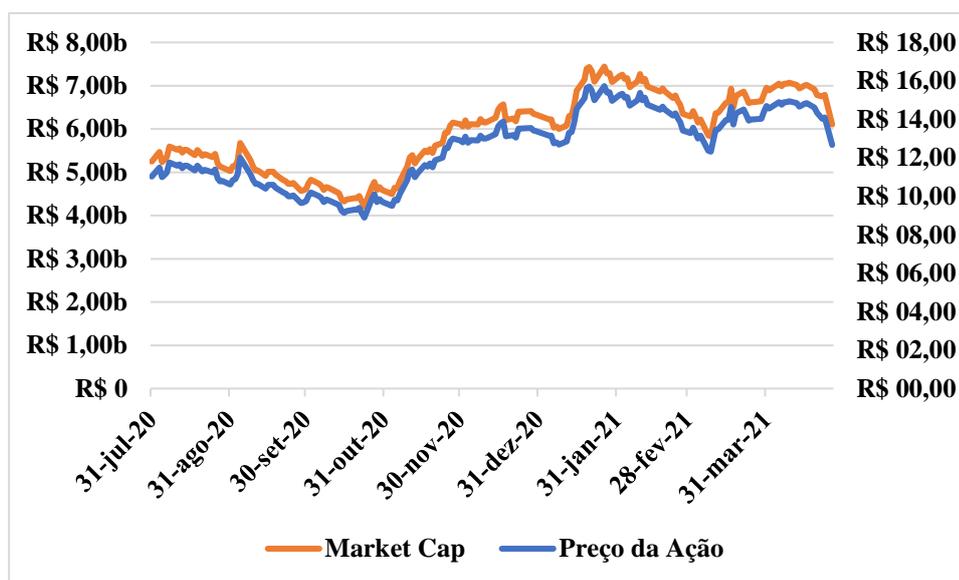


Gráfico 3.1 - Preço da Ação x *Market Cap* - Grupo Soma

Fonte: Elaboração Própria

A partir da análise do Gráfico 3.1, observa-se, com a reabertura de *shoppings* e lojas e retorno dos hábitos de consumo após o decreto de *lockdown* no início de 2020, a partir do segundo semestre de 2020 o Grupo Soma passou a aumentar seu valor.

Para fins de avaliação, será considerado como valor do Grupo Soma previamente à transação a média do *market cap* dos 6 meses prévios à aquisição da Cia. Hering. Essa metodologia será utilizada para descartar possíveis ruídos referentes a reações e especulações do mercado que possam ter levado a variações e volatilidades de um dia específico. Assim, o valor do Grupo Soma em abril de 2021 considerado na avaliação foi de R\$ 6,37 bilhões – média do *market cap* entre 27 de outubro de 2020 e 26 de abril de 2021.

### **3.2. Cia Hering**

Fundada em 1880, a Cia Hering é uma das mais antigas empresas brasileiras ativas. Atualmente, é formada por 3 marcas: Hering, Hering Kids e DZARM. A PUC, que era a 4ª marca do grupo, foi descontinuada no começo de 2020 (HERING, 2023).

Em 2021, foi adquirida pelo Grupo Soma. Um dos objetivos dessa operação era utilizar o *know-how* e experiência do Grupo Soma para impulsionar a Cia Hering e suas vendas, além de ampliar seu mercado endereçável (GRUPO SOMA, 2021).

#### **3.2.1. Problemas enfrentados antes da operação com o Grupo Soma**

A Cia Hering, há alguns anos, estava estagnada em relação a crescimento, o que tornou potenciais investidores céticos em relação à companhia. Em janeiro de 2020, as ações da Cia. Hering caíram 12,6% na bolsa, o que significou uma perda de R\$600 milhões em valor de mercado (INFOMONEY, 2020). O desempenho aquém do esperado nas vendas de dezembro, que tem grande impacto para a companhia, pois representam 22% dos resultados anuais, junto com o ceticismo dos investidores, foram os principais motivos para tal acontecimento (INFOMONEY, 2020).

Além disso, a Cia. Hering tinha dificuldades para crescer no mercado digital. Com um *ticket* médio muito baixo, que não permitia a companhia cobrir os custos com frete, e constantes atrasos nas entregas aos clientes, fruto de uma má gestão logística, a Cia. Hering recebia diversas reclamações e os clientes estavam desencorajados a comprar de forma online (FUSÕES&AQUISIÇÕES, 2022).

Outro grande problema era o de abastecimento de lojas, que sofriam com atrasos de, em média, 27 dias na entrega de produtos. O principal motivo para os atrasos era sua baixa capacidade de produção.

#### **3.2.2. Composição acionária**

Previamente à incorporação pelo Grupo Soma, a Cia Hering possuía 162.533.937 ações ordinárias em seu capital social. (BM&FBOVESPA, 2021). O principal investidor era a Atmos Capital, uma gestora de recursos, com 10,3% dessas ações.

#### **3.2.3. Histórico de Resultados**

Com o intuito de analisar quantitativamente a Cia Hering antes da operação com o Grupo Soma, é necessário olhar para seus dados e indicadores financeiros. Na Tabela 3.4 está apresentada a evolução de faturamento da companhia, segregado por marca.

Tabela 3.4 - Evolução Faturamento por marca Cia Hering

<b>Valores Expressos em BRLMM</b>	<b>2017</b>	<b>% Receita</b>	<b>2018</b>	<b>% Receita</b>	<b>2019</b>	<b>% Receita</b>	<b>2020</b>	<b>% Receita</b>
Hering	1.321,3	71,7%	1.319,3	73,0%	1.348,7	74,3%	1.131,6	88,9%
Hering Kids	243,5	13,2%	230,2	12,7%	237,2	13,1%	-	NA
PUC (descontinuada)	120,1	6,5%	105,4	5,8%	87,9	4,8%	-	NA
DZARM.	71,5	3,9%	73,2	4,1%	76,0	4,2%	63,1	5,0%
Outras	35,0	1,9%	29,0	1,6%	23,8	1,3%	53,4	4,2%
Mercado externo	50,3	2,7%	49,6	2,7%	42,1	2,3%	24,3	1,9%
<b>Receita Total</b>	<b>1.841,6</b>		<b>1.806,8</b>		<b>1.815,6</b>		<b>1.272,4</b>	

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores

Analisando a Tabela 3.4, é possível perceber que, historicamente, a marca Hering teve participação majoritária na receita bruta total da companhia, sendo essa de pelo menos 70% do total. Cabe destacar que o faturamento da Hering Kids, a partir do primeiro trimestre de 2020, foi incorporado ao da Hering.

Ao longo dos anos, a venda para o mercado externo não teve papel relevante no faturamento total, assim como as outras fontes de receita, que inclui a venda de itens de segunda linha, sobras e a, a partir de 2020, receita da PUC.

Dando continuidade à análise da Cia Hering antes da operação com o Grupo Soma, outros indicadores financeiros que são importantes e devem ser analisados são a margem bruta e líquida, EBITDA e o valor de mercado da companhia. Para isso, na Tabela 3.5 é apresentada a evolução do DRE anual da empresa.

Tabela 3.5 - DRE Anual Cia Hering

<b>Valores Expressos em BRLMM</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.562,3</b>	<b>1.539,6</b>	<b>1.549,2</b>	<b>1.073,5</b>
(-) Custo dos Bens/Serviços Vendidos	(872,3)	(883,6)	(870,5)	(653,9)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>690,0</b>	<b>656,0</b>	<b>678,6</b>	<b>419,6</b>
% Margem Bruta	44,2%	42,6%	43,8%	39,1%
(-/+ Despesas/Receitas Operacionais	457,6)	(427,8)	(448,2)	(284,2)
<b>EBITDA</b>	<b>232,4</b>	<b>228,1</b>	<b>230,4</b>	<b>135,4</b>
% Margem EBITDA	14,9%	14,8%	14,9%	12,6%
(-) D&A	(32,7)	(30,2)	(54,2)	(54,2)
<b>EBIT</b>	<b>199,7</b>	<b>198,0</b>	<b>176,2</b>	<b>81,2</b>
% Margem EBIT	12,8%	12,9%	11,4%	7,6%
(+/-) Resultado Financeiro	79,1	37,2	32,7	183,4
<b>EBT</b>	<b>278,9</b>	<b>235,2</b>	<b>208,9</b>	<b>264,6</b>
% Margem EBT	17,8%	15,3%	13,5%	24,7%
(-) IRPJ/CSLL	(15,1)	4,4	5,8	78,4
<b>Lucro (Prejuízo) do Período</b>	<b>263,8</b>	<b>239,5</b>	<b>214,7</b>	<b>343,0</b>
% Margem Líquida	16,9%	15,6%	13,9%	32,0%

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores

A partir da análise do DRE, percebe-se que a margem bruta da Cia Hering ao longo dos anos estava na faixa dos 40%. Além disso, nos anos analisados, sua margem líquida sempre esteve maior que 10%, já alta para varejistas. Por fim, é importante destacar que, nos períodos considerados, a empresa obteve lucro.

