

ANA CAROLINA MARQUES DO NASCIMENTO
GABRIELA WAJZENBERG

Ganhos de Sinergia e Avaliação Pós-Fusão: uma análise da operação entre
Grupo Soma e Arezzo&Co

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(a):
Frances Fischberg Blank

Departamento de Engenharia Industrial
Rio de Janeiro, 22 de Novembro de 2024.

Agradecimentos

A realização deste trabalho só foi possível graças ao apoio e incentivo de diversas pessoas, a quem gostaríamos de expressar sincera gratidão. Primeiramente, agradecemos à nossa orientadora Frances Blank, que, com paciência e dedicação, nos orientou ao longo de todas as etapas deste trabalho, oferecendo conselhos valiosos, revisões detalhadas e motivação constante para alcançar o melhor resultado possível. Sua experiência e comprometimento foram essenciais para o desenvolvimento e concretização deste estudo.

Agradeço (Ana), também, à minha família, pela inspiração, por sempre acreditarem no meu potencial e pelo suporte incondicional em todos os momentos. Ao meu namorado e meus amigos, pelo encorajamento e amizade, e por entenderem minhas ausências e me apoiarem ao longo desse período. Agradeço, também, todos meus colegas de trabalho que trouxeram grandes referências e conhecimentos, contribuindo para a concretização deste trabalho. Finalmente, - e não menos importante - gostaria de agradecer à minha dupla, Gabi, por estar comigo desde nosso primeiro dia na PUC-Rio, por todos esses anos de amizade e pelo apoio no desenvolvimento deste trabalho juntas, sem você nada disso seria possível.

Agradeço (Gabriela) aos meus pais, minhas grandes inspirações e que nunca mediram esforços para me apoiar e ver feliz. Agradeço também à minha avó, Bluma, pelo amor incondicional e por ser tão presente. Ao Be, meu namorado, por ser tão parceiro e por estar ao meu lado sempre. À “seleção”, por ser a melhor companhia que eu poderia ter nesses cinco anos. Impossível ter chegado até aqui sem vocês! À Aninha, minha amiga desde o primeiro dia de PUC, por estar presente tanto nos melhores momentos quanto nos mais desafiadores. Aos meus amigos de escola e da vida, que me acompanharam ao longo dessa jornada – minha gratidão a todos vocês.

E por último, mas não menos importante, agradecemos a todos os professores e à PUC-Rio. Todos os aprendizados foram essenciais para estarmos aqui.

Resumo

Este trabalho tem como objetivo analisar os ganhos de sinergia com a fusão entre o Grupo Soma e a Arezzo&Co, a fim de avaliar o impacto da estratégia para a empresa resultante, a Azzas 2154. Com o objetivo de estudar as consequências das alterações das premissas relacionadas aos ganhos de sinergia e como elas podem repercutir no valor da empresa, foram aplicados métodos de avaliação de empresas e de simulação. O fluxo de caixa descontado determina o valor do ativo com base na soma dos fluxos de caixa esperados, descontados a valor presente a uma taxa de ajustada ao risco. A simulação de Monte Carlo utiliza uma amostragem aleatória de dados para obter a probabilidade de ocorrência de uma série de resultados.

Por meio de um estudo detalhado do setor, do posicionamento das marcas e canais e das estratégias futuras de cada uma das empresas, foram definidas as premissas para o *valuation*. A partir da avaliação das duas empresas separadamente, preveem-se premissas de crescimento, baseadas nos resultados unidos, e novas premissas de sinergia – admitindo-se que a fusão resultará em melhores perspectivas. O método de simulação avalia como alterações nas premissas relacionadas às sinergias impactam o valor combinado das duas empresas, analisando as distribuições de probabilidade associadas a esses cenários.

Portanto, conclui-se que a fusão entre Grupo Soma e Arezzo&Co, através da integração das operações e aproveitamento dos ganhos de sinergia, pode ser uma estratégia promissora para impulsionar o valor da nova empresa, otimizando sua competitividade e posicionamento no mercado.

Palavras-chave: Grupo Soma, Arezzo&Co, M&A, Sinergia, *Valuation*, Simulação.

Abstract

The purpose of this work is to analyze the synergy gains from the merger between Grupo Soma and Arezzo&Co in order to evaluate the impact of the strategy on the resulting company, Azzas 2154. To study the consequences of changes in the assumptions related to synergy gains and how they may affect the company's value, valuation methods and simulation techniques were applied. The discounted cash flow method determines the value of the asset based on the sum of the expected free cash flows, estimated at present value and discounted at an opportunity and risk rate, while the Monte Carlo simulation uses random sampling of data to obtain the probability of a series of outcomes.

Through a detailed study of the sector, the positioning of brands and channels, and the future strategies of each company, the assumptions for the valuation were defined. Based on the evaluation of the two companies, growth assumptions are projected, based on the combined results, along with new synergy assumptions — assuming that the merger will lead to better prospects. The simulation method assesses how changes in the assumptions related to synergies impact the combined value of the two companies, analyzing the probability distributions associated with these scenarios.

Therefore, it is concluded that the merger between Grupo Soma and Arezzo&Co, through the integration of operations and leveraging synergy gains, can be a promising strategy to boost the value of the new company, Azzas 2154, optimizing its competitiveness and market positioning.

Keywords: Grupo Soma, Arezzo&Co, M&A, Synergy, Valuation, Simulation.

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	10
2.	REFERENCIAL TEÓRICO.....	12
2.1.	Fusões e Aquisições	12
2.1.1.	Classificações de aquisições.....	12
2.1.2.	Passos para realizar um M&A.....	13
2.2.	Sinergias em M&A.....	13
2.3.	M&As Baseados em Sinergia.....	14
2.4.	Comportamento de Ações com M&As	16
3.	SETOR DE VESTUÁRIO E CALÇADOS NO BRASIL	19
3.1.	O Setor de Vestuário	19
3.2.	Grupo Soma e Arezzo&Co.....	21
3.2.1.	Histórico, Atuação e Estratégia.....	21
3.2.2.	Desempenho Financeiro.....	22
3.2.3.	Contexto e Motivações da Fusão	24
4.	METODOLOGIA.....	26
4.1.	Avaliação de empresas	26
4.2.	Fluxo de Caixa.....	27
4.2.1.	Período de previsão explícita	27
4.2.2.	Valor Terminal e Perpetuidade	29
4.2.	Custo de Capital	31
4.3.	Valor da Firma e Valor do Equity	34
4.4.	Ganhos de sinergia	34

5. RESULTADOS	36
5.1. Avaliações separadas.....	36
5.1.1. Projeção de receitas e despesas	36
5.1.2. Projeção de Investimentos.....	42
5.1.3. Perpetuidade e Valor da Empresa	45
5.2. Avaliações conjuntas	46
5.2.1. Projeção de receitas e despesas	46
5.2.2. Perpetuidade e Valor da Firma.....	47
5.3. Avaliações com ganhos de sinergia.....	48
5.4. Análise de sensibilidade	49
6. CONCLUSÃO.....	52
BIBLIOGRAFIA	54

Lista de Figuras

Figura 1 - Unidades de Negócios Azzas 2154.....	25
Figura 2 - Cálculo Fluxo de Caixa Livre.....	28
Figura 3 - FCFF Grupo Soma.....	43
Figura 4 - FCFF Arezzo&Co.....	44
Figura 5 - Cálculo do WACC.....	44
Figura 6 - FCFF Grupo Soma e Arezzo&Co.....	46
Figura 7 - Valor Terminal e Perpetuidade Grupo Soma e Arezzo&Co.....	47
Figura 8 - VPL Grupo Soma e Arezzo&Co	47
Figura 9 - Equity Value Grupo Soma e Arezzo&Co.....	48

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Faturamento dos diferentes segmentos do setor de varejo ao ano	20
Tabela 2 - Total de lojas Grupo Soma.....	37
Tabela 3 - Total de lojas Arezzo&Co.....	37
Tabela 4 - Receita líquida, CMV e Lucro Bruto do Grupo Soma.....	39
Tabela 5 - Receita líquida, CMV e Lucro Bruto da Arezzo&Co	39
Tabela 6 - Investimentos Grupo Soma	40
Tabela 7 - Investimentos Arezzo&Co	40
Tabela 8 - CG Grupo Soma	43
Tabela 9 - CG Arezzo&Co	43
Tabela 10 - Sensibilidade do Valor da Sinergia	50
Tabela 11 - Sensibilidade do Ganho de Valor.....	50

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Ações do Grupo Soma em 2023	17
Gráfico 2 - Ações da Arezzo em 2023	17
Gráfico 3 - <i>Target Characteristics – Hostile vs. Friendly Takeovers</i>	18
Gráfico 4 - Histórico do EBIT e Lucro Bruto e Margem Operacional do Grupo Soma ...	22
Gráfico 5 - Histórico do EBIT, Lucro Bruto e Margem Operacional da Arezzo&Co	23
Gráfico 6 - Projeção da receita líquida, despesas operacionais e margem operacional do Grupo Soma.....	41
Gráfico 7 - Projeção da receita líquida, despesas operacionais e margem operacional da Arezzo&Co.....	41
Gráfico 8 - Simulação de Probabilidade do Variação do Valor da Firma.....	51

1. INTRODUÇÃO

No mundo contemporâneo, marcado por intensa competitividade e transformações econômicas, as fusões e aquisições (*mergers & acquisitions* – M&A) são estratégias importantes para o crescimento e expansão de empresas, que têm o principal objetivo de gerar sinergias significativas. Processos bem executados podem resultar em vantagens competitivas expressivas, como a redução de custos, aumento da eficiência operacional e criação de valor para consumidores e acionistas. Todavia, nem sempre os objetivos estratégicos e operacionais são alcançados a partir dos acordos definidos, uma vez que a transação pode gerar custos de integração altos e conflitos entre as partes interessadas.

Em 2023, fusões e aquisições no setor de tecnologia representaram cerca de 45% das transações no Brasil, seguido dos setores de consumo e indústria de manufatura e automotiva. Após empresas enfrentarem a volatilidade causada pela pandemia do Covid-19, elas vêm adotando aquisições estratégicas como um impulsionador de crescimento, com a finalidade de diversificarem suas carteiras e desenvolverem competências essenciais para melhorias rápidas, aproveitando a alta demanda e a estabilização das cadeias de abastecimento (PwC, 2024).

Ademais, no primeiro semestre de 2024, o mercado de M&A no Brasil movimentou um volume de 747 transações, representando aproximadamente R\$ 101,5 Bi. (Valor Econômico, 2024). Nesse contexto, no primeiro trimestre de 2024, o anúncio da fusão entre dois dos maiores *players* do setor de moda no país, o Grupo Soma (SOMA3) e a Arezzo&Co (ARZZ3), foi um marco no varejo brasileiro. A transação é vista como a maior fusão do varejo desde 2011, com a união da Droga Raia com a Drogasil. Nos períodos seguintes ao anúncio e com a celebração do acordo de associação, as empresas apresentaram sessões voláteis em suas ações, com altas e baixas nos preços de seus papéis ao longo dos dias (InfoMoney, 2024).

A empresa resultante da fusão, a Azzas 2154 (AZZA3), teve seu faturamento anual estimado em R\$12 bilhões em 01 de agosto de 2024, logo após a estreia da empresa bolsa de valores (B3), e é dona de 34 marcas e mais de duas mil lojas. Além disso, a empresa estreou com suas ações em alta de 3,6% e cotadas a R\$50,39 (Valor Econômico, 2024).

O presente trabalho visa investigar essa estratégia adotada pelas empresas, que revela uma série de questões a serem avaliadas, como a estimativa de ganhos de sinergia, de modo a responder algumas perguntas:

(1) Quais são os principais ganhos de sinergia resultantes da fusão entre o Grupo Soma e a Arezzo&Co, e como esses ganhos podem impactar o valor da nova empresa, Azzas 2154?

(2) Como as premissas de crescimento e as sinergias influenciam as projeções de valor das empresas no processo de fusão?

(3) Qual a probabilidade de a fusão não gerar ganhos de sinergia?

Com base em estudos teóricos, revisão de artigos e entrevistas conduzidas com representantes das empresas a serem apresentadas, foram coletadas as informações necessárias para a construção deste trabalho. As restrições a esta pesquisa abrangem a limitação de dados disponíveis, decorrente da complexidade e, por vezes, da escassez de informações específicas sobre processos de fusão e aquisição no setor.

O estudo está estruturado em cinco capítulos da seguinte forma: o primeiro é esta introdução, seguido do segundo capítulo com Revisão de Literatura, em que os tipos de operações e passos para realizar um M&A são definidos e possibilidades de ganhos de sinergia são apresentados. O terceiro capítulo traz algumas informações sobre o histórico das empresas e desempenho financeiro. O quarto é atribuído à Metodologia adotada de fluxo de caixa descontado para as empresas separadas e unidas e uma proposta de análise dos ganhos de sinergia. O quinto capítulo expõe os resultados trazendo os *valuations* detalhados e uma análise a partir da simulação de Monte Carlo para avaliar variações nos ganhos de sinergias com a fusão. Finalmente, o sexto desenvolve as conclusões.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Fusões e Aquisições

2.1.1. Classificações de aquisições

Embora os termos “fusão” e “aquisição” sejam frequentemente utilizados de forma intercambiável, na realidade, possuem significados diferentes. De acordo com o artigo 227 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/76), uma aquisição é uma operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucedem em todos os direitos e obrigações. Já o artigo 228 da mesma lei define que uma fusão é uma operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações. Essa ação é conhecida como *mergers of equal*; as ações de ambas as empresas são entregues e novas ações são emitidas no seu lugar (De Miranda e Tardin, 2021).

