

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO



**Uma análise fundamentalista do Grupo de Moda Soma S.A.**

Vitor Nakad Sterenberg

Matrícula: 1710793

Orientador: Yvan Bécard

Julho de 2021

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO



## **Uma análise fundamentalista do Grupo de Moda Soma S.A.**

Vitor Sterenberg

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor orientador.”

Vitor Nakad Sterenberg

Matrícula: 1710793

Orientador: Yvan Bécard

Julho de 2021

“As opiniões expressas nesse trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

## **Agradecimentos**

Com a conclusão desse desafio na minha vida e formação acadêmica, eu gostaria de fazer agradecimentos para algumas pessoas que foram importantes para meu desenvolvimento e chegar até aqui.

Antes de tudo, gostaria de fazer um agradecimento especial à minha família. Desde pequeno, eles sempre botaram como prioridade a minha evolução e, com certeza, não conseguiria concluir essa etapa sem eles.

Além disso, aos meus amigos que estiveram sempre ao meu lado, não só ajudando quando necessário, mas contribuindo para que essa etapa fosse concluída com mais leveza.

Por fim, quero agradecer aos professores do departamento de economia por todos ensinamentos e conselhos ao longo desses anos. Em especial, um agradecimento ao meu orientador Yvan Bécard, que sempre esteve disposto a me ajudar na conclusão desse trabalho.

## Capítulos:

<b>1</b>	<b>Introdução .....</b>	<b>8</b>
<b>2</b>	<b>Grupo de Moda Soma S.A. ....</b>	<b>10</b>
2.1	Trajectoria .....	10
2.2	Marcas.....	11
2.3	Mercado de Capitais .....	13
2.4	Composição Acionária .....	14
2.5	Governança Corporativa .....	14
<b>3</b>	<b>O Setor .....</b>	<b>17</b>
3.1	Varejo: Conceito e Definições .....	17
3.2	Aspectos do Varejo Brasileiro.....	17
3.3	O Varejo e o Cenário Macroeconômico Brasileiro.....	19
3.4	Tendências do Setor Varejista Brasileiro.....	20
3.5	Avaliação de Empresas no Setor de Varejo .....	21
<b>4</b>	<b>Base Teórica .....</b>	<b>24</b>
4.1	O que é o Valuation.....	24
4.2	Avaliação Intrínseca X Avaliação Relativa.....	24
4.3	Escola Técnica X Escola Fundamentalista .....	25
4.4	Análises <i>top down</i> e <i>bottom-up</i> .....	26
4.5	Os Métodos do Fluxo de Caixa Descontado .....	26
4.6	O Cálculo do WACC .....	30
4.7	O Modelo de Precificação de Ativos Financeiros .....	31
4.8	Os Modelo de Avaliação por Múltiplos .....	32
4.9	O Valor Patrimonial (Book Value) e o Valor de Mercado .....	33
<b>5</b>	<b>Valuation da Companhia.....</b>	<b>34</b>
5.1	Projeções Macroeconômicas .....	34
5.2	Receita.....	34

<b>5.3</b>	<b>Custo dos Produtos Vendidos .....</b>	<b>36</b>
<b>5.4</b>	<b>Despesas .....</b>	<b>37</b>
<b>5.5</b>	<b>EBITDA .....</b>	<b>38</b>
<b>5.6</b>	<b>Depreciação e Amortização .....</b>	<b>39</b>
<b>5.7</b>	<b>CAPEX .....</b>	<b>40</b>
<b>5.8</b>	<b>ROIC .....</b>	<b>41</b>
<b>5.9</b>	<b>Impostos .....</b>	<b>41</b>
<b>5.10</b>	<b>Capital de Giro .....</b>	<b>42</b>
<b>5.11</b>	<b>Perpetuidade .....</b>	<b>44</b>
<b>5.12</b>	<b>Custo de Capital/Taxa de Desconto .....</b>	<b>45</b>
<b>5.13</b>	<b>Fluxo de Caixa .....</b>	<b>46</b>
<b>5.14</b>	<b>Valor da Ação .....</b>	<b>47</b>
<b>6</b>	<b>Conclusão .....</b>	<b>49</b>
<b>7</b>	<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>51</b>