A Tabela 3.6 compara os resultados da companhia no primeiro trimestre desde 2017 até o período pré-transação, 2021.

Tabela 3.6 - DRE Trimestral Cia Hering

<b>Valores Expressos em BRLMM</b>	<b>1T2017</b>	<b>1T2018</b>	<b>1T2019</b>	<b>1T2020</b>	<b>1T2021</b>
<b>Receita Líquida</b>	<b>328,5</b>	<b>343,8</b>	<b>373,9</b>	<b>272,1</b>	<b>285,1</b>
(-) Custo dos Bens/Serviços Vendidos	(193,3)	(203,6)	(211,6)	(162,8)	(175,1)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>135,2</b>	<b>140,2</b>	<b>162,3</b>	<b>109,3</b>	<b>110,0</b>
% Margem Bruta	41,2%	40,8%	43,4%	40,2%	38,6%
(-/+ Despesas/Receitas Operacionais	(99,7)	(102,5)	(113,6)	(106,8)	(103,0)
<b>EBITDA</b>	<b>35,4</b>	<b>37,7</b>	<b>48,8</b>	<b>2,6</b>	<b>6,9</b>
% Margem EBITDA	10,8%	11,0%	13,0%	0,9%	2,4%
(-) D&A	(7,5)	(7,3)	(12,9)	(13,6)	(13,6)
<b>EBIT</b>	<b>27,9</b>	<b>30,5</b>	<b>35,8</b>	<b>(11,1)</b>	<b>(6,7)</b>
% Margem EBIT	8,5%	8,9%	9,6%	-4,1%	-2,4%
(+/-) Resultado Financeiro	12,6	8,5	7,0	5,7	24,7
<b>EBT</b>	<b>40,5</b>	<b>38,9</b>	<b>42,8</b>	<b>(5,4)</b>	<b>18,0</b>
% Margem EBT	12,3%	11,3%	11,5%	-2,0%	6,3%
(-) IRPJ/CSLL	(2,7)	(4,6)	3,9	10,5	1,7
<b>Lucro (Prejuízo) do Período</b>	<b>37,8</b>	<b>34,3</b>	<b>46,7</b>	<b>5,0</b>	<b>19,8</b>
% Margem Líquida	11,5%	10,0%	12,5%	1,9%	6,9%

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

Torna-se evidente que, assim como o Grupo Soma, a Cia Hering sofreu um impacto no primeiro trimestre de 2020, devido a pandemia do COVID-19. Comparando esse período com o mesmo período de 2019, percebe-se uma redução de 27% na receita líquida e de 89% no lucro líquido. Ademais, nota-se que, antes de 2019, a receita não sofreu variação relevante.

Por último, a evolução de seu valor de mercado, *Market Cap*, e do preço de sua ação serão analisados. O Gráfico 3.2 mostra essas evoluções a partir de dados disponíveis na plataforma do Capital IQ.

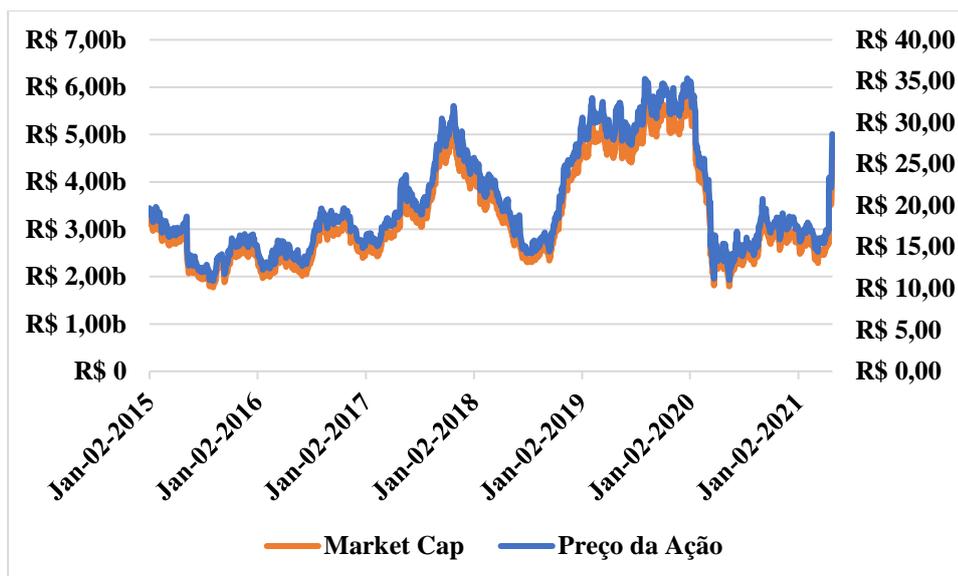


Gráfico 3.2 - Preço da Ação x Market Cap – Cia Hering

Fonte: Elaboração Própria

A partir da análise do Gráfico 3.2, é possível perceber que a Cia. Hering vivenciou uma queda significativa no preço de sua ação e no seu valor de mercado no primeiro trimestre de 2020, devido à pandemia. Depois de um período de estabilidade após a queda, em abril de 2021 o preço da ação teve um grande crescimento. Nesse período houve uma grande especulação de venda da empresa após uma oferta de compra da Cia. Hering no valor de R\$ 3,3 bilhões por parte da Arezzo (SEU DINHEIRO, 2021), oferta que não foi aceita pela Cia. Hering.

Diferentemente do Grupo Soma, para fins de avaliação, o valor da Cia. Hering considerado para o estudo será o valor pago pelo Grupo Soma na transação. Assim, o valor da Cia. Hering a ser utilizado é de R\$ 5,1 bilhões (VALOR ECONÔMICO, 2021).

## 4. Análise das Empresas Pós-Aquisição

### 4.1. Análise dos Resultados Financeiros

A fim de continuar o estudo acerca do impacto da operação entre Grupo Soma e Cia. Hering, neste capítulo será feita uma análise dos resultados financeiros do Grupo Soma, de forma consolidada, no período pós aquisição. Para isso, a Tabela 4.1 compara os resultados da companhia nos anos de 2021 e 2022.

Tabela 4.1 - DRE Grupo Soma Consolidado

<b>Valores Expressos em BRLMM</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>Receita Bruta</b>	<b>4.290,8</b>	<b>5.649,6</b>
1. Grupo Soma	2.441,4	3.319,2
2. Cia. Hering	1.849,4	2.330,4
(-) Deduções	(619)	(779,1)
<b>(=) Receita Líquida</b>	<b>3.671,8</b>	<b>4.870,5</b>
(-) Custo dos Bens/Serviços Vendidos	(1.686,3)	(2.110,4)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>1.985,5</b>	<b>2.760,1</b>
% Margem Bruta	54,1%	56,7%
(+/-) Despesas/Receitas Operacionais	<b>(1.688,0)</b>	<b>(2.050,2)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>297,5</b>	<b>709,9</b>
% Margem EBITDA	8,1%	14,6%
(-) D&A	(166,9)	(231,2)
<b>EBIT</b>	<b>130,6</b>	<b>446,9</b>
% Margem EBIT	3,6%	9,2%
(+/-) Resultado Financeiro	5,8	(163,4)
<b>EBT</b>	<b>136,4</b>	<b>283,5</b>
% Margem EBT	3,7%	5,8%
IRPJ/CSLL	158,3	51,7
<b>Lucro Líquido</b>	<b>294,7</b>	<b>335,2</b>
% Margem Líquida	8,0%	6,9%

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

Analisando a Cia. Hering separadamente, pode perceber-se que, no ano seguinte ao que foi adquirida, ela apresentou um aumento de 26,0% em sua receita bruta e teve um papel relevante no faturamento total do Grupo Soma, visto que sua receita representou 41% da receita total da companhia em 2022.

Ademais nota-se que, em 2022, o Grupo Soma apresentou alta de 31,7% em seu faturamento e de 13,7% em seu lucro líquido, quando comparados com o ano anterior.