Segundo Damodaran (2012), existem diversas formas na qual uma empresa pode ser adquirida pela outra. Na fusão, por exemplo, os conselhos de administração de duas empresas concordam em combinar e buscar acionistas para aprovação da combinação. Na maior parte dos casos, pelo menos 50% dos acionistas da empresa-alvo e da empresa licitante necessitam concordar com a estratégia. Com isso, a empresa-alvo deixa de existir e passa a fazer parte da empresa adquirente.

Já em uma oferta pública de aquisição, uma empresa oferece comprar as ações de uma outra por um preço específico e comunica essa oferta diretamente aos acionistas, contornando a administração e o conselho de diretores da empresa-alvo. A empresa adquirida continua a existir enquanto houver acionistas minoritários que recusarem a oferta feita.

Quando há apenas a compra de ativos, uma empresa adquire os ativos de outra, feita uma votação formal dos acionistas da empresa que está sendo adquirida.

Por fim, existe uma categoria de aquisições em que uma empresa é adquirida por sua própria administração ou por um grupo de investidores. Após essa transação, a empresa adquirida pode deixar de ser negociada publicamente e tornar-se uma empresa privada. Essas aquisições são

chamadas de compra pela administração (*management buyouts*) se envolverem os gestores, e compra alavancada (*leveraged buyouts*) se os fundos para a aquisição vierem predominantemente de dívidas.

2.1.2. Passos para realizar um M&A

Ao longo do tempo, diversas referências elencaram as etapas necessárias a serem seguidas para que um processo de M&A crie valor e seja efetivo. Sudarsanam (2003) entende um M&A como um processo dividido em 5 fases ligadas entre si: estratégia corporativa, organização de M&A, elaboração da estruturação da transação, integração pós aquisição e auditoria pós aquisição.

Galpin e Herndon (2007) denominam o processo em questão como modelo de fluxo de negociação e o dividem em oito etapas: formulação, localização, investigação, negociação, integração, motivação, inovação e avaliação.

DePamphilis (2011) define o processo por meio de 10 fases, passando pelos passos de planejamento, implementação e a reavaliação da operação. Na etapa do planejamento, elabora-se o plano de negócios com estratégias e objetivos a serem alcançados e o plano de aquisição e eventual fusão. Além disso, ocorre a procura de candidatos que cumpram os critérios selecionados, a análise e hierarquização dos candidatos e o primeiro contato com a empresa alvo. Na implementação, existe a fase de negociação – composta por avaliação, estruturação da transação, *due diligence* (análise prévia de informações de uma empresa), plano financeiro e decisão –, o plano de integração, o fechamento do acordo e, por fim, implementa-se a integração (Ferreira, 2021).

2.2. Sinergias em M&A

Segundo conceitos abordados por Damodaran (2012), a existência de sinergias é central nas estratégias de M&A, sendo destacada como o valor adicional que é esperado surgir da combinação de duas ou mais empresas e frequentemente utilizada para justificar essas operações. Esse valor adicional pode se manifestar de diversas maneiras, como aumento da eficiência operacional, redução de custos, ou ampliação das oportunidades de mercado. De forma geral, o objetivo do

processo de M&A é que a empresa resultante da fusão ou aquisição seja mais valiosa do que a soma das partes separadas.

De acordo com o autor, a sinergia operacional ocorre quando a integração das empresas gera eficiência superior à que poderiam alcançar isoladamente, como evidenciado pela economia de escala – onde a produção em maior volume reduz o custo por unidade e, conseqüentemente, melhora a margem de lucro. Essa sinergia também pode resultar da complementaridade entre recursos, como quando a fusão de uma empresa com forte presença de mercado e outra com produtos inovadores aumenta as vendas ao ampliar a visibilidade e o acesso aos produtos. Adicionalmente, a economia de escopo permite que a combinação das empresas diversifique suas ofertas de forma mais eficiente, e a integração de funções empresariais, como marketing e distribuição, torna os processos mais ágeis e competitivos.

Por outro lado, a sinergia financeira pode resultar em maior fluxo de caixa ou menor custo de capital para a empresa combinada. Isso pode ocorrer quando uma empresa com excesso de caixa se une a outra com projetos de alto retorno, permitindo um uso mais eficiente dos recursos. Além disso, a fusão pode aumentar a capacidade de endividamento, pois a combinação dos fluxos de caixa torna a empresa mais estável, permitindo que ela se beneficie de deduções fiscais maiores.

Por fim, é importante mencionar que, embora a sinergia seja frequentemente apresentada como um dos principais benefícios de M&A, sua realização na prática pode ser desafiadora. Muitos fatores, como diferenças culturais, dificuldades na integração dos sistemas operacionais e resistências internas, podem comprometer a efetivação das sinergias esperadas. Estudos empíricos indicam que, em muitos casos, o valor projetado de sinergia não se materializa plenamente, o que sublinha a importância de uma análise cuidadosa e de uma execução meticulosa durante o processo de fusão ou aquisição (Damodaran, 2012).

2.3. M&As Baseados em Sinergia

As sinergias são frequentemente mencionadas como uma das principais razões para a realização de M&As (Calipha et al., 2010). No entanto, é importante que as empresas envolvidas em tais operações realizem uma análise cuidadosa para identificar e quantificar as potenciais sinergias, garantindo que os benefícios superem os custos associados à transação e à integração.

A abordagem de M&As com foco em sinergias é uma estratégia que tem sido amplamente adotada por empresas em diversos setores, como o de tecnologia – onde a integração de plataformas tecnológicas pode resultar em inovações significativas – e o de consumo – onde a consolidação de marcas pode levar a uma maior penetração de mercado. No entanto, o sucesso dessas operações depende de uma execução eficaz e da capacidade das empresas em capturar o valor das sinergias identificadas.

Um grande exemplo é a aquisição da Pixar pela Disney em 2006, estrategicamente motivada pelas sinergias criativas e operacionais que poderiam ser realizadas ao combinar os talentos da Pixar com os vastos recursos de distribuição e marketing da Disney (The Walt Disney Company, 2006). A sinergia resultante permitiu à Disney revitalizar seu estúdio de animação, liderar inovações no cinema de animação e aumentar significativamente suas receitas com sucessos de bilheteria como "Toy Story" e "Finding Nemo".

Outro exemplo é a fusão entre a American Airlines e a US Airways em 2013 (American Airlines, 2024), que formou a maior companhia aérea do mundo em termos de passageiros e receita, combinando a American Airlines, que estava em reestruturação, com a US Airways, em melhor situação financeira. Esse movimento consolidou rotas, otimizou operações e expandiu a presença global da nova entidade, que manteve o nome American Airlines. A fusão melhorou a competitividade e ofereceu mais opções aos passageiros ao aproveitar sinergias operacionais e ampliar a rede de rotas.

A aquisição da The Body Shop em 2017 trata de um exemplo de aquisição no contexto brasileiro, adotada pela Natura para diversificação e expansão internacional da marca. No entanto, diferentemente dos demais, as dificuldades financeiras e operacionais se intensificaram ao longo dos anos, e a crise gerada pela pandemia acentuou os problemas enfrentados pela empresa. Em 2023, a Natura decidiu vender a The Body Shop para o grupo de investimentos alemão Aurelius, de forma a enfrentar seus desafios financeiros, buscando simplificar sua estrutura e focar em suas operações principais. (SUNO Notícias, 2023).

Em resumo, a concretização de sinergias exige um planejamento meticuloso e uma execução eficaz da integração pós-fusão. Quando bem-sucedida, a sinergia pode transformar o panorama competitivo de um setor e criar líderes de mercado que dominem em inovação, eficiência e alcance global.

2.4. Comportamento de Ações com M&As

As operações de fusões e aquisições geralmente provocam uma reação do mercado, podendo impactar de forma significativa no comportamento das ações dessas empresas. Segundo Damodaran (2012), o comportamento dos preços das ações pode variar dependendo de vários fatores, como: a percepção do mercado sobre potenciais sinergias, a estratégia de aquisição e o *valuation* da empresa-alvo.

Após o anúncio de uma aquisição, o mercado geralmente reage rapidamente, refletindo as expectativas sobre o sucesso da transação. Se os investidores acreditam que a aquisição pode vir a gerar sinergias significativas, o preço das ações da empresa adquirente tende a subir. Por outro lado, se o mercado perceber que a empresa adquirente pagou um valor excessivo pela empresa-alvo, ou se houverem dúvidas acerca da capacidade de integração das operações, o preço das ações pode cair.

Os acionistas da empresa-alvo são frequentemente os maiores beneficiários dos ganhos iniciais, experimentando retornos excedentes significativos após o anúncio da aquisição - por exemplo, é relatado que esses acionistas podem obter retornos médios de 30% em ofertas de compra bem-sucedidas (Damodaran, 2012). Por outro lado, para a empresa adquirente, os resultados a longo prazo podem ser menos favoráveis. Muitos estudos indicam que cerca de metade das empresas adquirentes experimentam retornos negativos, refletindo a volatilidade do mercado sobre o sucesso da integração e as sinergias prometidas.

Os Gráfico 1 e Gráfico 2 apresentam o comportamento das ações do Grupo Soma e da Arezzo ao longo do último ano. As ações do Grupo Soma apresentaram uma trajetória predominantemente de queda, com uma acentuada desvalorização até meados do ano, seguida por uma leve recuperação, mas sem retomar aos níveis anteriores. Ademais, as ações da Arezzo mostram uma performance com uma tendência de alta acentuada, especialmente no segundo

semestre, refletindo um aumento significativo em seu valor de mercado até o final do período analisado.

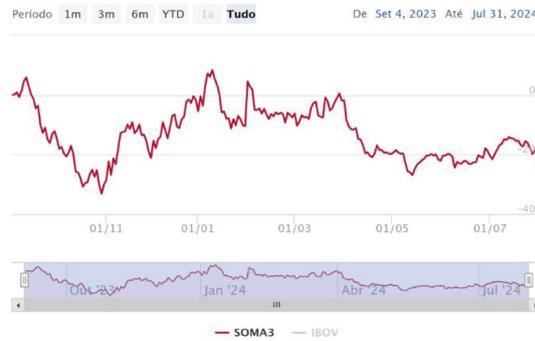


Gráfico 1 - Ações do Grupo Soma em 2023

Fonte: Grupo Soma (2024)

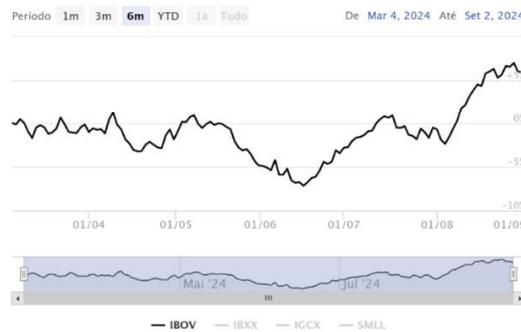


Gráfico 2 - Ações da Arezzo em 2023

Fonte: Arezzo (2024)

Portanto, o entendimento de como o mercado reage a anúncios de M&A e quais são os fatores determinantes para essas reações é fundamental para contextualizar o impacto financeiro dessas transações. O Gráfico 3 a seguir analisa as características financeiras das empresas-alvo em aquisições hostis e amigáveis, destacando as métricas de Retorno sobre o Patrimônio (ROE) das empresas-alvo em relação ao ROE médio do setor, o desempenho das ações das empresas-alvo em comparação ao mercado e a proporção de ações detidas pelos próprios administradores e principais acionistas.

Esses dados fornecem uma visão clara de como diferentes tipos de aquisições podem impactar o desempenho das ações das empresas-alvo.

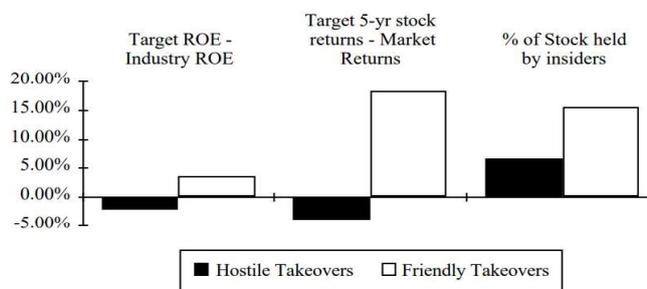


Gráfico 3 - Target Characteristics – Hostile vs. Friendly Takeovers

Fonte: Damodaran (2012)

O Gráfico 3 ilustra que as aquisições hostis geralmente ocorrem em empresas que apresentam um ROE inferior ao da média do setor, indicando uma possível subvalorização e atraindo os adquirentes que enxergam potencial para melhorias financeiras e operacionais. Esse tipo de aquisição também tende a ter um percentual mais baixo de ações detidas internamente, sugerindo menor controle e alinhamento de interesses entre a gestão e os acionistas.

Em contraste, as aquisições amigáveis tendem a ocorrer em empresas-alvo com um desempenho financeiro mais ao do setor – no qual a administração já possui uma participação significativa nas ações. Esse fator pode representar um alinhamento mais forte entre os interesses dos acionistas, reduzindo a resistência às ofertas de aquisição.

Dessa forma, os ganhos iniciais obtidos pelas ações da empresa-alvo podem ser apropriados pelos acionistas, mas, com o decorrer do tempo, a situação final pode não ser tão favorável para a empresa adquirente. Diversos estudos relatam que aproximadamente metade de todas as empresas adquirentes experimentam retornos negativos após o anúncio de uma aquisição. Isso pode ocorrer devido ao pagamento de um prêmio excessivo pela empresa-alvo ou por uma falha na integração das operações das duas empresas, o que resulta em sinergias não realizadas e custos imprevistos.