**Lista de Figuras:**

<b>Figura 1: Evolução anual do Varejo restrito no Brasil .....</b>	<b>9</b>
<b>Figura 2: Evolução do número de lojas de cada marca do Grupo Soma .....</b>	<b>13</b>
<b>Figura 3: Gráfico de Ações do Grupo Soma .....</b>	<b>13</b>
<b>Figura 4: Tabela da Composição Acionária</b>	<b>14</b>
<b>Figura 04: Tabela da Composição Acionária ....</b>	<b>14</b>
<b>Figura 5: Projeção Macroeconômica .....</b>	<b>34</b>
<b>Figura 6: Projeção de Número de Lojas.....</b>	<b>35</b>
<b>Figura 7: Projeção de Receita Bruta .....</b>	<b>36</b>
<b>Figura 8: Projeção de COGS .....</b>	<b>37</b>
<b>Figura 9: Projeção de SG&amp;A .....</b>	<b>38</b>
<b>Figura 10: Projeção da Demonstração Financeira .....</b>	<b>39</b>
<b>Figura 11: Projeção de Capex por Loja .....</b>	<b>40</b>
<b>Figura 12: Impostos incidentes das receitas do Soma.....</b>	<b>41</b>
<b>Figura 13: Projeção de Capital de Giro.....</b>	<b>44</b>
<b>Figura 14: Premissas da Perpetuidade.....</b>	<b>45</b>
<b>Figura 15: Premissas WACC .....</b>	<b>46</b>
<b>Figura 16: Projeção Fluxo de Caixa.....</b>	<b>47</b>
<b>Figura 17: Projeção Valor Justo .....</b>	<b>48</b>

## 1 Introdução

Com o avanço da tecnologia e, assim, o desenvolvimento do mercado financeiro, facilitou para que a população mundial tivesse mais entrada ao mercado de capitais. Dessa forma, com o avançar de estudos e debates acerca do tema, tornou-se interesse de muitos entender e aprender a forma correta de investir nesse setor conforme grandes profissionais e gestores de investimentos.

Dentre os mais bem renomados estudiosos, podemos citar Benjamin Graham e Warren Buffet, dois grandes economistas que inserem no mercado uma nova forma de analisar as empresas: a análise fundamentalista. Nesta, procura-se entender o verdadeiro valor de uma empresa, de forma a observar se as ações estão com preços menores do que o seu valor justo. Assim, para que possa se obter um investimento com retorno positivo é necessário tal avaliação de uma empresa, processo também chamado de *valuation*<sup>1</sup>.

Criada em 2010 após a fusão das marcas Animale e Farm, o Grupo Soma foi escolhido para ser estudada nesse trabalho, dado sua forte presença no mercado de varejo de moda aos longos dos anos. Fora isso, a empresa realizou sua abertura de capital em 2020, projetando um forte crescimento com a injeção de capital para abertura de novas lojas, além do crescimento inorgânico através de novas fusões, como a da marca Nati Vozza.

Além disso, é importante destacar a importância do varejo no mercado brasileiro. De acordo com a Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo, atualmente, 26.20% do PIB<sup>2</sup> brasileiro foi impactado pelo Varejo Ampliado, isto é: todos os bens de consumo vendidos na sociedade. Junto isso, vale ressaltar o crescimento do varejo restrito (todos os bens de consumo com exceção de veículos e materiais de construções) ao longo dos anos:

Desde 2010 e até 2019, é um mercado que cresce forte, exceto 2015 e 2016, onde tivemos uma grande crise impactando negativamente o PIB brasileiro e em 2020 devido a pandemia do Coronavírus.

---

<sup>1</sup> Valuation: método utilizado para concluir o valor justo de uma empresa

<sup>2</sup> PIB ou Produto Interno Bruto é a soma de todos os bens e serviços comercializados no país



### Evolução Anual

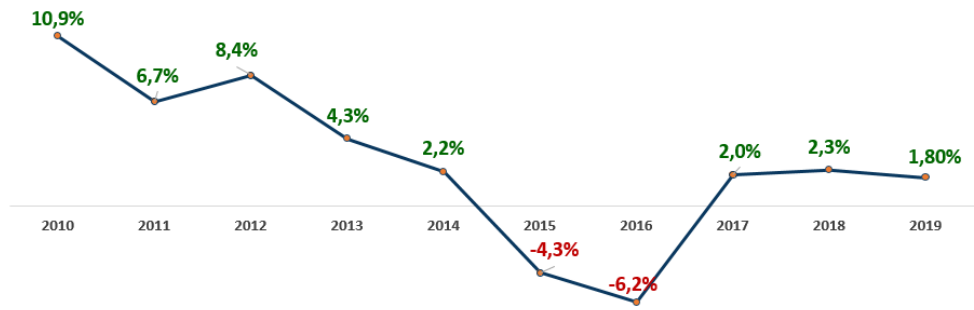


Figura 1: Evolução anual do Varejo restrito no Brasil

Fonte: Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo

## **2 Grupo de Moda Soma S.A.**

### **2.1 Trajetória**

A história do Grupo Soma se inicia em 2010 após a fusão entre as duas marcas de roupas femininas: Animale e Farm. Criadas em 1991 e 1997 respectivamente, elas sempre obtiveram posicionamento de marca diferente entre elas. A primeira optou por focar numa classe mais alta vendendo peças mais chiques com um ticket médio de ~R\$580,00, enquanto a segunda tenta atrair o nicho de mulheres mais novas e menos endinheiradas.

A partir de 2015, o Grupo começa então a ter uma política forte de aquisições. Até 2017 a empresa adquiriu 2 marcas ao longo destes anos: Foxton e Cris Barros. Por fim, a empresa concluiu as aquisições da Maria Filó e da NatiVozza em 2020 e 2021, respectivamente. Além destas marcas, a empresa também desenvolveu as marcas Fábula, A. Brand e Off Premium. A partir de um portfólio diversificado, a empresa consegue ter acesso à grande parte do mercado endereçável de total-look.