### 4.2. Valuation – Discounted Cash Flow

A fim de encontrar o valor justo do Grupo Soma atualmente e compará-lo com o valor consolidado pré-transação, encontrado no capítulo 3, será realizado um *valuation* da companhia pelo método de fluxo de caixa descontado (*discounted cash flow*).

#### **4.2.1. Projeções do Fluxo de Caixa**

Conforme explicitado na seção 2.3.1, o método de avaliação econômico-financeira do Grupo Soma será o Fluxo de Caixa Descontado de forma a encontrar o Fluxo de Caixa Livre da Empresa (*Free Cash Flow to the Firm – FCFF*). Desta forma, será necessário projetar o resultado operacional da companhia antes dos impostos e resultado financeiro (EBIT), o CAPEX necessário ao longo do período projetivo e seu capital de giro (*Working Capital – WK*).

Como base para as projeções financeiras, foram analisadas as demonstrações financeiras da Companhia após aquisição, ou seja, dos anos de 2021 e 2022. A partir desses demonstrativos, foram projetados os resultados da Companhia para o período que se compreende entre 2023 e 2027.

##### **4.2.1.1. Projeções da Receita Líquida**

A receita bruta do Grupo Soma é proveniente das 10 marcas pertencentes ao grupo (Animale, Cris Barros, Fábula, Farm, Farm Global, Foxtton, Maria Filó, NV, Off Premium e Cia. Hering). O mercado brasileiro representa aproximadamente 91% da receita do Grupo Soma, no qual estão presentes 9 marcas do grupo. A recente expansão para os mercados norte-americano e europeu através da Farm Global é o ponto chave de crescimento da companhia.

Dessa forma, a fim de refletir a visão atual do Grupo Soma, as projeções de receita foram realizadas em dois grupos distintos: (i) Receita de Vendas para o Mercado Interno e (ii) Receita de Vendas para Mercado Externo. Para ambos os grupos, foram consideradas projeções de crescimento das lojas e da receita média por loja, conforme detalhado a seguir.

##### **4.2.1.1.1. Projeções de Receita de Vendas para o Mercado Interno**

As receitas provenientes das vendas do mercado interno são referentes às marcas Animale, Cris Barros, Fábula, Farm, Foxtton, Maria Filó, NV, Off Premium e Cia. Hering, que somaram R\$ 5,2 bilhões a partir de 1.091 lojas no Brasil em 2023 (GRUPO SOMA, 2023).

O Grupo Soma projeta anualmente a abertura de 15 a 20 novas lojas para suas marcas voltadas ao mercado brasileiro. Assim, foi considerada para 2023 a abertura da média entre as faixas projetadas pela companhia, resultando em 18 novas lojas nesse período. Ao longo do período projetivo, foi considerada uma suavização linear na abertura de novas lojas até alcançar a abertura de 15 novas lojas em 2026, uma vez que o Grupo Soma alcançará uma maior parcela de seu público-alvo, se consolidando no mercado e, conseqüentemente, com menos margem para aberturas de novas lojas. Por fim, em 2027, foi considerado o crescimento do número de lojas de acordo com o crescimento projetado do PIB brasileiro para esse ano (BACEN, 2023).

Já para a segunda componente da projeção de receita, foi considerado o crescimento alinhado ao IPCA (inflação brasileira) projetado pelo Banco Central para a receita por loja ao longo de todo o período projetivo.

A tabela 4.2 apresenta a projeção de receita de vendas para o mercado interno.

Tabela 4.2 - Projeção de Receita - Mercado Interno

		Histórico		Projeção				
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Receita - Mercado Interno</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>4.019</b>	<b>5.159</b>	<b>5.560</b>	<b>5.880</b>	<b>6.202</b>	<b>6.535</b>	<b>6.920</b>
% Crescimento	[%]	NA	28,4%	7,8%	5,7%	5,5%	5,4%	5,9%
Lojas - Mercado Interno	[#]	1.074	1.091	1.109	1.126	1.142	1.157	1.178
Novas Lojas	[#]	NA	17	18	17	16	15	21
Receita por Loja	[R\$'000]	4	5	5	5	5	6	6
% Crescimento	[%]	NA	26,4%	6,0%	4,2%	4,0%	4,0%	4,0%

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

#### 4.2.1.1.2. Projeções de Receita de Vendas para o Mercado Externo

A receita relacionada ao mercado externo é proveniente inteiramente da marca Farm Global pertencente ao Grupo Soma. Em 2022, a Farm Global atingiu uma receita de R\$ 491,0 milhões através de 3 lojas. Uma vez que o mercado externo é o ponto chave para o crescimento da receita do grupo nos próximos anos, foi considerado um crescimento mais agressivo ao do mercado interno, conforme detalhado a seguir.

O Grupo Soma projeta para 2023 a abertura de, em média, 10 lojas na Europa e nos EUA. Assim, foi considerado que a companhia atingirá a meta e abrirá dez novas lojas no período. A partir de 2024, foi considerado um crescimento linear até alcançar o mesmo número de abertura de novas lojas considerado para o mercado interno em 2026. Para 2027, foi considerado o crescimento do número de lojas conforme projeção do crescimento do PIB Global para esse ano, projetado pela equipe macroeconômica do Itaú BBA (ITAÚ BBA, 2023).

Para a receita média por loja, foi considerado o crescimento conforme média simples entre o crescimento da inflação projetada pela equipe macroeconômica do Itaú BBA para os EUA e para a Europa, conforme descrito na tabela 4.3 (ITAÚ BBA, 2023).

Tabela 4.3 - Cálculo da Média Simples de Inflação

		Projeção				
		2023	2024	2025	2026	2027
<b>Inflação - Global</b>	[%]	<b>2,7%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,3%</b>
Inflação - EUA	[%]	3,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Inflação - Europa	[%]	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Fonte: (ITAÚ BBA, 2023). Adaptado pelos Autores.

A tabela 4.4 apresenta a projeção de receita de vendas para o mercado externo.

Tabela 4.4 - Projeção de Receita - Mercado Externo

		Histórico		Projeção				
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Receita - Mercado Externo</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>272</b>	<b>491</b>	<b>2.186</b>	<b>4.298</b>	<b>6.857</b>	<b>9.710</b>	<b>10.115</b>
% Crescimento	[%]	NA	80,7%	345,2%	96,6%	59,5%	41,6%	4,2%
Lojas - Mercado Externo	[#]	2	3	13	25	39	54	55
Novas Lojas	[#]	NA	1	10	12	14	15	1
Receita por Loja	[R\$'000]	136	164	168	172	176	180	184
% Crescimento	[%]	NA	20,5%	2,7%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

#### 4.2.1.1.3. Projeções de Deduções da Receita

As deduções da receita do Grupo Soma são divididas em dois grupos: Impostos sobre Vendas e Devoluções. As projeções de ambas as linhas de deduções da receita consideraram a manutenção da taxa de percentual da receita bruta realizada em 2022, conforme detalhamento presente na tabela 4.5.

Tabela 4.5 - Deduções da Receita Bruta

		Histórico		Projeção				
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Receita Bruta</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>3.490</b>	<b>5.650</b>	<b>7.746</b>	<b>10.178</b>	<b>13.059</b>	<b>16.245</b>	<b>17.034</b>
<b>(-) Deduções da Receita</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>(699)</b>	<b>(1.050)</b>	<b>(1.440)</b>	<b>(1.892)</b>	<b>(2.427)</b>	<b>(3.019)</b>	<b>(3.166)</b>
(-) Impostos Sobre Vendas	[R\$'000]	(476)	(779)	(1.068)	(1.403)	(1.801)	(2.240)	(2.349)
% ROB	[%]	-13,6%	-13,8%	-13,8%	-13,8%	-13,8%	-13,8%	-13,8%
(-) Devoluções	[R\$'000]	(222)	(271)	(372)	(488)	(626)	(779)	(817)
% ROB	[%]	-6,4%	-4,8%	-4,8%	-4,8%	-4,8%	-4,8%	-4,8%
<b>Receita Líquida</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>2.792</b>	<b>4.600</b>	<b>6.306</b>	<b>8.286</b>	<b>10.632</b>	<b>13.226</b>	<b>13.868</b>

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

#### 4.2.1.2. Projeções de Custos

Para a projeção do Custo da Mercadoria Vendida, apresentada na Tabela 4.6, foi considerada a manutenção do percentual da receita operacional líquida realizada em 2022 ao longo de todo o período projetivo.