Portanto, apesar dos ganhos iniciais que podem ser observados, a fase final pode não ser tão vantajosa para a empresa adquirente, devido a desafios na execução da estratégia de M&A e na realização das sinergias esperadas.

3. SETOR DE VESTUÁRIO E CALÇADOS NO BRASIL

3.1. O Setor de Vestuário

Nos últimos anos, o cenário macroeconômico brasileiro vem apresentando uma série de desafios e oportunidades para o setor varejista, particularmente nas áreas de moda, calçados e acessórios. Desde o Plano Real, em 1994, o Brasil experimentou um longo período de controle inflacionário, proporcionando maior estabilidade para o desenvolvimento do varejo e crescimento das classes consumidoras, beneficiadas pela diversificação das marcas e pela ampliação do crédito ao consumidor. Mais recentemente, enquanto a pandemia de COVID-19 impôs uma série de obstáculos ao crescimento, também foi responsável pelo impulsionamento da transformação digital e o fortalecimento de canais de *e-commerce*, essenciais para a continuidade das vendas. Grandes *players* como Arezzo, Riachuelo, Grupo Soma, Renner e C&A vêm consolidando suas operações no mercado nacional e buscando crescimento por meio de fusões e aquisições, visando fortalecer suas marcas.

O setor de Vestuário e Calçados no Brasil ocupa uma posição significativa na economia nacional, representando uma parcela expressiva do mercado de consumo e geração de empregos. De acordo com a Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confecção (ABIT, 2024), o Brasil é um dos maiores produtores de têxteis e confecções do mundo, movimentando anualmente mais de R\$ 193,2 bilhões e empregando cerca de 1,5 milhões de pessoas.

Ademais, o mercado de vestuário no Brasil é diverso, com grandes marcas nacionais e internacionais competindo por consumidores que buscam tanto moda rápida quanto qualidade e sustentabilidade. Além disso, o setor enfrenta desafios como a alta carga tributária e a competitividade de preços, especialmente quando comparados ao mercado internacional onde são ofertados produtos a preços mais baixos.

Dessa forma, o mercado brasileiro de vestuário e calçados permanece em constante transformação, na busca pela modernização das operações e adequação às novas tendências e demandas dos consumidores – o que gera novas oportunidades para as marcas internamente e mostrando a relevância de fusões e aquisições como fortes estratégias de expansão e consolidação das empresas dentro do mercado.

A motivação para fusões, como a que ocorreu entre o Grupo Soma e a Arezzo, está enraizada em um cenário de alta competitividade e pulverização de marcas, que caracteriza o setor de moda e acessórios no Brasil. A estrutura de mercado conta com uma grande quantidade de pequenas e médias empresas, além de marcas internacionais que disputam espaço e atenção dos consumidores brasileiros. Esse ambiente resulta na busca por sinergias operacionais e financeiras das empresas, como forma de aumentar sua participação de mercado e otimizar custos. No caso do Grupo Soma e da Arezzo, a fusão visa a potencializar a expansão de portfólio de produtos e o fortalecer suas redes de distribuição, permitindo ganhos de escala e eficiência no atendimento às demandas do consumidor brasileiro – que valoriza inovação, variedade e conveniência. Esse movimento não apenas responde à competitividade do mercado, mas também visa a fortalecer as empresas contra possíveis oscilações econômicas, aproveitando o ambiente de estabilidade inflacionária e juros ainda relativamente controlados.

A Tabela 1 a seguir mostra o faturamento dos diferentes segmentos de varejo, onde podemos analisar a performance mais detalhada do segmento de Tecidos, vestuário e calçados – segmento de atuação das empresas em destaque no trabalho.

Tabela 1 - Faturamento dos diferentes segmentos do setor de varejo ao ano

	Ano x Ano													Acumulado
	out.-23	nov.-23	dez.-23	jan.-24	fev.-24	mar.-24	abr.-24	mai.-24	jun.-24	jul.-24	ago.-24	set.-24	out.-24	
Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	20%	23%	11%	11%	10%	16%	4%	5%	8%	1%	4%	6%	0%	6%
Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	-11%	-3%	-1%	-8%	-3%	3%	-8%	1%	4%	-3%	3%	-1%	4%	-1%
Livros, jornais, revistas e papelaria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Móveis e eletrodomésticos	-13%	3%	-6%	-6%	-17%	-18%	-17%	-10%	7%	6%	-7%	-5%	15%	-6%
Tecidos, vestuário e calçados	0%	11%	0%	-1%	2%	7%	1%	11%	6%	5%	8%	3%	7%	4%
Outros artigos de uso pessoal e doméstico	35%	26%	23%	-7%	-1%	4%	-1%	1%	8%	-2%	1%	-1%	12%	2%

*(%) número, não divulgado por falta de dados de amostragem.

Fonte: HiPartners, 2024

3.2. Grupo Soma e Arezzo&Co

3.2.1. Histórico, Atuação e Estratégia

O Grupo Soma, uma das maiores plataformas de moda do Brasil, foi fundado em 2010 com a fusão das marcas Animale e Farm. Com uma atuação que abrange desde o público feminino adulto até o infantil e masculino, o Grupo Soma adota uma estratégia multimarca, buscando sinergias operacionais e financeiras entre suas marcas. Além disso, investe fortemente em *omnichannel*, integrando diferentes canais de vendas como físicas e digitais para oferecer uma experiência de compra mais fluida aos consumidores (Soma, 2024).

Desde sua fundação, o grupo expandiu seu portfólio por meio de aquisições estratégicas e crescimento orgânico, com a criação da marca infantil Fábula e feminina A.Brand em 2014, e a entrada no mercado masculino com a aquisição da Foxton em 2015. Ademais, em 2017, o grupo adquiriu a marca feminina premium Cris Barros e lançou a Off Premium, focada na moda brasileira. Em 2019, a Animale realizou um *spin-off*, dando origem às marcas Animale Jeans e Animale Oro. Já no ano de 2020, o Grupo Soma ampliou ainda mais seu portfólio com a aquisição da Maria Filó e anunciou a compra da NV, e em 2021, o grupo iniciou uma fusão com a Hering para aumentar seu alcance no mercado.

Por sua vez, a Arezzo&Co, fundada em 1972 por Anderson Birman em Belo Horizonte, é uma líder no setor de calçados, bolsas e acessórios femininos no Brasil. Sua estratégia de crescimento se destacou, também, por uma série de aquisições estratégicas que têm ampliado seu portfólio e reforçado sua posição de liderança no mercado.

Em 2020, a marca adquiriu a Reserva, sendo um marco de sua entrada na moda masculina e diversificando seu portfólio, permitindo a exploração de novas categorias de produtos e integração de operações. Ademais, em 2022, a Arezzo&Co comprou a MyShoes, reforçando sua presença em calçados femininos acessíveis e no ano de 2021, adquiriu, também, a BAW Clothing, especializada em streetwear, e a Carol Bassi, voltada para moda feminina premium.

Dessa forma, a empresa possui um portfólio diversificado com marcas renomadas como Arezzo, Schutz, Anacapri, Alexandre Birman, Fiever, Alme e Vans (licenciada no Brasil). Focada em design, qualidade e inovação, a Arezzo&Co atende a diversos segmentos de mercado e conta

com uma forte presença no varejo, com uma extensa rede de lojas próprias e franquias, além de uma significativa atuação no comércio eletrônico. Sua estratégia de crescimento inclui a expansão internacional e a diversificação de produtos e marcas (Arezzo&Co., 2024).

3.2.2. Desempenho Financeiro

Antes da fusão, o Grupo Soma mostrava um desempenho financeiro sólido, com crescimento constante em receita e lucro líquido. Em 2020, realizou sua oferta inicial pública de ações (IPO) na B3, levantando cerca de R\$1,8 bilhões – recursos que foram direcionados a expansão e aquisições (Brazil Journal, 2024). A Arezzo&Co, por sua vez, também vinha apresentando resultados financeiros robustos, com um crescimento contínuo em receita e rentabilidade. Além disso, a empresa fez movimentos estratégicos importantes, como a aquisição da operação da marca Vans no Brasil e a entrada no mercado de vestuário com a marca Schutz.

Nos Gráfico 4 e Gráfico 5 a seguir, é possível observar que, além da expansão de marcas mencionada no capítulo anterior, ambas as empresas demonstraram crescimento constante em suas métricas financeiras, incluindo aumento de Lucro Bruto e EBIT. Esse crescimento sustentável reflete o sucesso das estratégias de expansão e diversificação adotadas pelo Grupo Soma, garantindo sua posição de destaque no mercado brasileiro de moda.

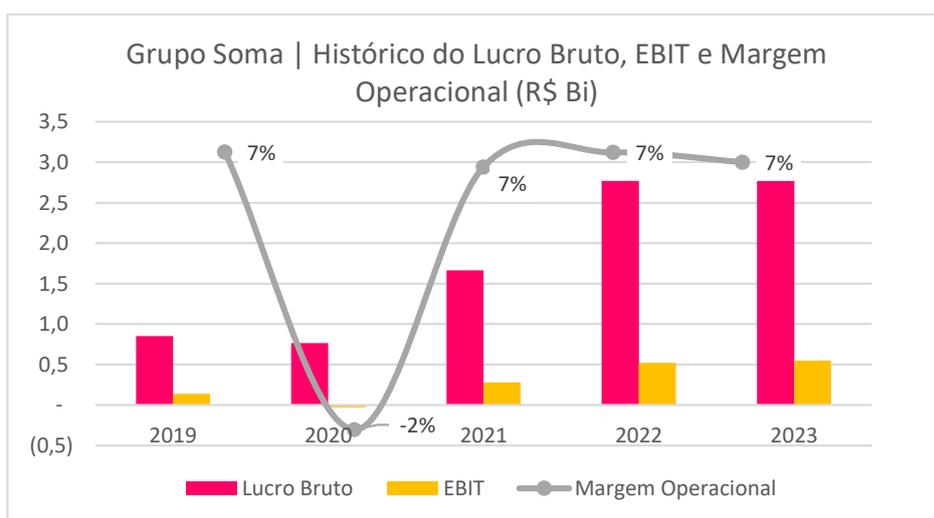


Gráfico 4 - Histórico do EBIT e Lucro Bruto e Margem Operacional do Grupo Soma

Fonte: Autoria própria

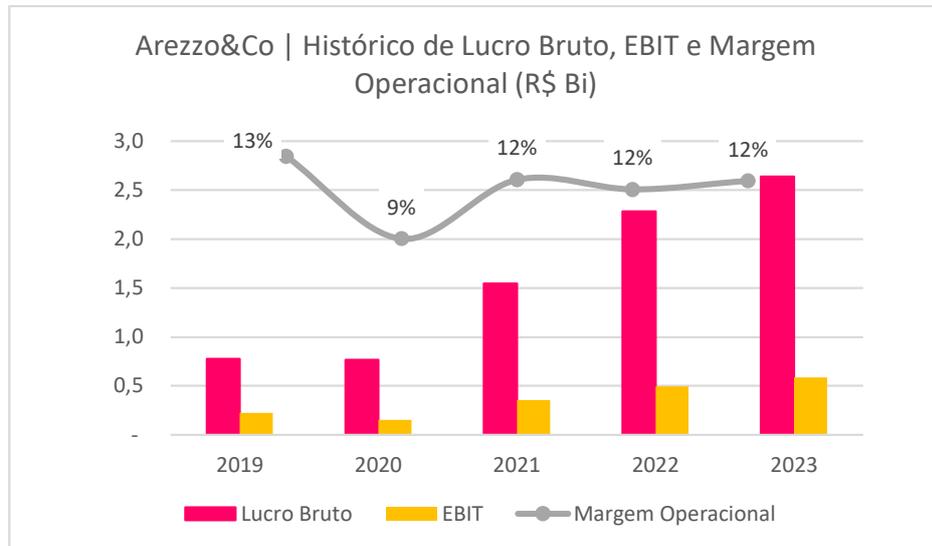


Gráfico 5 - Histórico do EBIT, Lucro Bruto e Margem Operacional da Arezzo&Co

Fonte: Autoria própria

Ademais, é possível observar que tanto o Grupo Soma quanto a Arezzo&Co mantiveram um crescimento consistente nessas métricas ao longo dos últimos anos. Esse aumento sugere uma estratégia de expansão bem-sucedida, na qual ambas as empresas buscaram fortalecer suas operações e ampliar sua presença no mercado, especialmente após o IPO e aquisições no caso do Grupo Soma. O crescimento do Lucro Bruto e do EBIT, mesmo diante de pressões no mercado, demonstra a resiliência operacional das empresas, com investimentos em expansão sendo acompanhados por uma gestão eficaz das margens operacionais.

Tanto o Grupo Soma quanto a Arezzo&Co conseguiram balancear suas despesas operacionais com o crescimento de suas receitas, garantindo que as margens não fossem comprometidas de forma significativa – reforçando a capacidade das empresas em sustentarem seu crescimento sem o comprometimento da rentabilidade. Dessa forma, fica evidente a importância de um equilíbrio entre expansão e eficiência operacional, aspecto crucial para a geração de sinergias na fusão das empresas. A consolidação das operações e a racionalização das despesas projetam um ganho de eficiência, contribuindo para fortalecer a posição competitiva de ambas as marcas no mercado brasileiro de moda, calçados e acessórios.

3.2.3. Contexto e Motivações da Fusão

Em 2024, a fusão entre o Grupo Soma e a Arezzo&Co foi anunciada, marcando um dos maiores movimentos de consolidação no setor de moda brasileiro. As razões para essa operação incluem tanto uma diversificação de portfólios quanto sinergias operacionais. No primeiro caso, a fusão resulta em um portfólio variado de marcas, cada uma direcionada a diferentes segmentos e públicos, fortalecendo a presença das empresas no mercado de moda e estilo de vida. Já em relação às sinergias operacionais, a união das empresas permite otimizar processos logísticos, produção, distribuição e gestão de estoques, resultando em redução de custos e aumento da eficiência operacional.

O processo de M&A entre o Grupo Soma e a Arezzo seguiu uma série de etapas – conforme mencionado na seção 2.1.2 – começando com o alinhamento estratégico, visando sinergias entre suas marcas e a expansão no mercado de moda. Em maio de 2024, foi realizado o Laudo de Avaliação do Grupo Soma, visando a avaliação do patrimônio líquido contábil e o avanço na incorporação pela Arezzo. Esse laudo forneceu uma análise detalhada dos ativos e passivos da empresa, marcando um passo importante na formalização do processo.

Em seguida, foi aberto o Protocolo de Justificação de Incorporação e uma Assembleia Geral Extraordinária (AGE) foi convocada para discutir a incorporação, a ratificação da empresa avaliadora, o aumento de capital social e a reforma do estatuto social e, após a formalização, a integração das operações buscou maximizar as sinergias e eficiência. Por fim, a auditoria pós-aquisição foi realizada buscando o acompanhamento dos resultados e ajustes necessários para o sucesso da transação a longo prazo.

A operação pode ser considerada como uma fusão entre iguais, formando uma holding que controla todas as marcas e operações das duas empresas. Os acionistas de ambas passaram a possuir participações na nova empresa, com acordos de governança que garantem uma gestão equilibrada. Com isso, a Azzas 2154 representa um marco significativo no setor de moda brasileiro, unindo duas empresas com históricos de sucesso e estratégias complementares. Essa operação tem o potencial de redefinir o panorama da moda no Brasil e na América Latina, criando uma entidade mais robusta e preparada para enfrentar os desafios e aproveitar as oportunidades do mercado global.

O quadro de unidades de negócios da Azzas 2154, apresentado na Figura 1 a seguir – representa uma consolidação significativa no setor de moda no Brasil. A combinação das forças do Grupo Soma com a Arezzo&Co trata-se de uma ação estratégica que proporciona uma diversificação de portfólio e reforça a posição da Azzas 2154 como líder no setor, oferecendo produtos de diferentes segmentos para diferentes perfis de consumidores e integrando sinergias de operação e distribuição. Assim, a fusão demonstra um foco claro em crescimento, inovação e adaptação às demandas do mercado de moda, fortalecendo sua capacidade de competir tanto no mercado brasileiro quanto internacionalmente.

Calçados e Acessórios	Vestuário Feminino Lifestyle	Vestuário Democrático	Vestuário Masculino Lifestyle
AREZZO	FARM	HERING	Reserva\
SCHUTZ	FARM RIO	HERING KIDS	Reversa
VANS <small>OFF THE WALL</small>	ANIMALE	HERING SPORTS	Reserva mini
ANACAPRI	ANIMALI ONE	HERING INTIMATES	Oficina
BIRNAN	OV	D Z A R M	INT
PARIS TEXIS	MARIA F.L.S.		@simples
Vicenza)	CRIS BARRIUS		Baw®
B R I Z Z A AREZZO	CAROL BASSI		Reserva\Go
ALME	#fabula		fontan
	OFFPREMIUM		
	TROC		

Figura 1 - Unidades de Negócios Azzas 2154

Fonte: Azzas 2154 (2024)

4. METODOLOGIA

4.1. Avaliação de empresas

Avaliação de empresa (em inglês, *valuation*) é o processo de avaliar uma organização estimando seu valor intrínseco, ou seja, seu valor real. No contexto do varejo de moda, setor da indústria altamente influenciado por mudanças de hábitos de consumo, o *valuation* deve levar em consideração desafios e características específicas do mercado, como as tendências de consumo, sazonalidade e percepções de marca.

Segundo Damodaran (2012), o *valuation* pode ser aplicado em diversas áreas, como na gestão de portfólios, análises de aquisição e em finanças corporativas.

Na gestão de portfólios, a avaliação é determinada em grande parte pela filosofia do investidor ativo, que atua como gestor de sua carteira. Fatores como variações de demanda e imprevisibilidade de tendências influenciam decisões nessa gestão.

Nos processos de aquisição, o *valuation* revela papel importante na decisão da estratégia a partir da determinação do valor da empresa alvo e aceitação ou recusa de ofertas. Nesse caso, como mencionado anteriormente, também é necessário considerar o fator da sinergia. A sinergia resultante de uma fusão no setor de varejo, por exemplo, inclui aspectos como otimização de eficiência operacional, redução de custos, aumento de receita e potencial de expansão de mercado.

Já no campo das Finanças Corporativas, se o papel do *valuation* é a maximização do valor de uma firma – diretamente relacionado às decisões que ela toma, seus projetos, financiamentos e políticas –, a relação entre decisões financeiras e estratégias corporativas deve ser considerada. A avaliação pode ser usada como parâmetro de comparação com outras empresas do setor, levando em conta o desempenho financeiro a partir de indicadores como margens de lucro, geração de caixa e retorno sobre investimentos (ROI).

Nessa perspectiva, Damodaran (2012) revela abordagens distintas no cálculo do *valuation* de uma empresa. O método do valor intrínseco considera a estimativa dos fluxos de caixa do ativo, sua volatilidade e vida útil, enquanto a avaliação relativa compara o preço do ativo com ativos similares, para entender se o preço está alto ou baixo.

O presente trabalho propõe a avaliação com base no fluxo de caixa descontado das empresas separadamente e a análise na sequência de uma possível fusão entre empresas, com o cálculo subsequente do valor adicionado pelas sinergias.

4.2. Fluxo de Caixa

4.2.1. Período de previsão explícita

O método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é uma das maneiras mais completas de se realizar o processo de precificação de ativos. Ele se dá pela soma dos fluxos de caixa de uma organização trazidos a valor presente, considerando o desconto a uma taxa de custo de oportunidade e o risco envolvido, conforme a equação (1):

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCt}{(1+K)^t} \quad (1)$$

Onde:

V = Valor da empresa

FCt = Fluxo de caixa no período t

K = Taxa de desconto refletindo o risco dos fluxos de caixa estimados

Existem duas metodologias que podem ser utilizadas para o cálculo do FCD: o Fluxo de Caixa da Firma (*Free Cash Flow to Firm* – FCFF), também chamado de Fluxo de Caixa Livre (FCL) e o Fluxo de Caixa para o Acionista (*Free Cash Flow to Equity* – FCFE). A ótica da firma considera o fluxo de caixa disponível para todos os provedores de capital (acionistas e credores), refletindo o potencial de geração de renda antes do pagamento de dívidas. Já a ótica do acionista leva em conta forma de financiamento e dívidas da empresa, excluindo, portanto, os fluxos financeiros provenientes das dívidas e considerando apenas o que sobra para o acionista. O método escolhido para o presente trabalho será o FCFF, por tratar da avaliação do valor intrínseco da holding criada.

Nessa perspectiva, é necessário calcular o Valor Presente dos Fluxos de Caixa Livre (FCL) a fim de determinar os recursos “livres” e descontá-los a valor presente. A Figura 2 apresenta como é feito esse cálculo a partir das informações contábeis das Demonstrações de Resultado de uma empresa, seguida da equação (2) que revela o cálculo geral do FCL para cada instante de tempo.

Receita Operacional Bruta
(-) Encargos/Tributos
= Receita Operacional Líquida
(-) Despesas operacionais
= EBITDA
(-) Depreciação
= EBIT (LAJIR)
(-) Imposto de Renda sobre EBIT
(+) Depreciação
(-) CAPEX
(-) Variação de Capital de Giro
= FCL

Figura 2 - Cálculo Fluxo de Caixa Livre

Fonte: Autoria propria

$$FCL_t = LAJIR_t * (1 - IR) + Depreciação_t - CAPEX_t - Variação de Capital de Giro_t \quad (2)$$

onde CAPEX é o investimento realizado em capital de longo prazo.

A partir dos resultados obtidos para o FCL, o Valor Presente do período de previsão explícita pode ser obtido a partir da equação (3). Devido ao fato de a indústria varejista de moda estar em constante mudança e evolução, será considerado um horizonte de tempo de previsão explícita de 7 anos.

$$VP \text{ Período de Previsão Explícita} = \frac{FCL_1}{(1+K)^1} + \frac{FCL_2}{(1+K)^2} + \frac{FCL_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{FCL_n}{(1+K)^n} \quad (3)$$

Onde:

FCL = Fluxo de Caixa Livre no ano t

K = Taxa de desconto, ou custo de capital

4.2.2. Valor Terminal e Perpetuidade

Os conceitos de valor terminal e perpetuidade são amplamente utilizados em Finanças Corporativas, particularmente em avaliações de empresas por meio de metodologias como o FCD. A determinação cuidadosa do valor terminal é fundamental, pois ele representa uma parcela significativa do valor total da empresa, especialmente em indústrias onde se assume que as empresas continuarão operando indefinidamente.

O valor terminal é utilizado para estimar o valor de uma empresa após o término do período de projeção dos fluxos de caixa. Devido à dificuldade de prever os fluxos de caixa em um horizonte de longo prazo, ele condensa as expectativas de desempenho futuro da empresa além do período previsto. Em modelos de FCD, o valor terminal pode representar uma fração significativa do valor total da empresa, uma vez que grande parte do valor de ativos duradouros está atrelada aos fluxos de caixa gerados a longo prazo (Damodaran, 2012).

No trabalho, é utilizado o modelo de crescimento perpétuo para o cálculo do valor terminal – apresentado a seguir e amplamente conhecido como fórmula de Gordon –, no qual é assumido que, após o período de projeção explícita, a empresa continuará a crescer a uma taxa constante e definida, conforme apresentado pela equação (4). A escolha desse método se justifica pela simplicidade e pela aplicabilidade em cenários onde o crescimento futuro da empresa pode ser razoavelmente previsto em termos constantes, permitindo uma estimativa do valor residual além do horizonte de projeção.

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCL_n * (1+g)}{K-g} \quad (4)$$

Onde:

FCL_n = Fluxo de Caixa Livre no último ano do período projetado

g = Taxa de crescimento perpétuo dos fluxos de caixa

K = Taxa de desconto ou custo de capital

Damodaran (2012) propõe que empresas só crescem em perpetuidade se tiverem uma estratégia de reinvestimento de seus lucros a taxas que sejam capazes de gerar valor nas suas operações. Assim, a taxa de crescimento pode ser estimada como na equação (5) a seguir:

$$g = \text{ROIC} * \text{RIR} \quad (5)$$

onde ROIC é o retorno sobre o capital investido e RIR é a taxa de reinvestimento de lucros da empresa.

O retorno sobre o capital investido, ou *Return Over Invested Capital* (ROIC), é calculado visando medir a eficiência das empresas em gerar lucro a partir de seu capital total (dívidas e patrimônio líquido), indicando se os retornos superam o custo do capital e identificando a geração de valor de forma eficaz para investidores. A seguir a equação (6) pode ser utilizada para seu cálculo:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{LAJIR} (1-\text{IR})}{\text{Capital Investido}} \quad (6)$$

onde capital investido considera investimentos de longo prazo, dado pela soma do imobilizado com intangível obtidos do balanço patrimonial da empresa, e investimentos em capital de giro.

Já a taxa de reinvestimento, ou *Reinvestment Rate* (RIR), indica a parcela dos lucros operacionais que a empresa direciona para financiar sua expansão, considerando o capital necessário para manter e ampliar sua estrutura produtiva. Calculada a partir dos investimentos líquidos em ativos fixos e capital de giro, em relação ao lucro operacional ajustado, essa taxa reflete o compromisso com o crescimento e a sustentabilidade dos retornos no longo prazo e está apresentada a seguir, na equação (7):

$$\text{RIR} = \frac{\text{Capex} - \text{Depreciação} + \Delta \text{Capital de Giro}}{\text{EBIT} * (1-\text{IR})} \quad (7)$$

4.2. Custo de Capital

A taxa de desconto, ou custo de capital, é função do risco dos fluxos de caixa estimados, com maiores taxas para ativos de maior risco, e menores para projetos mais seguros (Damodaran, 2012). Ela é utilizada para trazer os fluxos de caixa estimados futuros a valor presente, levando em consideração o risco associado.

Para se obter a taxa de desconto ajustada ao risco relacionada ao Fluxo de Caixa Livre gerado por uma empresa, deve-se calcular o custo médio ponderado de capital (*Weighted Average Cost of Capital* – WACC). Essa taxa representa a rentabilidade esperada média dos fornecedores de capital (credores e acionista). Vale ressaltar que o WACC pode refletir o risco associado de financiamento em uma empresa: uma taxa mais alta revela um risco percebido mais alto, enquanto uma taxa mais baixa, um risco menor.

O cálculo do WACC se dá pela equação (8) abaixo:

$$WACC = K_{cp} * \frac{CP}{CP+D} + K_d * (1 - IR) * \frac{D}{CP+D} \quad (8)$$

Onde:

K_{cp} = Custo do capital próprio

CP = Valor de mercado do capital próprio, ou seja, das ações das empresas

K_d = Custo da dívida

D = Valor da dívida da empresa

IR = Alíquota de imposto de renda

O custo do capital próprio é a taxa mínima de retornos que os acionistas esperam e o custo da dívida, ou custo de capital de terceiros, é a taxa de juros para levantamento de novas dívidas.