Tabela 4.6 - Projeção dos Custos

		Histórico		Projeção				
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>(=) Receita Líquida</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>2.792</b>	<b>4.600</b>	<b>6.306</b>	<b>8.286</b>	<b>10.632</b>	<b>13.226</b>	<b>13.868</b>
(-) CMV	[R\$'000]	(1.173)	(2.110)	(2.894)	(3.802)	(4.878)	(6.068)	(6.363)
% ROL	[%]	-42,0%	-45,9%	-45,9%	-45,9%	-45,9%	-45,9%	-45,9%
<b>(=) Lucro Bruto</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>1.618</b>	<b>2.489</b>	<b>3.413</b>	<b>4.484</b>	<b>5.754</b>	<b>7.157</b>	<b>7.505</b>
% Margem Bruta	[%]	58,0%	54,1%	56,0%	56,0%	56,0%	56,0%	56,0%

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

#### 4.2.1.3. Projeções de Despesas

As despesas do Grupo Soma foram divididas em 8 principais grupos: (i) despesas com pessoal, (ii) despesas com ocupação, (iii) serviços de terceiros, (iv) propaganda e publicidade, (v) despesas com fretes e embalagens, (vi) comissão de cartões de crédito, (vii) remuneração de executivos, e (viii) outras despesas. As linhas de despesas da companhia podem ser analisadas como variáveis e fixas e, a partir dessa definição, foram projetadas conforme detalhamento a seguir.

Como despesas variáveis, foram classificadas as despesas com propaganda e publicidade, fretes e embalagens, comissão de cartão de crédito, remuneração de executivos e outras despesas. Para a projeção dessas linhas de despesa, foi considerada a manutenção do percentual da receita líquida realizada em 2022 ao longo de todo o período projetivo.

Como despesas fixas, foram classificadas as despesas com pessoal, despesas com ocupação e serviços de terceiros, uma vez que esses gastos variam de forma independente das vendas da companhia.

Para as despesas com pessoal, foi projetado um crescimento a partir de duas frentes. Primeiramente, deve-se ser considerado o crescimento no número de funcionários a partir da expansão e abertura de novas lojas. Assim, a primeira frente de crescimento da despesa com pessoal está alinhada com a abertura de novas lojas do Grupo Soma. Já a segunda frente de crescimento está ligada ao crescimento do custo médio dos funcionários. Para isso, foi projetado um reajuste conforme IPCA adicionado de 1%, considerado como dissídio – ganho acima da inflação para os funcionários.

As despesas com ocupação e com serviços de terceiros foram reajustadas conforme inflação sobre os índices do IGPM e IPCA, respectivamente, ao longo de todo o período projetivo.

Com relação as despesas de D&A, seu cálculo será exposto em detalhes na sessão 4.2.1.4.

As premissas macroeconômicas utilizadas para a projeção das despesas fixas, projetadas pelo Banco Central do Brasil, estão descritas na Tabela 4.7.

Tabela 4.7 - Premissas

Premissa		2023	2024	2025	2026	2027
IPCA	[%]	6,0%	4,2%	4%	4%	4%
IGPM	[%]	2,0%	4,1%	4%	4%	4%

Fonte: (Bacen, 2023). Adaptado pelos Autores.

Tabela 4.8 - Projeção das Despesas

		Histórico		Projeção				
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>(-) Despesas</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>(1.287)</b>	<b>(2.082)</b>	<b>(2.480)</b>	<b>(2.913)</b>	<b>(3.415)</b>	<b>(3.965)</b>	<b>(4.176)</b>
% Crescimento	[%]	NA	61,8%	19,1%	17,5%	17,2%	16,1%	5,3%
(-) Despesas com Pessoal	[R\$'000]	(539)	(805)	(883)	(953)	(1.026)	(1.105)	(1.181)
% Crescimento (IPCA + 1%)	[%]	NA	49,2%	7,0%	5,2%	5,0%	5,0%	5,0%
% Crescimento (Volume de Lojas)	[%]	NA	1,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%	1,8%
(-) Despesas com Ocupação	[R\$'000]	(91)	(148)	(151)	(157)	(163)	(170)	(177)
% Crescimento (IGPM)	[%]	NA	62,6%	2,0%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%
(-) Serviços de terceiros	[R\$'000]	(180)	(332)	(352)	(367)	(381)	(397)	(413)
% Crescimento (IPCA)	[%]	NA	84,1%	6,0%	4,2%	4,0%	4,0%	4,0%
(-) Propaganda e publicidade	[R\$'000]	(219)	(346)	(475)	(623)	(800)	(995)	(1.044)
% ROL	[%]	-7,8%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%
(-) Despesas com Fretes e embalagens	[R\$'000]	(96)	(167)	(229)	(301)	(386)	(480)	(503)
% ROL	[%]	-3,4%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%
(-) Despesas com Comissão de cartões	[R\$'000]	(27)	(52)	(72)	(94)	(121)	(150)	(158)
% ROL	[%]	-1,0%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%
(-) Remuneração de Executivos	[R\$'000]	-	(12)	(17)	(22)	(29)	(35)	(37)
% ROL	[%]	0,0%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
(-) Outros	[R\$'000]	(134)	(220)	(302)	(396)	(509)	(633)	(663)
% ROL	[%]	-4,8%	-4,8%	-4,8%	-4,8%	-4,8%	-4,8%	-4,8%
<b>(=) EBITDA</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>332</b>	<b>407</b>	<b>933</b>	<b>1.571</b>	<b>2.339</b>	<b>3.192</b>	<b>3.329</b>
% Margem EBITDA	[%]	11,9%	8,8%	14,8%	19,0%	22,0%	24,1%	24,0%
(-) D&A		(132)	(231)	(176)	(184)	(196)	(210)	(226)
<b>(=) EBIT</b>		<b>(200)</b>	<b>(176)</b>	<b>(757)</b>	<b>(1386)</b>	<b>(2143)</b>	<b>(2982)</b>	<b>(3103)</b>

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

#### 4.2.1.4. Projeções de CAPEX

Para as projeções do CAPEX do Grupo Soma, foi realizada a segregação entre imobilizado e intangível.

##### 4.2.1.4.1. Projeções de Imobilizado e Depreciação

Para o CAPEX referente ao imobilizado da companhia, foi realizada a projeção em duas frentes: (i) CAPEX referente à abertura de novas lojas e CAPEX para outros investimentos. Para o ano de 2022, calculou-se o valor médio do CAPEX por loja dividindo-se o valor total realizado no ano pelo número de novas lojas abertas no mesmo período. Foi considerado esse valor médio encontrado ao longo de todo o período projetivo.

Com respeito aos investimentos de CAPEX em outras áreas, para o ano de 2022, foi calculada a sua proporção em relação à Receita Operacional Bruta. Assim, para projeção do CAPEX de outros investimentos, foi considerada a manutenção da taxa da receita bruta ao longo de todo o período projetivo, conforme apresentado na Tabela 4.9.

Além da projeção dos investimentos em CAPEX, foi projetada também a depreciação do imobilizado do Grupo Soma. Para todo o período projetivo, foi considerada a manutenção da taxa de 2022 da depreciação do período sobre o percentual do imobilizado, conforme descrito na Tabela 4.9.

Tabela 4.9 - Projeções de Imobilizado

		Histórico		Projeção				
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Imobilizado Líquido - BOP</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>837</b>	<b>833</b>	<b>909</b>	<b>1.001</b>	<b>1.113</b>	<b>1.241</b>	
<b>(+) CAPEX</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>99</b>	<b>160</b>	<b>184</b>	<b>213</b>	<b>241</b>	<b>221</b>	
CAPEX - Lojas	[R\$'000]	49	92	96	99	99	72	
Novas Lojas	[R\$'000]	15	28	29	30	30	22	
CAPEX por Loja	[R\$'000]	3	3	3	3	3	3	
CAPEX - Outros	[R\$'000]	49	68	89	114	142	149	
% ROB	[%]	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	
<b>(-) Variação alocação PPA Cia. Hering</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>(17)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	
<b>(-) Baixas</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>(1)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	
<b>(-) Depreciação do Período</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>(84)</b>	<b>(84)</b>	<b>(92)</b>	<b>(101)</b>	<b>(112)</b>	<b>(125)</b>	
% Imobilizado	[%]	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	
<b>Imobilizado Líquido - EOP</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>837</b>	<b>833</b>	<b>909</b>	<b>1.001</b>	<b>1.113</b>	<b>1.241</b>	

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

#### 4.2.1.4.2. Projeções de Intangível e Amortização

Com respeito aos investimentos de CAPEX de intangível, foi considerada a manutenção da taxa da receita bruta realizada em 2022 ao longo de todo o período projetivo, conforme apresentado na Tabela 4.10.