Para o cálculo do WACC é necessário estimar ambos o custo do capital próprio e de terceiros. Para o custo de capital próprio, costuma-se usar o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que estabelece uma relação entre o retorno esperado de um ativo, a taxa livre de risco e o prêmio de risco de mercado. O cálculo do custo de capital próprio se dá pela equação (9):

$$K_{cp} = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (9)$$

Onde:

K_{cp} = Custo do capital próprio

R_f = Rentabilidade do ativo livre de risco

β = Coeficiente beta, ou seja, a sensibilidade dos retornos da ação em relação ao retorno de mercado

R_m = Rentabilidade esperada do mercado

$R_m - R_f$ = Prêmio de risco de mercado

A taxa livre de risco revela o retorno de um investimento de baixo risco de mercado, que se dá geralmente, no Brasil, por títulos públicos de prazos mais longos. O prêmio de risco de mercado representa um retorno de mercado em comparação à taxa livre de risco. Nesse caso, considerando que mercados maduros, como o dos Estados Unidos, são mais estáveis do que o brasileiro, pode-se considerar também um prêmio de risco estimado para o mercado americano e ajustá-lo para o risco percebido no mercado brasileiro.

Já o beta (β) reflete a sensibilidade de ativos em meio a volatilidade do mercado, ou seja, seu risco sistemático. Um β maior que 1 sugere que o ativo é mais volátil, enquanto o β igual a 1 indica que o ativo se comporta como o mercado, e um β menor que 1, que o ativo é menos mutável que o mercado.

Tradicionalmente, β é estimado como o coeficiente angular da regressão entre os retornos de um ativo de risco versus o retorno de uma carteira diversificada de mercado conforme a equação (10) abaixo:

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} \quad (10)$$

Onde:

$Cov(R_i, R_m)$ = Covariância do retorno do ativo i (R_i) em relação ao retorno da carteira de mercado (R_m)

$Var(R_m)$ = Variância do retorno da carteira de mercado

No caso de *valuation* de empresas, pode-se usar a abordagem chamada de *bottom-up*. Nesse caso, considerando que o beta de uma empresa é composto por risco operacional e risco financeiro, ao invés de usar dados passados de uma única empresa para estimar, o mais indicado é olhar o beta setorial representativo da indústria em que a empresa se insere, capaz de refletir adequadamente o risco operacional, mas ajustá-lo ao nível de endividamento específico da empresa, capaz de refletir o risco financeiro.

Assim, é necessário diferenciar o beta alavancado e o beta desalavancado. Este último não considera as dívidas de uma empresa e, no caso da realização de um *valuation*, pode ser obtido a partir de uma média de betas de empresas comparáveis expurgando o efeito da relação entre dívida e capital próprio do beta alavancado de cada uma delas, a partir da equação (11).

$$\beta_u = \frac{\beta}{\left(1 + (1 - IR) * \frac{D}{CP}\right)} \quad (11)$$

Onde:

β_u = Beta desalavancado

β = Beta alavancado

$\frac{D}{CP}$ = Dívida sobre capital próprio

IR = Alíquota de imposto de renda

Em seguida, uma vez obtido o beta desalavancado do setor, ajusta-se o valor para refletir a relação dívida e capital próprio como um objetivo alvo da empresa a ser analisada a partir da mesma equação apresentada.

Além do custo de capital próprio, é necessário estimar o custo do capital de terceiros, ou seja, as taxas de juros cobradas por credores considerando o risco de crédito da empresa. Nesse caso, pode-se considerar que o custo de capital de terceiros é dado pela taxa livre de risco adicionada de um *spread* pelo risco de crédito associado a empresa.

4.3. Valor da Firma e Valor do Equity

O valor da firma representa o valor total dos ativos operacionais de uma empresa, ou seja, o montante necessário para adquirir todas as operações da companhia. Seu cálculo leva em consideração o crescimento ao longo dos anos, a dívida e o patrimônio líquido da empresa. Ele captura o valor do negócio como um todo, independentemente de como ele é financiado (com capital próprio ou dívida), sendo assim uma métrica fundamental para investidores, analistas e gestores ao avaliar o desempenho financeiro da organização.

Dessa forma, os fluxos de caixa futuros projetados, considerando o período de previsão explícita e a perpetuidade, são trazidos a valor presente usando uma taxa de desconto adequada, WACC. A equação (12) a seguir representa a soma dos fluxos de caixa descontados do período explícito ao valor terminal:

$$\text{Valor da Firma} = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCL_n * (1+g)}{(1+WACC)^n * (WACC-g)} \quad (12)$$

O valor dos acionistas, ou valor do *equity*, refere-se ao valor disponível para os acionistas da empresa, após deduzir todas as obrigações financeiras, como dívidas. Assim, representa a parte da firma que pertence diretamente aos acionistas, sendo o valor residual após o pagamento de todas as dívidas e obrigações com terceiros.

O valor do *equity* pode ser calculado a partir do valor da firma subtraindo-se a dívida líquida da empresa. A fórmula para o cálculo do valor da empresa é dada pela equação (13):

$$\text{Valor do Equity} = \text{Valor da Firma} - \text{Dívida Líquida} \quad (13)$$

4.4. Ganhos de sinergia

Para avaliar o impacto das sinergias com M&As – conforme abordado na seção 2.3 –, o procedimento envolve realizar inicialmente o *valuation* de cada empresa antes da fusão, utilizando o método de FCFF projetado para cada uma das empresas isoladamente. A partir da consolidação

de seus respectivos valores e considerando potenciais ganhos de sinergias no cenário de fusão, realiza-se também o *valuation* do novo fluxo consolidado.

Busca-se, então, fazer uma comparação entre os cenários: antes da fusão *versus* após fusão, a partir de premissas a respeito dos ganhos de sinergia. Tais premissas, considerando o setor de varejo, são refletidas através de um incremento de receita líquida, melhoria na margem operacional nas projeções futuras e aumento da taxa de crescimento, conseqüentemente aumentando o valor presente da empresa combinada.

Assim, espera-se obter a relação de que o valor consolidado das empresas deve ser maior do que a soma dos valores de cada empresa antes da fusão. No caso das empresas analisadas, o que se espera com este trabalho é observar se

$$\text{Valor da Azzas 2154} > \text{Valor da Arezzo\&Co.} + \text{Valor do Grupo Soma}$$

Em seguida, uma análise de sensibilidade busca entender mudanças de resultado geradas por alterações nos parâmetros utilizados no *valuation*. Dessa forma, variações nas premissas de sinergia podem impactar na avaliação. Para isso, o método da Simulação de Monte Carlo pode ser bastante útil, permitindo analisar a distribuição de probabilidade para ocorrência de cada uma das premissas e prever como elas sensibilizam o valor da empresa e ganho de sinergias com a fusão.

A análise proposta neste trabalho considera as alterações nas premissas de aumento de receita e diminuição de custos operacionais como ganhos de sinergia da fusão, de forma que isso resulte em aumento de valor da firma, Azzas 2154.

5. RESULTADOS

A partir da metodologia detalhada no capítulo anterior, foi possível encontrar os resultados explicitados neste capítulo, tanto para as avaliações separadas, quanto para a conjunta, com a fusão.

5.1. Avaliações separadas

5.1.1. Projeção de receitas e despesas

A projeção de receita foi estimada para as duas empresas separadamente a partir de uma segmentação entre diferentes canais de venda. Para o Grupo Soma, as categorias consideradas incluem: Lojas próprias (excluindo Hering e Farm Global), Franquias, Lojas Hering, Lojas Farm Global (que representam a operação internacional), Digital e Atacado. De forma similar, a segmentação da Arezzo&Co, abrange: Lojas próprias, Franquias, Mercado exterior, Digital, Atacado e Outros (receitas do mercado interno que não são específicas dos canais de distribuição).

Para as lojas físicas, a projeção de receita foi dividida em duas etapas: receitas provenientes da abertura de novas lojas e receitas incrementais das lojas já existentes. A projeção de novas aberturas foi baseada em dados históricos.

Para o Grupo Soma, prevê-se uma aceleração na abertura de lojas no mercado internacional, impulsionada pela tração da marca Global. No entanto, a expansão das franquias deve apresentar uma desaceleração, consequência do elevado número de fechamentos desses estabelecimentos em 2023.

Por outro lado, baseando-se no cenário dos últimos 3 anos, onde a Arezzo&Co seguiu abrindo diversas franquias, planeja-se manter a estratégia de abertura de novas franquias, com crescimento moderado na abertura de lojas no exterior. Em ambas as empresas, o canal digital surge como um elemento estabilizador e em constante crescimento, reduzindo a pressão para novas lojas próprias e sugerindo uma tendência de desaceleração nas aberturas nos próximos anos.

Dessa forma, o resultado da estimativa de totais de lojas, para ambas as empresas, é revelado nas Tabela 2 e Tabela 3 abaixo:

Tabela 2 - Total de lojas Grupo Soma

Quantidade total de lojas										
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Lojas próprias exc. Hering e Global	270	285	306	313	318	321	324	326	328	330
Franquia	733	736	690	680	677	676	677	678	679	680
Lojas Hering	71	70	68	71	73	75	76	77	78	79
Farm Global	2	3	4	10	15	19	23	27	31	35
Total	1.076	1.094	1.068	1.074	1.083	1.091	1.100	1.108	1.116	1.124

Fonte: Autoria própria

Tabela 3 - Total de lojas Arezzo&Co

Quantidade total de lojas										
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Lojas próprias	154	185	208	220	233	247	259	270	280	289
Franquias	777	817	844	859	871	881	891	902	914	923
Mercado exterior	11	11	10	11	13	14	15	16	17	18
Total	942	1.013	1.062	1.090	1.117	1.142	1.165	1.188	1.211	1.230

Fonte: Autoria própria

Nesse contexto, as seguintes variáveis foram calculadas para cada segmento de lojas físicas, utilizando dados históricos: quantidade total de lojas, tamanho total das lojas (m²), tamanho médio das lojas (m²) e receita por m². O cálculo da receita por m² seguiu a equação (14) abaixo:

$$Receita\ por\ m^2 = \frac{Receita\ bruta\ por\ segmentação}{Tamanho\ médio\ das\ lojas * Qtd\ de\ lojas} \quad (14)$$

Para uma projeção de crescimento de receita bruta por m², premissas de crescimento percentual foram fundamentadas em uma combinação de macroeconômicos e estratégias de expansão por canal que influenciam as operações das empresas. A inflação e a valorização do dólar e do euro, por exemplo, impactam os custos e o poder de compra dos consumidores, exigindo ajustes de preços para compensar o aumento das despesas operacionais.

Nesse sentido, para o Grupo Soma, é previsto um aumento de 6% na receita por m² impulsionado pela força de expansão e valorização de moedas estrangeiras. Para as Lojas Hering, espera-se um crescimento de 5%, sustentado pelo potencial de expansão por meio de megalojas e pelo novo posicionamento de marca, que busca atrair novos públicos com uma identidade de básico

democrático e desejável. Nas Lojas próprias (exceto Hering e Global), o crescimento estimado é de 4%, enquanto para as Franquias, projeta-se um aumento de 2%.

Para os canais físicos da Arezzo&Co, prevê-se um crescimento de 6% na receita por m² das Franquias, canal que segue em constante expansão. No Mercado Exterior, devido à valorização das moedas estrangeiras, estima-se um crescimento de 5%, mesma taxa projetada para as Lojas próprias da empresa.

A partir disso, projetou-se a receita bruta para os anos seguintes por meio da equação (15):

$$Receita Bruta = Qtd Lojas * Área média * \frac{Receita Bruta}{m^2} \quad (15)$$

Já para os canais Digital e Atacado, as premissas de crescimento de receita bruta foram estabelecidas baseadas em dados históricos e considerando as características específicas de casa. No Digital, o crescimento de 8% reflete a tendência de expansão contínua do *e-commerce*, impulsionada pelo aumento da adesão ao consumo *online* e pela busca das empresas em aprimorar a experiência digital. No caso do Atacado, a previsão de crescimento de 14% é justificada pela ampliação da rede de distribuição e pela parceria com multimarcas, permitindo um maior alcance de mercado sem a necessidade de investimentos em infraestrutura física.

Em seguida, foi necessário calcular a receita líquida estimada para os próximos anos, utilizando projeções baseadas na representatividade média das deduções em relação à receita bruta dos últimos cinco anos. Para a Arezzo&Co, encontrou-se que as deduções são em média de 19,63%, enquanto para o Grupo Soma, 14,83%.

Para o cálculo de fluxo de caixa livre, também foi preciso projetar outras linhas do Demonstrativo de Resultados (DRE). O Custo de Mercadoria Vendida (CMV) foi projetado com base na média histórica de sua representatividade em relação à receita líquida nos últimos dois anos, o que permitiu entender melhor essa variável em relação ao lucro bruto. Para o Grupo Soma, encontrou-se 40% e para a Arezzo&Co, 45,80%. As Tabela 4 e Tabela 5 mostram essas projeções.

Tabela 4 - Receita líquida, CMV e Lucro Bruto do Grupo Soma

Fluxo de caixa (R\$ milhões)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<i>Crescimento Receita Líquida</i>	19,4%	18,4%	15,4%	14,8%	14,2%	13,8%	13,5%
(+) Receita líquida	6.398,2	7.577,2	8.747,4	10.040,5	11.471,0	13.056,5	14.813,0
(-) CMV	(2.559,3)	(3.030,9)	(3.498,9)	(4.016,2)	(4.588,4)	(5.222,6)	(5.925,2)
= Lucro bruto	3.838,9	4.546,3	5.248,4	6.024,3	6.882,6	7.833,9	8.887,8

Fonte: Autoria própria

Tabela 5 - Receita líquida, CMV e Lucro Bruto da Arezzo&Co

Fluxo de caixa (R\$ milhões)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<i>Crescimento Receita Líquida</i>	11,4%	11,6%	10,7%	10,4%	10,3%	10,2%	10,0%
(+) Receita líquida	5.399,2	6.025,9	6.669,0	7.361,7	8.117,1	8.941,8	9.835,8
(-) CMV	(2.473,0)	(2.760,0)	(3.054,6)	(3.371,9)	(3.717,9)	(4.095,6)	(4.505,1)
= Lucro bruto	2.926,2	3.265,9	3.614,4	3.989,8	4.399,2	4.846,2	5.330,7

Fonte: Autoria própria

As despesas comerciais, gerais e administrativas (SG&A) e outras despesas foram projetadas utilizando percentuais médios de representatividade em relação à receita líquida dos últimos dois anos. No caso do Grupo Soma, as SG&A representam 41,57%, e as outras despesas, 1,10%. Já para a Arezzo&Co, essas despesas representam 35% da receita líquida e, visto que as outras despesas possuem uma representatividade muito baixa, de 0,04%, foram desconsideradas na projeção.

Para estimar a despesa de depreciação e amortização foi necessário projetar os ativos das empresas, representados pelo Imobilizado e Intangível. Eles foram estimados através da soma entre Imobilizado e Intangível do ano anterior e o CAPEX projetado para aquele ano, uma vez que a variação do CAPEX é o que proporciona o crescimento desses ativos. Dessa maneira, determinou-se que a depreciação e amortização, ao longo do tempo, apresenta uma representatividade percentual média em relação ao Imobilizado e Intangível.

As Tabela 6 e Tabela 7 abaixo mostram a projeção desses investimentos e a representatividade da depreciação em relação a eles. Para ambas as empresas, decidiu-se utilizar um percentual para a depreciação em relação aos investimentos de aproximadamente 7% – média

razoável para o setor, ajustando o impacto da depreciação de maneira consistente com a estrutura de capital das empresas.

Tabela 6 - Investimentos Grupo Soma

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Imobilizado + Intangível (R\$ Bi)	6,1	6,2	3,3	3,0	3,5	4,1	4,7	5,3	6,1	6,9
Depreciação / (imob + intang)	2%	3%	7%							

Fonte: Autoria própria

Tabela 7 - Investimentos Arezzo&Co

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Imobilizado + Intangível (R\$ Bi)	1,4	2,0	2,5	2,8	3,1	3,5	3,8	4,2	4,6	5,1
Depreciação / (imob + intang)	7%	8%	9%							

Fonte: Autoria própria

Em relação à alíquota do imposto de renda, a média histórica foi analisada. Entretanto, em linhas gerais, a carga tributária do sistema brasileiro sobre o lucro das empresas é de 34%, sendo 25% de Imposto de Renda (IR) e 9% de Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido (CSLL). Com isso, foi considerado um imposto de 34%, mas é ressaltado que incentivos fiscais ao longo do tempo podem existir e alterar esse percentual e, conseqüentemente, o valor das empresas em questão.

A partir dos dados detalhados acima, calcula-se a Margem Operacional, que indica o percentual de lucro que as empresas detêm a partir de suas atividades operacionais. Ela é calculada conforme a equação (16) abaixo.

$$\text{Margem Operacional} = \frac{LAJIR(1-IR)}{\text{Receita Líquida}} \quad (16)$$

Os Gráfico 6 e Gráfico 7 mostram uma relação entre a projeção da receita líquida, despesas operacionais e margem operacional.

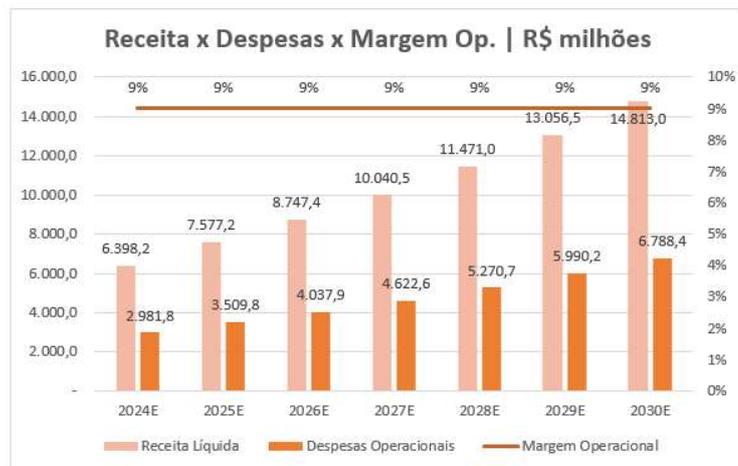


Gráfico 6 - Projeção da receita líquida, despesas operacionais e margem operacional do Grupo Soma

Fonte: Autoria própria

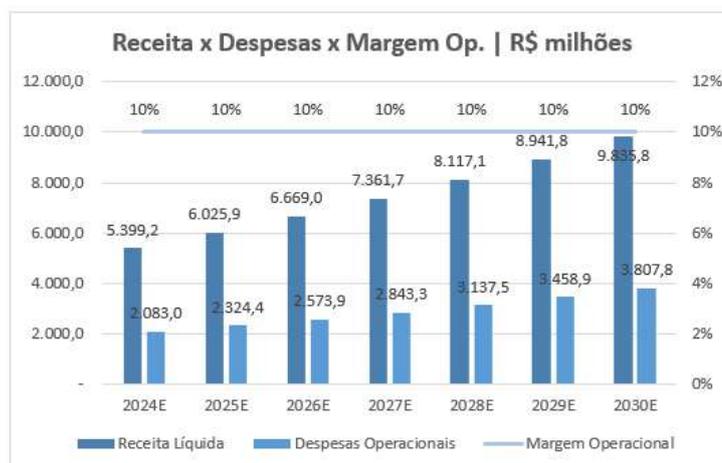


Gráfico 7 - Projeção da receita líquida, despesas operacionais e margem operacional da Arezzo&Co

Fonte: Autoria própria

A partir dos gráficos acima, observa-se que nas projeções propostas ambas as empresas apresentam um aumento tanto na receita líquida, quanto nas despesas operacionais, mas mantêm uma margem operacional estável de 9% a 10% ao longo dos 7 anos analisados. Essa estabilidade nas margens pressupõe uma gestão eficiente dos custos, permitindo um crescimento sustentável e controlado da lucratividade ao longo do tempo.

5.1.2. Projeção de Investimentos

Para a previsão do Capex, a premissa é de que ele pode ser estimado como um percentual da Receita Líquida. Para assegurar que os recursos sejam alocados adequadamente de acordo com as prioridades e objetivos de crescimento e sustentabilidade das empresas, a previsão foi dividida em duas categorias: “Lojas”, que inclui despesas de capital para abertura de novas lojas, reformas de unidades existentes e expansão internacional, e “Outros”, que abrange outras despesas de capital, como investimentos em tecnologia e ambiente corporativo.

Para essa projeção foi necessário entender a representatividade média de cada segmentação do Capex em relação ao Total nos anos de 2022 e 2023, ou seja, quanto dos investimentos são destinados para expansão e reformas e quanto é utilizado para tecnologia e outros investimentos. O Capex Lojas representou 34,51% do Total para o Grupo Soma e 38,38% na Arezzo&Co, enquanto Capex Outros, 65,49% no Grupo Soma e 61,62% na Arezzo&Co.

Além disso, entende-se quanto o Capex Total representa da receita líquida nos últimos dois anos, que foi em média 4,6% no Grupo Soma e 5,2% para a Arezzo&Co.

A última variável necessária a ser projetada para calcular o FCFF é a variação do Capital de Giro (CG). Para isso, analisou-se o que cada empresa possui de estoque, contas a receber (CAR) e fornecedores a pagar (Forn) e quanto isso representa da receita líquida em 2023. A partir desta informação, aplicou-se esse percentual de representatividade para o cálculo no CG, conforme a equação (17) abaixo:

$$\Delta CG = \frac{\Delta(\text{Estoque} + \text{CAR} - \text{Forn}_{2023-2022})}{\Delta(\text{Receita líquida}_{2023-2022})} * (\text{Receita líquida}_t - \text{Receita líquida}_{t-1}) \quad (17)$$

Nas Tabela 8 e Tabela 9 são revelados os valores encontrados que foram utilizados para o cálculo do CG.

Tabela 8 - CG Grupo Soma

Varição Capital de Giro	2021	2022	2023
Estoque + CAR - Fornec (R\$ Bi)	1,8	2,0	2,1
% em cima da Receita Líquida	63,4%	41,9%	39,9%
Δ CG / Δ Rec Líquida		13,2%	19,8%

Fonte: Autoria própria

Tabela 9 - CG Arezzo&Co

Varição Capital de Giro	2021	2022	2023
Estoque + CAR - Fornec (R\$ Bi)	0,7	1,0	1,1
% em cima da Receita Líquida	22,8%	22,9%	23,1%
Δ CG / Δ Rec Líquida		23,0%	24,7%

Fonte: Autoria própria

Por fim, obtém-se o montante de caixa gerado pelas empresas após despesas operacionais e investimentos em capital. O FCFF é projetado anualmente até o horizonte de análise, de 2024 a 2030. As Figura 3 e Figura 4 a seguir revelam os resultados.

Fluxo de caixa (R\$ milhões)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
= EBIT	857,1	1.036,5	1.210,6	1.401,6	1.611,8	1.843,7	2.099,4
(-) Imposto	(291,42)	(352,42)	(411,59)	(476,56)	(548,03)	(626,86)	(713,80)
%Alíquota	34%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
= EBIT(1 - T)	565,7	684,1	799,0	925,1	1.063,8	1.216,8	1.385,6
= Margem Operacional	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
(+) Depreciação e amortização	251,3	276,1	304,8	337,7	375,3	418,2	466,7
(-) CAPEX	(297,0)	(351,7)	(406,1)	(466,1)	(532,5)	(606,1)	(687,6)
(-) Lojas	(102,5)	(121,4)	(140,1)	(160,8)	(183,7)	(209,1)	(237,3)
(-) Outros	(194,5)	(230,4)	(265,9)	(305,3)	(348,7)	(397,0)	(450,4)
(-) Δ CG	(205,2)	(238,1)	(281,4)	(255,7)	(282,9)	(313,5)	(347,4)
= FCFF	314,8	375,3	466,3	541,0	623,8	715,4	817,4
= FCFF com Perpetuidade	314,8	375,3	466,3	541,0	623,8	715,4	12.668,2
	38%	19%	24%	16%	15%	15%	1671%
Período	1	2	3	4	5	6	7
WACC							
Fator de desconto	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4
Valor presente do FC	276	288	313	318	322	323	5.011

Figura 3 - FCFF Grupo Soma

Fonte: Autoria própria

Fluxo de caixa (R\$ milhões)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
= EBIT	843,2	941,5	1.040,5	1.146,5	1.261,8	1.387,3	1.522,9
(-) Imposto	(286,7)	(320,1)	(353,8)	(389,8)	(429,0)	(471,7)	(517,8)
%Aliquota	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
= EBIT(1 - T)	556,5	621,4	686,7	756,7	832,8	915,6	1.005,1
= Margem Operacional	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
(+) Depreciação e amortização	193,3	215,3	239,8	266,7	296,5	329,2	365,3
(-) CAPEX	(279,7)	(312,1)	(345,4)	(381,3)	(420,4)	(463,2)	(509,5)
(-) Lojas	(107,3)	(119,8)	(132,6)	(146,4)	(161,4)	(177,8)	(195,5)
(-) Outros	(172,3)	(192,3)	(212,9)	(235,0)	(259,1)	(285,4)	(313,9)
(-) DCG	(136,6)	(154,9)	(159,0)	(171,2)	(186,8)	(203,9)	(221,0)
= FCFE	333,5	369,6	422,0	470,9	522,0	577,8	639,9
= FCFE com Perpetuidade	333,5	369,6	422,0	470,9	522,0	577,8	639,9
	(1,4)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	7,1
Período	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0
WACC	0,1	0,1	0,1				
Fator de desconto	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
Valor presente do FC	291,7	282,8	282,4	275,5	267,2	258,7	250,5

Figura 4 - FCFE Arezzo&Co

Fonte: Autoria própria

Para os cálculos da WACC, foi considerado o rendimento de títulos públicos de 10 anos brasileiros e o *Credit Default Swap* (CDS), que reflete o risco de crédito associado ao país, em 31/12/2023, conforme a Figura 5. O cálculo do WACC baseia-se nas equações apresentadas na seção 4.2.

		Grupo Soma		Arezzo&Co	
Rf	10,6%	Capital próprio (R\$ Bi)	5,4	Capital próprio (R\$ Bi)	5,4
Rm - Rf americano	5,5%	Capital de terceiros (R\$ Bi)	1,8	Capital de terceiros (R\$ Bi)	1,6
CDS	2,2%	IR	34,0%	IR	34,0%
Rf - CDS	8,4%	Kcp	16,4%	Kcp	16,4%
Beta ajustado	1,0	Kd	11,3%	Kd	11,3%
Default spread rating brAA+	0,7%				
IR	34,0%	WACC	14,2%	WACC	14,3%

Figura 5 - Cálculo do WACC

Fonte: Autoria própria

5.1.3. Perpetuidade e Valor da Empresa

A taxa de crescimento em perpetuidade do fluxo de caixa de ambas as empresas foi estimada de acordo com a equação (5) apresentada na seção 4.2.2 da metodologia. Foi utilizada a taxa de 6,8% para ambos os casos, dados que obtido como resultado para Arezzo&Co, a partir de do cálculo do ROIC com base na equação (6) de 19% a.a. e uma taxa de reinvestimento de 36% calculado conforme a equação (7). Esta informação apresentou um valor mais próximo à taxa média de 4% de crescimento anual do setor de varejo para o segmento de Tecidos, Vestuários e Calçados (HiPartners, 2024) – no qual ambas as empresas atuam. Esse desempenho é relevante, especialmente quando comparado à projeção de inflação de 3,8% para 2024, segundo o Boletim Focus do Banco Central. Esse cenário sugere que o setor tem um crescimento acima da inflação, o que reforça o potencial de expansão real no poder de compra e no volume de vendas.