Além da projeção dos investimentos em CAPEX, foi projetada também a amortização do intangível da companhia. Para todo o período projetivo, foi considerada a manutenção da taxa de 2022 da amortização do período sobre o percentual do intangível, conforme descrito na Tabela 4.10.

Tabela 4.10 - Projeções de Intangível

		Histórico		Projeção				
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Intangível Líquido - BOP</b>	[R\$'000]	<b>5.308</b>	<b>5.332</b>	<b>5.392</b>	<b>5.499</b>	<b>5.661</b>	<b>5.882</b>	<b>5.882</b>
<b>(+) CAPEX</b>	[R\$'000]	<b>111</b>	<b>152</b>	<b>200</b>	<b>256</b>	<b>319</b>	<b>334</b>	<b>334</b>
% ROB	[%]	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
<b>(+) Atualização PPA</b>	[R\$'000]	<b>4</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>(-) Baixas</b>	[R\$'000]	<b>-</b>						
<b>(-) Amortização do Período</b>	[R\$'000]	<b>(91)</b>	<b>(92)</b>	<b>(93)</b>	<b>(95)</b>	<b>(97)</b>	<b>(101)</b>	<b>(101)</b>
% Intangível	[%]	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
<b>Intangível Líquido - EOP</b>	[R\$'000]	<b>5.308</b>	<b>5.332</b>	<b>5.392</b>	<b>5.499</b>	<b>5.661</b>	<b>5.882</b>	<b>6.115</b>

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

#### 4.2.1.5. Projeções de Capital de Giro (WK)

O capital de giro de uma companhia é a diferença entre seu Ativo Circulante Operacional e seu Passivo Circulante Operacional, sendo um importante indicador para medir a saúde da empresa a curto prazo. Para a projeção do fluxo de caixa, é necessário calcular a necessidade, ou não, desse capital ao longo do período projetivo.

Como suporte para a projeção do WK, foram utilizadas as informações da Tabela 4.11, retiradas da Demonstração do Resultado do Exercício, apresentada nas seções 4.2.1.1, 4.2.1.2 e 4.2.1.3.

Tabela 4.11 - Suporte para Capital de Giro

		Histórico		Projeção				
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
ROL	[R\$'000]	2.792	4.600	6.306	8.286	10.632	13.226	13.868
Custos	[R\$'000]	(1.173)	(2.110)	(2.894)	(3.802)	(4.878)	(6.068)	(6.363)
Despesa com Pessoal	[R\$'000]	(539)	(805)	(883)	(953)	(1.026)	(1.105)	(1.181)
Dias		365	365	365	365	365	365	365

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

Primeiramente, foi projetado o Ativo Circulante Operacional, que foi dividido em 4 grupos: Clientes, Estoques, Tributos a Recuperar e Outros Ativos Circulantes. Para cada um dos grupos, calculou-se, para 2021 e 2022, o número médio de dias em relação a Receita Operacional Líquida. Para a linha de Clientes, o número de dias expressa o tempo até o recebimento do pagamento desde a venda de um produto. Já para os Estoques, o prazo indica o tempo em que o item fica armazenado. Para Tributos a Recuperar é o tempo desde o pagamento do tributo até a recuperação do mesmo. Por fim, para os Outros Ativos Circulantes, são prazos para o recebimento de outros pagamentos não relevantes para a operação. O cálculo foi realizado dividindo cada um desses valores pela Receita Operacional Líquida Total e multiplicando por 365 dias, que é a duração do exercício.

Para os anos projetados, considerou-se a manutenção dos prazos médios realizados 2022, conforme detalhado na tabela 4.12.

Tabela 4.12 - Projeção Ativo Circulante Operacional

		Histórico		Projeção				
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Ativo Circulante Operacional</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>2.575</b>	<b>3.001</b>	<b>4.114</b>	<b>5.406</b>	<b>6.936</b>	<b>8.628</b>	<b>9.048</b>
Cientes	[R\$'000]	1.212	1.346	1.845	2.424	3.111	3.870	4.058
Dias da ROL	[dias]	158	107	107	107	107	107	107
Estoques	[R\$'000]	931	1.208	1.656	2.175	2.791	3.472	3.641
Dias da ROL	[dias]	122	96	96	96	96	96	96
Tributos a Recuperar	[R\$'000]	312	315	432	568	729	906	950
Dias da ROL	[dias]	41	25	25	25	25	25	25
Outros Ativos Circulantes	[R\$'000]	120	132	181	238	305	380	398
Dias da ROL	[dias]	16	10	10	10	10	10	10

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

Em seguida, projetou-se o Passivo Circulante Operacional, também dividido em 4 grupos: Obrigações Trabalhistas e Sociais, Fornecedores, Outros Passivos Circulantes e Obrigações Tributárias. Para Outros Passivos Circulantes e Obrigações Tributárias, assim como feito para o Ativo Circulante, calculou-se, para 2021 e 2022, o prazo médio em relação à Receita Operacional Líquida. Com respeito a Obrigações Trabalhistas e Sociais e Fornecedores, o número médio de dias foi calculado em relação a Despesas com Pessoal e Custos, respectivamente. Para todos os grupos, tal número de dias significa o tempo até o pagamento das contas relacionadas.

Assim como a projeção do Ativo Circulante Operacional, foi considerada a manutenção dos prazos médios realizados em 2022, conforme descritos na Tabela 4.13.

Tabela 4.13 - Projeção Passivo Circulante Operacional

		Histórico		Projeção				
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Passivo Circulante Operacional</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>998</b>	<b>1.281</b>	<b>1.717</b>	<b>2.219</b>	<b>2.812</b>	<b>3.467</b>	<b>3.639</b>
Obrigações Trabalhistas e Sociais	[R\$'000]	125	144	158	171	184	198	212
Dias dos Despesas com Pessoal	[dias]	85	65	65	65	65	65	65
Fornecedores	[R\$'000]	452	593	813	1.068	1.370	1.704	1.787
Dias dos Custos	[dias]	141	103	103	103	103	103	103
Outros Passivos Circulantes	[R\$'000]	356	449	616	809	1.038	1.291	1.354
Dias da ROL	[dias]	47	36	36	36	36	36	36
Obrigações Tributárias	[R\$'000]	65	95	130	171	220	273	287
Dias da ROL	[dias]	8	8	8	8	8	8	8

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

A partir dessas projeções, calculou-se o Capital de Giro e a Necessidade de Capital, conforme apresentado na Tabela 4.14.

Tabela 4.14 - Projeção Capital de Giro

		Histórico		Projeção				
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ativo Circulante Operacional	[R\$'000]	2.575	3.001	4.114	5.406	6.936	8.628	9.048
Passivo Circulante Operacional	[R\$'000]	998	1.281	1.717	2.219	2.812	3.467	3.639
<b>Capital de Giro</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>1.577</b>	<b>1.720</b>	<b>2.397</b>	<b>3.187</b>	<b>4.124</b>	<b>5.162</b>	<b>5.408</b>
<b>Variação do Capital de Giro</b>	<b>[R\$'000]</b>		<b>143</b>	<b>678</b>	<b>790</b>	<b>937</b>	<b>1.037</b>	<b>247</b>

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

#### 4.2.1.6. DCF – *Discounted Cash Flow*

Após projeção das componentes do fluxo de caixa do Grupo Soma, é aplicado o modelo do fluxo de caixa descontado (DCF), conforme descrição no capítulo 2 e detalhado a seguir.

##### 4.2.1.6.1. WACC

Conforme explicitado no capítulo 2, Referencial Teórico, é necessário trazer o fluxo de caixa descontado a valor presente a partir de uma taxa de desconto, o WACC - *Weighted Average Capital Cost*, do português Custo Médio Ponderado do Capital, conforme equação 2.1, previamente apresentada.

O custo do capital próprio foi calculado a partir do CAPM – *Capital Asset Pricing Model* – para precificação de ativos, conforme equação 2.2, previamente apresentada.

Para a taxa livre de risco, foi utilizado o Tesouro Direto Selic com vencimento em 2029 e remuneração de Selic + 0,1825% (TESOURO DIRETO, 2023). Considerando a Taxa Selic de longo prazo de 8,75% ao ano projetada para 2027, adicionado ao *spread* do título, é encontrada uma taxa livre de risco de 8,93% ao ano.