Para 2030, último período antes da perpetuidade, é adicionado então o valor terminal, calculado com base na taxa de crescimento perpétuo e na geração de caixa esperada naquele ano e na WACC, obtendo-se um valor terminal de R\$ 11,85 bilhões para o Grupo Soma e R\$ 8,17 bilhões para a Arezzo&Co. A partir disso, os fluxos de caixa são trazidos a valor presente utilizando-se um fator de desconto, e o valor presente líquido (VPL) é calculado ao somar todos os fluxos descontados. Esse valor representa o valor estimado da empresa, incorporando a projeção dos fluxos operacionais e a perpetuidade.

Dessa forma, encontramos para o Grupo Soma um valor da firma de R\$ 6,81 bilhões, e para a Arezzo&Co, R\$ 5,11 bilhões.

Por fim, é possível obter o preço justo estimado de cada ação da empresa, dividindo o valor do *equity* pelo número total de ações. No caso do Grupo Soma obtivemos um valor do *equity* de R\$ 5,70 bilhões e um valor de R\$ 7,26 por ação, e no da Arezzo, obtivemos um valor do *equity* de R\$ 4,6 bilhões e um valor de R\$ 38,39 por ação, comparados ao preço de mercado em 31 de dezembro de 2023 de R\$ 7,45 e R\$ 48,65 por ação respectivamente.

5.2. Avaliações conjuntas

A partir das avaliações separadas para as empresas, a junção dos *valuations* foi realizada a somando cada linha de projeção de receitas e despesas que compõem o fluxo de caixa. Essa perspectiva permite uma análise da geração de valor exclusivamente com base no desempenho financeiro isolado de cada uma das empresas, desconsiderando os benefícios e economias adicionais que poderiam ser gerados com a integração das operações, ou seja, sem os ganhos das sinergias existentes.

5.2.1. Projeção de receitas e despesas

A seguir, a Figura 6 mostra as projeções de receitas e despesas considerando as empresas unidas e o seu fluxo de caixa.

Fluxo de caixa (R\$ milhões)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
{ + } Receita líquida	11.797,4	13.603,1	15.416,4	17.402,1	19.588,1	21.998,3	24.648,8
{ - } CMV	(5.032,3)	(5.790,9)	(6.553,6)	(7.388,0)	(8.306,3)	(9.318,2)	(10.430,3)
= Lucro bruto	6.765,1	7.812,2	8.862,8	10.014,1	11.281,8	12.680,1	14.218,5
{ - } Despesas operacionais	(5.064,8)	(5.834,2)	(6.611,8)	(7.465,9)	(8.408,2)	(9.449,1)	(10.596,2)
{ - } Comerciais, gerais e administrati	(4.549,8)	(5.259,3)	(5.970,8)	(6.750,9)	(7.610,0)	(8.557,8)	(9.601,0)
{ - } Outras despesas	(70,5)	(83,5)	(96,4)	(110,6)	(126,4)	(143,9)	(163,2)
{ - } Depreciação e amortização	(444,5)	(491,5)	(544,6)	(604,5)	(671,8)	(747,4)	(832,0)
= EBIT	1.700,4	1.978,0	2.251,0	2.548,1	2.873,6	3.231,0	3.622,4
{ - } Imposto	(578,12)	(672,52)	(765,36)	(866,37)	(977,03)	(1.098,56)	(1.231,60)
%Alíquota	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
= EBIT(1 - T)	1.122,24	1.305,47	1.485,69	1.681,77	1.896,60	2.132,49	2.390,75
= Margem Operacional	10%						
{ + } Depreciação e amortização	444,5	491,5	544,6	604,5	671,8	747,4	832,0
{ - } CAPEX	(576,7)	(663,9)	(751,5)	(847,4)	(952,9)	(1.069,3)	(1.197,1)
{ - } Lojas	(209,8)	(241,2)	(272,7)	(307,2)	(345,1)	(386,9)	(432,8)
{ - } Outros	(366,9)	(422,7)	(478,8)	(540,2)	(607,8)	(682,4)	(764,3)
{ - } ΔCG	(341,8)	(388,1)	(390,4)	(427,0)	(469,7)	(517,4)	(568,4)
= FCFF	648,3	745,0	888,4	1.011,9	1.145,8	1.293,2	1.457,3
= FCFF com Perpetuidade	648,3	745,0	888,4	1.011,9	1.145,8	1.293,2	26.661,1
WACC	1	2	3	4	5	6	7
Fator de desconto	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
Valor presente do FC	567,4	570,7	595,7	593,9	588,6	581,5	10.492,9

Figura 6 - FCFF Grupo Soma e Arezzo&Co

Fonte: Autoria própria

É importante destacar que a projeção apontou um crescimento da receita líquida de aproximadamente 15,4% ao ano, nos dois primeiros anos após a fusão (2024 e 2025). Para os anos subsequentes, o crescimento foi estimado em 13%, apresentando uma tendência de queda até alcançar 12,05% em 2030, ano anterior ao cálculo de perpetuidade.

Para o cálculo da WACC, somou-se o capital próprio e o capital de terceiros de ambas as empresas, obtendo os valores de R\$10,76 bilhões e R\$3,36 bilhões respectivamente e o resultado de uma taxa de 14,25% para a WACC.

5.2.2. Perpetuidade e Valor da Firma

Nas Figura 7 e Figura 8 a seguir encontram-se os resultados, em milhões de reais, para valor terminal e perpetuidade da fusão, seguido do FCFE com a perpetuidade e VPL.

Cálculo perpetuidade	
Taxa de crescimento (g)	8,7%
Valor Terminal	25.203,8
Retorno sobre Capital Investido (ROIC)	2,2%
Taxa de Re investimento (RIR)	3,9%
EBIT(1-T)	2.390,8
Capex - Depreciação	365,1
Capital Investido	10.762,5
Investimento em Capital de Giro	568,4

Figura 7 - Valor Terminal e Perpetuidade Grupo Soma e Arezzo&Co

Fonte: Autoria própria

Fluxo de caixa (R\$ milhões)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
= FCFF	437,9	648,3	745,0	888,4	1.011,9	1.145,8	1.293,2	1.457,3
= FCFF com Perpetuidade	437,9	648,3	745,0	888,4	1.011,9	1.145,8	1.293,2	26.661,1
WACC	0	1	2	3	4	5	6	7
Fator de desconto	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
Valor presente do FC	437,9	567,4	570,7	595,7	593,9	588,6	581,5	10.492,9
VPL	13.990,8							

Figura 8 - VPL Grupo Soma e Arezzo&Co

Fonte: Autoria própria

Por fim, foi feito o cálculo do *equity*, a partir da soma das dívidas líquidas das empresas, conforme revela a Figura 9.

R\$ Bilhões	
Divida líquida somada	2
Equity value	11,99

Figura 9 - Equity Value Grupo Soma e Arezzo&Co

Fonte: Aatoria propria

5.3. Avaliações com ganhos de sinergia

Para avaliar o impacto das sinergias com M&As – conforme abordado na seção 2.3 –, foi realizado um *valuation* individual do Grupo Soma e da Arezzo&Co antes da fusão, utilizando o método de fluxo de caixa livre para a firma projetado para cada uma das empresas isoladamente. A partir da consolidação de seus respectivos valores, o trabalho busca fazer uma comparação entre os cenários: antes da fusão *versus* após fusão, a partir de premissas a respeito dos ganhos de sinergia. Tais premissas são refletidas através de um incremento de receita líquida, melhoria na margem operacional nas projeções futuras, diminuição da representatividade das despesas operacionais em relação à receita e aumento da taxa de crescimento, consequentemente aumentando o valor presente da empresa combinada.

De acordo com o relatório oficial da Azzas2154 (2024), prevê-se um crescimento significativo na receita bruta, com incrementos estimados de R\$ 54 milhões em 2024, R\$ 360 milhões em 2025, R\$ 770 milhões em 2026, até R\$ 1 bilhão em 2027. Esse aumento será impulsionado principalmente pelas linhas de sapatos, bolsas e acessórios, que devem gerar R\$ 36 milhões em 2024, R\$ 214 milhões em 2025, R\$ 462 milhões em 2026, e até R\$ 672 milhões em 2027. Os incrementos de receita decorrem, sobretudo, do *cross-selling* de produtos entre Farm e Hering, motivadas pela integração de portfólio e *expertise* em calçados da Arezzo&Co. Exemplo dessa estratégia são as linhas Hering Shoes e Farm Apé, lançadas no quarto trimestre de 2024.

A sinergia de receita também se dá pela estratégia chamada pela empresa de *Go-to-market* (GTM) *multi-brand* da Hering, que visa ampliar a distribuição e visibilidade dos produtos da marca em novos mercados, proporcionando uma experiência consistente para o cliente e otimizando processos como *branding* e logística. Já o incremento de receita via responsividade ágil durante a temporada ocorre pela capacidade de ajuste rápido de estoques e oferta de produtos com base na

demanda. Esse modelo permite que marcas como Hering e Farm evitem rupturas de estoque para produtos populares, garantindo reposição rápida e maximização de vendas.

Ademais, é estimada uma estrutura mais enxuta através de otimizações em marketing e infraestrutura digital para ganho de eficiência e redução de custos – com economias de escala em contratos de mídia, eventos e materiais de marketing e consolidação de fornecedores. Simultaneamente, a padronização de softwares e a harmonização da segurança digital oferecem uma base tecnológica integrada, eliminando redundâncias e fortalecendo a escalabilidade.

Assim, com base na representatividade do valor incremental projetado para atingir R\$1 bilhão em 2027, espera-se um aumento de 6% do valor em relação à receita anual para este ano e os seguintes.

Por outro lado, quanto à eficiência operacional o que diz respeito às despesas, a premissa é que as despesas operacionais representem -40% da receita líquida, abaixo do percentual registrado calculado para o Grupo Soma, que é de -46,7%, e abaixo do percentual da Arezzo&Co, -42,3%. Essa redução reflete a expectativa de que a eficiência operacional se alinhe ao menor percentual entre as duas empresas, ou seja, ao da Arezzo&Co. Com esses ajustes, justifica-se a avaliação de ganhos de sinergia por meio de uma análise na variação da premissa de aumento na margem operacional e uma taxa de crescimento refletida no incremento de receita líquida, impulsionada pelo ganho de competitividade e capacidade de expansão.

5.4. Análise de sensibilidade

A análise de sensibilidade foi feita a partir do Excel para avaliar o impacto do Valor da Firma quando as premissas acerca dos ganhos de sinergia – representadas pelo percentual de incremento de Receita Líquida e percentual de Despesas Operacionais/Receita Líquida – forem alteradas. Para a análise, foram consideradas a alteração da primeira variável de 0 a 10% de incremento de receita nas projeções dos anos de 2027 a 2030 (tendo uma representatividade menor nos anos iniciais de 2024 a 2026) e, para a segunda, de -46% a -36% de representatividade da margem operacional em relação à receita líquida. Aqui, entende-se que existe uma possibilidade de a fusão não gerar ganhos de receita e nem de despesas. As Tabela 10 e Tabela 11 mostram essa sensibilidade.