O Prêmio de Mercado considerado para a projeção do custo do capital próprio foi a média dos dois últimos anos do retorno de mercado dos EUA apresentado por Aswath Damodaran, considerando-se como referência o índice do S&P500 (DAMODARAN, 2023). Uma vez que o prêmio de mercado considerado para o WACC leva em consideração uma geografia distinta da empresa analisada, é necessário acrescentar a ele um prêmio de risco país que, para o Brasil, foi considerada a média dos dois últimos anos do EMBI+, calculado pelo JP Morgan (IPEA, 2023).

Por fim, o beta considerado para o CAPM foi o beta do Grupo Soma estimado através da plataforma do Capital IQ, resultando em um beta de 0,36x. Uma vez que a metodologia do beta da plataforma Capital IQ utiliza como referência o índice do S&P500, é necessário aplicar um diferencial de inflação para trazer para a moeda brasileira o indicador beta.

O diferencial de inflação foi obtido através da média entre as inflações mensais dos EUA e do Brasil nos últimos dois anos. A diferença entre as inflações em cada mês foi obtida através da equação 4.1.

$$Diferença\ de\ Inflação = \frac{1 + inflação_{BR}}{1 + inflação_{EUA}} - 1$$

Equação 4.1 - Diferença de Inflação

Para aplicação do diferencial de inflação é utilizada a equação 4.2 ao método do CAPM.

$$Ke = (1 + CAPM) * (1 + diferença\ de\ inflação) - 1$$

Equação 4.2 - Aplicação do Diferencial de Inflação

A tabela 4.15 apresenta um resumo das premissas utilizadas na projeção do custo do capital próprio.

Tabela 4.15 - Premissas do Custo do Capital Próprio

Componente	Fonte	Valor
Taxa Livre de Risco	Tesouro Selic 2029	8,93%
Beta	Capital IQ	0,36x
Prêmio de Risco de Mercado	Damodaran	5,09%
Prêmio de Risco País	EMBI + (JP Morgan)	2,97%
Diferença de Inflação	Ipea e US Bureau of Labor Statistics	1,10%
<b>Ke</b>		<b>14,99%</b>

Fonte: Elaboração Própria

Para o custo da dívida, foram utilizadas como referência as taxas médias de pagamento de juros das dívidas do Grupo Soma (GRUPO SOMA, 2023). Conforme expresso em seu relatório, a companhia capta dívidas a um pagamento de Selic + 2% em média. Assim, foi utilizada a taxa Selic de longo prazo (2027) e descontada a taxa do imposto de renda brasileiro, conforme apresentado na tabela 4.16.

Tabela 4.16 - Premissas do Custo da Dívida

Componente	Valor
Custo da Dívida	10,75%
Imposto de Renda	34,00%
<b>Kd</b>	<b>7,10%</b>

Fonte: Elaboração Própria

Utilizando como referência o Balanço Patrimonial do Grupo Soma em 2022, foi considerado como capital de terceiros 14% e capital próprio 86%, conforme cálculo apresentado na equação 4.1 e valores presentes na tabela 4.17.

Tabela 4.17 - Estrutura de Capital do Grupo Soma

Descrição	2022	%
Empréstimos e Financiamentos - Curto Prazo	446.542	
Empréstimos e Financiamentos - Longo Prazo	757.734	
<b>Capital de Terceiros</b>	<b>1.204.276</b>	<b>14%</b>
Patrimônio Líquido	7.404.929	
<b>Capital Próprio</b>	<b>7.404.929</b>	<b>86%</b>

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

$$\% \text{ Capital Próprio} = \frac{E}{(E + D)} \times 100; \% \text{ Capital de Terceiros} = \frac{D}{(E + D)} \times 100$$

Equação 4.3 - Estrutura de Capital

A partir das premissas descritas acima e da equação 2.1, encontrou-se como taxa de desconto WACC o valor de 13,88%.

#### 4.2.1.6.2. Resultado da Avaliação

Após realizadas as projeções do WACC e das componentes financeiras do fluxo de caixa operacional do Grupo Soma, foi realizado o modelo de fluxo de caixa descontado encontrando o Fluxo de Caixa Livre da Empresa (“FCFF”) do período projetivo (2023 a 2027). Após definido o FCFF de 2027, último ano do período explícito da projeção, foi calculado o valor terminal (“VT”), utilizando uma taxa de crescimento da perpetuidade de 4,0%, valor do IPCA de longo prazo.

Após encontrado o Fluxo de Caixa Livre da Empresa, foi aplicado o valor de desconto (WACC) para trazer a valor presente os fluxos futuros calculados. A tabela 4.18 explicita os valores e cálculos para definição do FCFF e do Fluxo de Caixa Descontado do Grupo Soma.

Tabela 4.18 - Fluxo de Caixa Descontado

		Projeção					VT
		2023	2024	2025	2026	2027	
<b>EBIT</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>757</b>	<b>1.386</b>	<b>2.143</b>	<b>2.982</b>	<b>3.103</b>	
(+) D&A	[R\$'000]	176	184	196	210	226	
(-) CAPEX	[R\$'000]	-312	-384	-469	-559	-555	
(-) WK	[R\$'000]	-678	-790	-937	-1.037	-247	
(-) IR	[R\$'000]	-257	-471	-729	-1.014	-1.055	
% EBITDA	[%]	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	
FCFF	[R\$'000]	-314	-75	204	582	1.472	
<b>Fluxo de Caixa Descontado</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>-294</b>	<b>-61</b>	<b>147</b>	<b>369</b>	<b>820</b>	<b>8.631</b>

Fonte: Elaboração Própria

A partir da soma dos fluxos do período projetivo e da perpetuidade, conforme equação 2.4, foi encontrado o Valor da Empresa (*Enterprise Value* - EV) de R\$ 9,6 bilhões. Para chegar ao valor do acionista, é necessário subtrair do EV a dívida líquida da empresa, conforme tabela 4.19.

Tabela 4.19 - *Equity Value*

Fluxo de Caixa Explícito	[R\$'000]	980,72
Perpetuidade	[R\$'000]	8.630,76
<b>(=) EV</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>9.611,48</b>
(-) Dívida	[R\$'000]	-1.204,28
(+) Caixa	[R\$'000]	337,56
<b>(=) Equity Value</b>	<b>[R\$'000]</b>	<b>8.744,76</b>

Fonte: Elaboração Própria

A partir do valor do *Equity Value*, é possível encontrar o valor justo por ação. Assim, a partir da divisão do *Equity Value* apresentado na tabela 4.19 por 784.747.373 ações do Grupo Soma, encontrou-se o valor justo de R\$ 11,14 por ação, um *upside* de 24,6% em relação ao preço atual da ação SOMA3. Para fins desse estudo, o preço atual de R\$ 8,9 por ação do Grupo Soma foi calculado como a mediana dos preços negociados entre 1º de janeiro de 2023 e 12 de maio de 2023, a fim de não refletir potenciais ruídos de mercado e eventuais volatilidades que possam ocorrer em um dia específico.

## 5. Análise dos Resultados

Com base nos estudos realizados nos capítulos 3 e 4, é possível comparar os valores da empresa (*enterprise value*) pré e pós aquisição e analisar o ganho ou perda de valor.

Conforme explicitado no capítulo 3, o valor do Grupo Soma previamente à aquisição possui duas componentes: (i) *market cap* do Grupo Soma nos 6 meses prévios à aquisição (27 de outubro de 2020 e 26 de abril de 2021), e (ii) valor pago pelo Grupo Soma na aquisição da Cia. Hering. O resultado da avaliação do Grupo Soma previamente à transação é apresentado na tabela 5.1.

Tabela 5.1 - Avaliação do Grupo Soma Pré-Transação

Valor do Grupo Soma	[R\$'Bi]	6,37
Valor da Cia. Hering	[R\$'Bi]	5,10
<b>(=) Valor Total do Grupo</b>	<b>[R\$'Bi]</b>	<b>11,47</b>

Fonte: Elaboração Própria

Já para o valor da empresa pós aquisição, conforme analisado no capítulo 4, foi realizado o *valuation* do Grupo Soma, a partir de demonstrações financeiras consolidadas do grupo, incluindo a Cia. Hering, a fim de encontrar o valor da companhia pós aquisição da Cia. Hering. Assim, o resultado da avaliação pós-transação, realizado a partir do método de Fluxo de Caixa Descontado, é apresentado na tabela 5.2.

Tabela 5.2 - Avaliação do Grupo Soma Pós-Transação

<b>(=) Valuation do Grupo Soma</b>	<b>[R\$'Bi]</b>	<b>9,61</b>
------------------------------------	-----------------	-------------

Fonte: Elaboração Própria

A partir da comparação dos resultados de ambas as avaliações é possível inferir que o Grupo Soma perdeu R\$ 1,85 bilhões em valor (*enterprise value*) desde a aquisição da Cia. Hering em abril de 2021, uma queda de 16,1% frente ao valor avaliado previamente à transação. Assim, mesmo com o crescimento de receita e de margens, conforme apresentado na tabela 5.3, o Grupo Soma ainda não pôde usufruir das potenciais sinergias existentes entre as operações da Cia. Hering e das demais marcas existentes no grupo, de forma que ainda não foi possível agregar valor à companhia.

Tabela 5.3 - Indicadores Financeiros Grupo Soma Consolidado

		Histórico	
		2021	2022
Receita Bruta	[R\$'000]	3.490	5.650
(=) Receita Líquida	[R\$'000]	2.792	4.600
(=) Lucro Bruto	[R\$'000]	1.618	2.489
% Margem Bruta	[R\$'000]	58,0%	54,1%
(=) EBITDA	[R\$'000]	332	407
% Margem EBITDA	[R\$'000]	11,9%	8,8%

Fonte: (Grupo Soma, 2023). Adaptado pelos Autores.

## 5.1. Análise de Sensibilidade

As premissas utilizadas para o desconto dos fluxos de caixa de uma empresa visando encontrar seu valor de mercado são extremamente sensíveis e possuem grandes impactos no resultado final. Assim, realizar uma análise de sensibilidade desses parâmetros torna-se fundamental para inferir os impactos que esses podem ter na avaliação final do Grupo Soma.

Assim, visando analisar os impactos da variação do WACC e da taxa de crescimento na perpetuidade no valor da empresa do Grupo Soma, foi realizada uma análise de sensibilidade, conforme apresentado na tabela 5.4.

Tabela 5.4 - Análise de Sensibilidade do Valor da Firma

Análise de Sensibilidade do Valor da Firma					
WACC	Taxa de Crescimento na Perpetuidade				
	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%
12,88%	9.921	10.440	11.018	11.665	12.394
13,38%	9.302	9.764	10.276	10.845	11.482
13,88%	8.743	9.156	9.611	10.115	10.675
14,38%	8.235	8.606	9.013	9.462	9.957
14,88%	7.772	8.107	8.472	8.873	9.314

Fonte: Elaboração Própria

A partir da análise acima, é possível identificar que a taxa de crescimento na perpetuidade e as premissas da taxa de desconto de fato possuem grande impacto no resultado final da avaliação financeira do Grupo Soma. Dessa forma, é importante que a companhia tenha altos níveis de crescimento, acima de 5% na perpetuidade, para conseguir extrair valor e sinergias da aquisição da Cia. Hering.

## 6. Conclusão

As operações de M&A são uma estratégia escolhida por diversas empresas para acelerar o crescimento, acessar novos mercados, gerar sinergias significativas e aumentar seu valor de mercado. Este trabalho teve como objetivo analisar os impactos de uma aquisição no setor de varejo, por meio de um estudo de caso da transação entre a Cia Hering e o Grupo Soma. Algumas conclusões foram tiradas a partir desta análise.

Em primeiro lugar, fica evidente que a sinergia entre as duas empresas ainda não foi significativa. A receita de ambas as empresas e as margens do grupo obtiveram crescimento após a aquisição, indicando uma potencial sinergia na combinação de suas forças de venda e operações. Porém, com base no estudo realizado acerca do *enterprise value* do Grupo Soma, é possível perceber que a companhia perdeu valor após a integração da Cia. Hering em seu portfólio. Após quase dois anos da transação, o Grupo Soma perdeu 16,1% de seu valor, de acordo com a metodologia utilizada no estudo. Contudo, a passagem do tempo e maior capacidade de integração das operações podem revelar relevantes sinergias ainda não expressivas, além de um ganho de valor a partir da aquisição da Cia Hering.

Contudo, a transação proporcionou alguns benefícios estratégicos para ambas as companhias. Usufruindo da experiência e recursos do Grupo Soma, a Cia Hering conseguiu impulsionar suas vendas, com um crescimento no faturamento de 26% em 2022 frente a 2021, além de parcerias e coleções em colaboração com outras marcas do grupo, como foi visto em 2022 e 2023 com as marcas Farm, Fábula e NV (EXAME, 2023). Concomitantemente, o Grupo Soma se expandiu para outros segmentos e públicos-alvo dentro do mercado de varejo, consolidando-se cada vez mais no setor.

Existem desafios intrínsecos a operações de M&A, como a integração das operações e da cultura de duas empresas. A Cia Hering, que atravessava um período com problemas processuais, como sua logística de distribuição, por exemplo, poderá usufruir da rede de logística eficiente e funcional do Grupo Soma. Construir uma harmonização operacional e cultural entre duas companhias com estruturas, gestões, valores e processos distintos não é trivial e pode demandar um longo período.

Por fim, é importante ressaltar que, além da maior integração entre as operações, de forma a captar maiores sinergias entre marcas, um incremento de valor é futuramente possível, dependendo do crescimento das marcas do Grupo Soma na perpetuidade. Com um maior ganho de mercado e abertura de lojas, de forma a superar as premissas nesse estudo definidas, é possível gerar valor, conforme indicado na análise de sensibilidade realizada.

## Referências Bibliográficas

AMIR, Eli; GHITTI, Marco. Financial Analysis of Mergers and Acquisitions: Understanding Financial Statements and Accounting Rules with Case Studies. [S. l.: s. n.], 2020.

BAIN & COMPANY. Brazil M&A: A Year of Strong Activity. [S. l.], 8 fev. 2022. Disponível em: <https://www.bain.com/pt-br/insights/brazil-m-and-a-report-2022/>. Acesso em: 12 set. 2022.

BANCO CENTRAL. Sistema de Expectativas de Mercado. [S. l.], 19 maio 2023. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/expectativas2/#/consultas>. Acesso em: 19 maio 2023.

BM&FBOVESPA. CIA HERING. [S. l.], 28 set. 2021. Disponível em: <https://bvmf.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes/empresas/ExecutaAcaoConsultaInfoEmp.asp?CodCVM=14761&ViewDoc=0>. Acesso em: 9 abr. 2023.

BNDES. Características gerais do varejo no Brasil. [S. l.], 1997. Disponível em: [https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/7125?&locale=pt\\_BR](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/7125?&locale=pt_BR). Acesso em: 1 fev. 2023.

BRAZIL JOURNAL. Da Hering, mercado espera um diagnóstico Leia mais em <https://braziljournal.com/da-hering-mercado-espera-um-diagnostico/> . [S. l.], 7 jul. 2015. Disponível em: <https://braziljournal.com/da-hering-mercado-espera-um-diagnostico/>. Acesso em: 13 set. 2022.

BRAZIL JOURNAL. Soma avalia Hering em R\$ 5,1 bi em fusão ‘do luxo ao básico’. [S. l.], 26 abr. 2021. Disponível em: <https://braziljournal.com/soma-avalia-hering-em-r-51-bi-em-fusao-do-luxo-ao-basico/>. Acesso em: 1 fev. 2023.

CIA. HERING. Cia. Hering. [S. l.], 2022. Disponível em: <https://www.linkedin.com/company/cia-hering/about/>. Acesso em: 12 set. 2022.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. ORIENTAÇÃO TÉCNICA OCPC 06. COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS, [S. l.], p. 1-17, 6 maio 2013. Disponível em: [http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/144\\_OCPC\\_%2006\\_final\\_06052013.pdf](http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/144_OCPC_%2006_final_06052013.pdf). Acesso em: 11 set. 2022.

DAMODARAN, Aswath. Historical Implied Equity Risk Premiums. [S. l.], 2023. Disponível em: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histimpl.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histimpl.html). Acesso em: 20 abr. 2023.

DAMODARAN, Aswath. Valuation: Como avaliar empresas e escolher as melhores ações. [S. l.]: LTC, 1957. 207 p.

EUQUEROINVESTIR. Conheça a Cia Hering (HGTX3) e o seu desempenho de suas ações. [S. l.], 29 ago. 2021. Disponível em: <https://euqueroinvestir.com/educacao-financeira/conheca-a-cia-hering-hgtx3>. Acesso em: 9 abr. 2023.

EXAME. Cia Hering vê melhora nos estoques e abastecimento de lojas. [S. l.], 30 out. 2015. Disponível em: <https://exame.com/negocios/cia-hering-ve-melhora-nos-estoques-e-abastecimento-de-lojas/>. Acesso em: 9 abr. 2023.