Tabela 10 - Sensibilidade do Valor da Sinergia

	Valor da Sinergia (R\$ milhões)										
	-46%	-45%	-44%	-43%	-42%	-41%	-40%	-39%	-38%	-37%	-36%
0%	-15.549,7	-13.152,7	-10.755,8	-8.358,9	-5.961,9	-3.565,0	-1.168,1	1.228,8	3.625,8	6.022,7	8.419,6
1%	-14.551,6	-12.136,2	-9.720,8	-7.305,4	-4.890,0	-2.474,6	-59,2	2.356,2	4.771,7	7.187,1	9.602,5
2%	-13.553,6	-11.119,7	-8.685,8	-6.251,9	-3.818,0	-1.384,1	1.049,8	3.483,6	5.917,5	8.351,4	10.785,3
3%	-12.555,6	-10.103,2	-7.650,8	-5.198,5	-2.746,1	-293,7	2.158,7	4.611,0	7.063,4	9.515,8	11.968,2
4%	-11.557,5	-9.086,7	-6.615,8	-4.145,0	-1.674,1	796,7	3.267,6	5.738,4	8.209,3	10.680,2	13.151,0
5%	-10.559,5	-8.070,2	-5.580,8	-3.091,5	-602,2	1.887,2	4.376,5	6.865,8	9.355,2	11.844,5	14.333,9
6%	-9.561,5	-7.053,7	-4.545,9	-2.038,0	469,8	2.977,6	5.485,4	7.993,2	10.501,1	13.008,9	15.516,7
7%	-8.563,5	-6.037,2	-3.510,9	-984,6	1.541,7	4.068,0	6.594,3	9.120,6	11.646,9	14.173,2	16.699,6
8%	-7.565,4	-5.020,7	-2.475,9	68,9	2.613,7	5.158,5	7.703,3	10.248,0	12.792,8	15.337,6	17.882,4
9%	-6.567,4	-4.004,1	-1.440,9	1.122,4	3.685,7	6.248,9	8.812,2	11.375,4	13.938,7	16.502,0	19.065,2
10%	-5.569,4	-2.987,6	-405,9	2.175,9	4.757,6	7.339,4	9.921,1	12.502,8	15.084,6	17.666,3	20.248,1

Fonte: Autoria própria

Tabela 11 - Sensibilidade do Ganho de Valor

	Ganho de Valor (%)										
	-46%	-45%	-44%	-43%	-42%	-41%	-40%	-39%	-38%	-37%	-36%
0%	-111,1%	-94,0%	-76,9%	-59,7%	-42,6%	-25,5%	-8,3%	8,8%	25,9%	43,0%	60,2%
1%	-104,0%	-86,7%	-69,5%	-52,2%	-35,0%	-17,7%	-0,4%	16,8%	34,1%	51,4%	68,6%
2%	-96,9%	-79,5%	-62,1%	-44,7%	-27,3%	-9,9%	7,5%	24,9%	42,3%	59,7%	77,1%
3%	-89,7%	-72,2%	-54,7%	-37,2%	-19,6%	-2,1%	15,4%	33,0%	50,5%	68,0%	85,5%
4%	-82,6%	-64,9%	-47,3%	-29,6%	-12,0%	5,7%	23,4%	41,0%	58,7%	76,3%	94,0%
5%	-75,5%	-57,7%	-39,9%	-22,1%	-4,3%	13,5%	31,3%	49,1%	66,9%	84,7%	102,5%
6%	-68,3%	-50,4%	-32,5%	-14,6%	3,4%	21,3%	39,2%	57,1%	75,1%	93,0%	110,9%
7%	-61,2%	-43,2%	-25,1%	-7,0%	11,0%	29,1%	47,1%	65,2%	83,2%	101,3%	119,4%
8%	-54,1%	-35,9%	-17,7%	0,5%	18,7%	36,9%	55,1%	73,2%	91,4%	109,6%	127,8%
9%	-46,9%	-28,6%	-10,3%	8,0%	26,3%	44,7%	63,0%	81,3%	99,6%	117,9%	136,3%
10%	-39,8%	-21,4%	-2,9%	15,6%	34,0%	52,5%	70,9%	89,4%	107,8%	126,3%	144,7%

Fonte: Autoria própria

Para os valores esperados de crescimento de receita de 6% e representatividade das despesas de -40% da receita líquida, o ganho incremental de sinergia é estimado em R\$ 5,49 bilhões, conforme destacado na tabela. Entretanto, a análise também evidencia que esse ganho é altamente sensível às premissas propostas. Caso as margens operacionais representem percentuais superiores a -40% ou o incremento da receita líquida seja menor que o esperado, a sinergia pode se transformar em perda de valor para a firma, como ilustrado pelos valores negativos nas tabelas.

Assim, considerando um cenário conservador, em que o incremento da receita líquida é de, por exemplo, apenas 2% e as despesas operacionais correspondem a -44% da receita, o ganho de

valor torna-se negativo, registrando uma perda de aproximadamente -39,99%. Por outro lado, cenários mais otimistas, como um aumento de 10% na receita líquida combinado com despesas representando -36% da receita, projetam um ganho de valor significativo, de até 144,72%, o que demonstra o potencial da sinergia de transformar a operação.

Dessa forma, a análise revela como pequenas variações nas premissas podem representar um impacto considerável no resultado final e, conseqüentemente, reforçando a importância de um planejamento cuidadoso dos objetivos e estratégias para obtenção das sinergias.

Por fim, utilizou-se o *software @RISK* para realizar a simulação de Monte Carlo, a fim de modelar a incerteza e a variabilidade nas projeções financeiras. A simulação consistiu em 10.000 cenários, variando aleatoriamente os parâmetros relativos às premissas de ganhos de sinergia, modelados em distribuição triangular nos mesmos intervalos da análise de sensibilidade. Com isso, foi possível visualizar uma gama de resultados potenciais e uma visão probabilística para o Valor da Firma.

O Gráfico 8 a seguir revela os resultados da simulação. Assim, entende-se que a probabilidade de obter um valor inferior a R\$ 13,99 bilhões – Valor da Firma sem Sinergias –, ou seja, de a fusão não apenas não gerar ganhos de sinergias, mas também levar a perdas comparado ao valor das empresas antes da fusão, é de 29,8%.

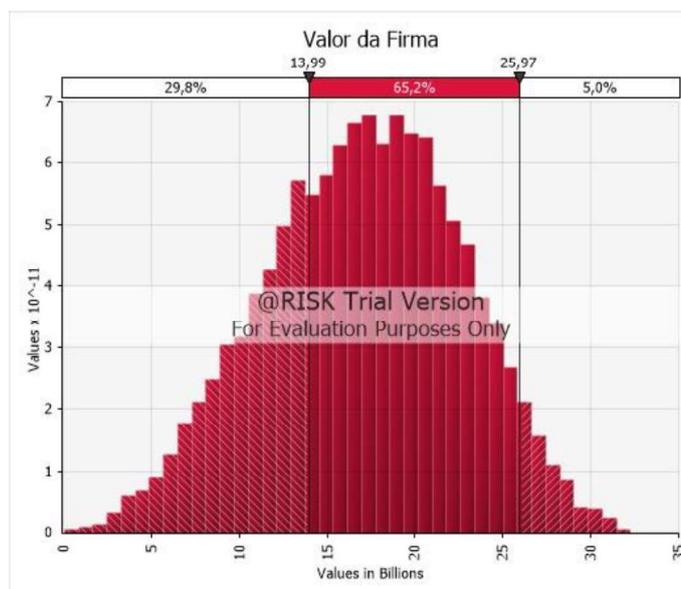


Gráfico 8 - Simulação de Probabilidade do Variação do Valor da Firma

Fonte: Autoria própria

6. CONCLUSÃO

Este trabalho tem como objetivo a análise dos ganhos de sinergia advindos da fusão entre o Grupo Soma e a Arezzo&Co, visando avaliar o impacto dessa estratégia para a nova empresa resultante, a Azzas 2154. De forma a entender as consequências das premissas relacionadas aos ganhos de sinergia no valor da empresa, foram aplicados métodos de *valuation* das empresas e técnicas de análise de sensibilidade e de simulação. Utilizou-se o fluxo de caixa descontado, que determina o valor do ativo com base na soma dos fluxos de caixa esperados e ajustados ao valor presente a uma taxa compatível com o risco. Além disso, foi realizada a simulação de Monte Carlo, que utiliza amostragem aleatória de dados para obter a probabilidade de uma série de possíveis resultados, oferecendo uma visão abrangente sobre os impactos das sinergias.

A construção das premissas para o *valuation* foi fundamentada em um estudo detalhado do setor de moda e acessórios, no posicionamento de cada marca e canal, e nas estratégias de crescimento futuras de ambas as empresas. Inicialmente, foram avaliadas as duas empresas de forma independente, permitindo estabelecer premissas de crescimento para a nova empresa com base nos resultados combinados e nas sinergias esperadas. A simulação analisou como diferentes cenários de sinergia impactam o valor combinado da Azzas 2154, considerando distribuições de probabilidade associadas a cada cenário.

Dessa forma, o estudo permite observar que a fusão entre as empresas representa uma oportunidade significativa de geração de valor, tanto na criação de sinergias operacionais e financeiras quanto na ampliação do alcance de mercado. A união mostrou um potencial de melhoria da estrutura de custos, otimização da distribuição e fortalecimento das marcas perante os consumidores, resultando em uma organização mais robusta e eficiente, capaz de capturar novas oportunidades e enfrentar melhor as oscilações do mercado. Dessa forma, a geração de valor extrapola os limites de cada empresa isoladamente, criando uma configuração que beneficia todos os *stakeholders* envolvidos – e confirmando a seguinte suposição apresentada anteriormente:

$$\text{Valor da Azzas 2154} > \text{Valor da Arezzo\&Co.} + \text{Valor do Grupo Soma}$$

Entretanto, apesar do elevado potencial de criação de valor, é essencial destacar que a efetividade dessa fusão depende de uma integração bem-sucedida, particularmente no que diz respeito a questões de cultura e estratégia organizacional. O alinhamento entre as culturas das empresas é um fator crítico para a aceitação das mudanças por todos os níveis hierárquicos, enquanto uma estratégia clara e bem comunicada ajuda a definir o rumo da nova organização e a orientar os colaboradores em meio ao processo de transformação. A falta de harmonia nessas áreas pode limitar os benefícios esperados da fusão, comprometendo a integração e até a geração de conflitos internos.

Por esse motivo, sugere-se que estudos futuros investiguem como questões culturais e estratégicas podem ser mais bem gerenciadas em processos de fusão e aquisição, considerando aspectos de liderança, gestão de mudanças e adaptação organizacional. Esses elementos são fundamentais para garantir que o valor pretendido seja alcançado e que a nova organização possa prosperar de forma coesa e alinhada com seus objetivos de longo prazo.

BIBLIOGRAFIA

ABIT (2024). Perfil do Setor. Disponível em: <https://www.abit.org.br/cont/perfil-do-setor>. Acesso em: 5 nov. 2024.

AMERICAN AIRLINES (2024). AMR Corporation And US Airways Group Come Together To Build The New American Airlines. Disponível em: <https://news.aa.com/news/news-details/2013/AMR-Corporation-And-US-Airways-Group-Come-Together-To-Build-The-New-American-Airlines/default.aspx>. Acesso em: 01 set. 2024.

AREZZO&CO. (2024). Central de Resultados. Belo Horizonte: Arezzo & Co, 2024. Disponível em: <https://ri.arezzoco.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 08 ago. 2024.

AZZAS 2154 (2024). Day One – Relatório de Apresentação. Central do Investidor. Disponível em: <https://ri.azzas2154.com.br>. Acesso em: 04 out. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2024). Boletim Focus: Projeções de inflação entre 2023 e 2026. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>

BRAZIL JOURNAL (2024). Breaking na moda: Soma levanta R\$ 1,8 bi em IPO. Disponível em: <https://braziljournal.com/breaking-na-moda-soma-levanta-r-18-bi-em-ipo/>. Acesso em: 16 ago. 2024.

CALIPHA, R., TARBA, S. Y., BROCK, D. (2010). Mergers and Acquisitions: A Review of Phases, Motives, and Success Factors. *In Advances in Mergers and Acquisitions*, 9, 1-24.

DAMODARAN, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3rd ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

DE MIRANDA, A. M.; TARDIN, N. (2021) Impactos das Fusões e Aquisições no Risco e nos Retornos das Adquirentes: Uma análise das Empresas Brasileiras Listadas na B3 entre 2002-2016. *Revista Controladoria e Gestão*, v. 2, n. 1, p. 309-329.

DEPAMPHILIS, D. M. (2011). *Mergers and acquisitions basics: negotiation and deal structuring*. Academic Press.

FERREIRA, B. M. F. M. (2021). *Processo de fusões e aquisições: da teoria à prática*. Tese de Doutorado.

GALPIN, T. J., & Herndon, M. (2007). *The complete guide to mergers and acquisitions*. 2nd ed. San Francisco, CA: Jossey-Bass.

HiPartners (2024). Índices de Performance do Varejo. Data. Disponível em: <https://content.app-us1.com/PpprL/2024/10/28/9aaa3962-0507-4238-92ed-664647fa84f1.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2024.

INFOMONEY (2024). Ações da Arezzo (ARZZ3) e SOMA (SOMA3) sobem após anúncio de fusão para criar gigante varejista. São Paulo, 01 ago. 2024. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/arezzo-arzz3-e-soma-soma3-acoes-sobem-apos-anuncio-de-fusao-para-criar-gigante-varejista/>. Acesso em: 08 ago. 2024.

PwC (2024). Operações de M&A no Brasil. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2024/operacoes-de-mea-no-brasil-outubro-2023.html>. Acesso em: 27 out. 2024.

PwC (2024). Tendências de consumo 2024. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/produtos-consumo-varejo/2024/tendencias-de-consumo-2024.html>. Acesso em: 27 out. 2024.

Soma (2024). Relatório de Resultados 2024. São Paulo: Soma, 2023. Disponível em: <https://www.somagrupo.com.br/investidores/central-de-resultados/>. Acesso em: 08 ago. 2024.

SUDARSANAM, S. (2003). Creating value from mergers and acquisitions: The challenges: An integrated and international perspective. London: Financial Times–Prentice Hall.

SUNO Notícias (2024). Natura (NTCO3) conclui venda da The Body Shop para grupo de investimentos alemão. 2023. Disponível em: <https://www.suno.com.br/noticias/natura-ntco3-conclui-venda-the-body-shop/>. Acesso em: 4 nov. 2024.

VALOR ECONÔMICO (2024). Ações da Azzas sobem 36% no 1º dia após conclusão da fusão entre Arezzo&CO e Grupo Soma. São Paulo, 01 ago. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2024/08/01/acoes-da-azzas-sobem-36percent-no-1o-dia-apos-conclusao-da-fusao-entre-arezzo-andco-e-grupo-soma.ghtml>. Acesso em: 08 ago. 2024.

VALOR ECONÔMICO (2024). Transações de M&A somam R\$101,5bi no 1o semestre de 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/patrocinado/dino/noticia/2024/08/05/transacoes-de-ma-somam-r1015bi-no-1o-semester-de-2024.ghtml>. Acesso em: 27 out. 2024.

THE WALT DISNEY COMPANY (2024). Disney to acquire Pixar. Disponível em: <https://thewaltdisneycompany.com/disney-to-acquire-pixar/>. Acesso em: 10 ago. 2024.