EXAME. Com menos de dois anos na B3, Grupo Soma quadruplicou de tamanho. [S. l.], 30 mar. 2022. Disponível em: <https://exame.com/exame-in/com-menos-de-dois-anos-na-b3-grupo-soma-quadruplicou-de-tamanho/>. Acesso em: 12 set. 2022. <https://ciahering.com.br/institucional/>

EXAME. Hering by NV: marcas se unem e lançam coleção de alfaiataria. [S. l.], 26 jan. 2023. Disponível em: <https://exame.com/casual/hering-by-nv-marcas-se-unem-e-lancam-colecao-de-alfaiataria/>. Acesso em: 2 jun. 2023.

FUSÕES&AQUISIÇÕES. As manobras do Grupo Soma para integrar a Hering e provar ao mercado que fez um bom negócio. [S. l.], 8 abr. 2022. Disponível em: <https://fusoesaquisicoes.com/acontece-no-setor/as-manobras-do-grupo-soma-para-integrar-a-hering/>. Acesso em: 9 abr. 2023.

GITMAN, Lawrence. Princípios de Administração Financeira. 12. ed. [S. l.]: Pearson, 2010.

GRUPO SOMA. Acordo de Associação - Soma e Hering. Relações com Investidores - Grupo Soma, [S. l.], p. 1-12, 26 abr. 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd835c95-0412-4284-82db-dae5784acebc/61b769ae-2b88-4ce1-909c-f67e66d2d7cb?origin=1>. Acesso em: 4 jun. 2023.

GRUPO SOMA. Nossa História. [S. l.], 2022. Disponível em: <https://www.somagruposoma.com.br/conheca-a-soma/nossa-historia/>. Acesso em: 12 set. 2022. [https://especial.valor.com.br/valor1000/2021/ranking1000maiores/Com%C3%A9rcio\\_Varejista](https://especial.valor.com.br/valor1000/2021/ranking1000maiores/Com%C3%A9rcio_Varejista)

GRUPO SOMA. Formulário de Referência - 2022 - SOMA. CVM, 16 mar. 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd835c95-0412-4284-82db-dae5784acebc/4b6f05ca-7021-593f-58f1-254fe96c2510?origin=1>. Acesso em: 13 abr. 2023.

GRUPO SOMA. Planilhas de Resultados. Relações com Investidores Grupo Soma, 8 mar. 2023. Disponível em: <https://www.somagrupo.com.br/investidores/planilhas/>. Acesso em: 2 abr. 2023.

HERING. Institucional. [S. l.], 2023. Disponível em: <https://ciahering.com.br/institucional/>. Acesso em: 1 fev. 2023.

INFOMONEY. O que fez a Hering perder mais de R\$ 600 milhões em valor de mercado em apenas um dia?. [S. l.], 22 jan. 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/o-que-fez-a-hering-perde-mais-de-r-600-milhoes-em-valor-de-mercado-em-apenas-um-dia/>. Acesso em: 9 abr. 2023.

INFOMONEY. “Vamos repaginar completamente a Hering em 36 meses”, diz presidente do Grupo Soma. [S. l.], 7 jul. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/vamos-repaginar-completamente-a-hering-em-36-meses-diz-presidente-do-grupo-soma/>. Acesso em: 13 set. 2022.

IPEADATA. EMBI+ Risco-Brasil. [S. l.], 10 maio 2023. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em: 10 maio 2023.

IPEADATA. Índice nacional de preços ao consumidor amplo (IPCA) geral: taxa de variação. [S. l.], 2023. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em: 10 maio 2023.

ITAÚ BBA. Projeções Longo Prazo - Maio 2023. [S. l.], 4 maio 2023. Disponível em: <https://www.itaubba.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/projecoes>. Acesso em: 19 maio 2023.

LUZIO, Eduardo. Fusões e aquisições em ato: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A. [S. l.: s. n.], 2014

MARION, José Carlos. Contabilidade Empresarial: Instrumentos de análise, gerência e decisão. 18<sup>a</sup>. ed. [S. l.: s. n.], 2015.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTI, Francisco. Avaliação de empresas: Um guia para fusões e aquisições e gestão de valor. [S. l.: s. n.]: Pearson, 2005.

METRÓPOLES. Hering Kids se une à Fábula para collab lúdica sobre o reino animal. [S. l.], 8 abr. 2022. Disponível em: <https://www.metropoles.com/colunas/ilca-maria-estevao/hering-kids-se-une-a-fabula-para-collab-ludica-sobre-o-reino-animal>. Acesso em: 2 jun. 2023.

MONEYTIMES. Fim de uma era: ações da Hering deixam de ser negociadas na B3, a partir de segunda-feira. [S. 1.], 18 set. 2021. Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/fim-de-uma-era-acoes-da-hering-deixam-de-ser-negociadas-na-b3-a-partir-de-segunda-feira/>. Acesso em: 13 set. 2022.

OCPC. OCPC 06 - APRESENTAÇÃO DE INFORMAÇÕES FINANCEIRAS PRO FORMA. [S. 1.], 2 maio 2013. Disponível em: <https://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Orientacoes/Orientacao?Id=33>. Acesso em: 1 fev. 2023.

PESSANHA, GABRIEL RODRIGO GOMES; CALEGARIO, CRISTINA LELIS LEAL; SÁFADI, THELMA; DE ÁZARA, LEIZIANE NEVES. Impactos das estratégias de fusão e aquisição na rentabilidade dos bancos adquirentes: uma aplicação dos modelos de intervenção no setor bancário brasileiro. RAM, REV. ADM. MACKENZIE, [S. 1.], p. 103-103, 1 ago. 2012. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/8760/impactos-das-estrategias-de-fusao-e-aquisicao-na-rentabilidade-dos-bancos-adquirentes--uma-aplicacao-dos-modelos-de-intervencao-no-setor-bancario-brasileiro>. Acesso em: 10 set. 2022.

PWC. Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO): Início de uma nova década de crescimento. As 1000 Maiores, [S. 1.], p. 1-124, 30 abr. 2011. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/assets/brasil-ipo-guide-2014.pdf>. Acesso em: 4 jun. 2023.

SERRA, Ricardo Goulart; WICKERT, Michael. Valuation: Guia fundamental e modelagem em excel. 1. ed. [S. 1.]: Atlas, 2021.

SEU DINHEIRO. Grupo Soma compra Hering por R\$ 5,1 biHering dispara quase 30% após proposta de fusão da Arezzo. Estamos diante do nascimento de uma estrela?. [S. 1.], 15 abr. 2021. Disponível em: <https://www.seudinheiro.com/2021/empresas/hering-fusao-arezzo-acoes-significado/>. Acesso em: 13 abr. 2023.

TAVERNARD, Advogados. Panorama de M&A no Brasil: Volume de Fusões e Aquisições registra novo crescimento até maio de 2022. [S. 1.], 9 jun. 2022. Disponível em: <https://tavernard.adv.br/artigos/ma/panorama-de-ma-no-brasil-volume-de-fusoes-e-aquisicoes-registra-novo-crescimento-ate-maio-de-2022/>. Acesso em: 11 set. 2022.

TESOURO DIRETO. Confira a rentabilidade de cada título. [S. 1.], 10 maio 2023. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm>. Acesso em: 10 maio 2023.

TRADEMAP. Varejo de moda: o desafio do mercado brasileiro de R\$ 115 bilhões. [S. 1.], 15 jun. 2022. Disponível em: <https://trademap.com.br/agencia/analises-e-relatorios/varejo-de-moda-mercado-brasileiro-lojas-renner-lren3-arezzo-arzz3>. Acesso em: 12 set. 2022.<https://exame.com/exame-in/grupo-soma-quer-voltar-a-olhar-aquisicoes-em-2023-apos-lucro-de-r-130-milhoes/>

U.S BUREAU OF LABOR STATISTIC. CPI for All Urban Consumers (CPI-U). [S. 1.], 2023. Disponível em: <https://data.bls.gov/cgi-bin/surveymost>. Acesso em: 10 maio 2023.

VALOR1000. As 1000 Maiores. [S. 1.], 2022. Disponível em: <https://infograficos.valor.globo.com/valor1000/rankings/ranking-das-1000-maiores/2022>. Acesso em: 1 nov. 2022.

VALOR ECONÔMICO. Grupo Soma compra Hering por R\$ 5,1 bi. [S. 1.], 26 abr. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/04/26/grupo-soma-compra-cia-hering.ghtml>. Acesso em: 13 abr. 2023.