Baseado em um crescimento constante e exponencial de receita atrelado à ganhos operacionais através de sinergias de suas aquisições, o Grupo Soma conseguiu se estabelecer no mercado e chamar a atenção dos investidores. Em Julho de 2020, a empresa concluiu seu IPO (Initial Public Offering) e hoje já é avaliada em mais de R\$8 bilhões. Além disso, importante destacar alguns números operacionais da empresa: mais de 260 lojas, receita bruta de quase R\$1.5 bilhões em 2020 e um EBITDA maior que R\$200 milhões no ano anterior.

## 2.2 Marcas

**Animale:** Criado em 1991 por Claudia, Roberto e Gisella Jatahy, a Animale é um empresa de moda feminina voltada para a mulher “premium”, de uma classe mais alta. A empresa possui 71 lojas e 12 mil m<sup>2</sup> de área, e registrou vendas de R\$ 398 milhões em 2020 (27% da receita do Grupo Soma). Animale também possui joalherias (2 lojas da marca Animale Oro) e foi lançado em 2019 Animale Jeans, marca focada em jeanswear de alto padrão no Brasil. Roberto Jatahy é O CEO do Grupo Soma e Claudia Jatahy é a diretora de marca da Animale.

**Farm:** Lançada em 1997 por Katia Barros e Marcello Bastos no Rio de Janeiro, Farm também é uma marca de moda feminina premium que vende roupas, pranchas de surf, patins, mochilas e acessórios que refletem a cultura de seu estado. A empresa tem 77 lojas e registraram R\$ 614 milhões em vendas em 2020 (46% do Grupo Receita da Soma). A Farm também abriu 2 lojas nos Estados Unidos em 2019 (Nova York e Miami). Os fundadores Katia Barros é diretora de marca e Marcello Bastos é conselheiro e Diretor Executivo da empresa.

**Cris Barros:** marca super premium de roupas femininas, lançada em 2002 e adquirida pelo Grupo Soma em 2016. Cris Barros é conhecida por sua exclusividade, elegância e sofisticação. Além das 9 lojas a empresa também está presente em 1,5 mil lojas multimarcas e registrou vendas de R\$ 75 milhões em 2020. Irmãs Cris e Dani Barros ainda são as Diretores Executivos e de Estilo.

**NV (Natti Vozza):** Adquirida pelo Grupo Soma em 2020 por R\$ 210 milhões (47% em dinheiro e o restante em ações da SOMA3) em um múltiplo de 7x EV / EBITDA ex-sinergias. A marca nasceu online, mas também tem 5 lojas (o que representou 52% do seu faturamento no momento da aquisição) e atua no segmento de roupas femininas de alto padrão, com um preço complementar (ticket médio de R \$ 1.280) às demais marcas, posicionadas entre Animale e Cris Barros. Natalia Vozza, a fundadora da marca e “digital influencer” com mais de 1 milhão de seguidores nas redes sociais ainda é Diretora da empresa.

**A.Brand:** uma das poucas marcas desenvolvidas organicamente do grupo, A.Brand foi

lançada em 2009 como um spin-off conceitual da Animale. A empresa possui 13 lojas e registrou vendas de R\$26 milhões em 2020.

Fabula: Outra marca desenvolvida organicamente com foco em roupas infantis que visa desenvolver roupas mais criativas e confortáveis. A marca possui 15 lojas e registrou vendas de R\$ 47 milhões em 2020. Em 2019, a marca iniciou um modelo de loja pop-up<sup>3</sup> para ampliar o contato com sua base de clientes e migrá-los ainda mais para o canal digital.

Maria Filó: Fundada em 1997 e adquirida pela Soma em 2020, Maria Filó combina roupas modernas e sofisticadas. Possui 57 lojas: 37 próprias e 19 franquias (que parte provavelmente vai ser adquirida pelo Grupo Soma).

Foxton: Fundada em 2004 por Rodrigo Ribeiro e Marcella Mendes, a Foxton é o Grupo Marca de moda masculina Soma. A marca possui 15 lojas e gerou R\$ 36 milhões de receita em 2020. Rodrigo Ferreira continua no cargo de Diretor de Estilo da Foxton.

Off Premium: este é o canal off-price do Grupo Soma, e também opera como um plataforma de marketplace para outras marcas brasileiras mais conhecidas. Off Premium tem 13 lojas e registrou R\$ 75 milhões em vendas em 2020.

Lojas	2017	2018	2019	2020
Total de Lojas	185	202	221	264
A Brand	11	13	13	12
Animale	70	70	74	71
Cris Barros	7	9	9	10
Fábula	7	10	16	12
FARM	68	72	74	75
FARM Global	-	-	2	2
Foxton	7	8	14	20
Maria Filó	-	-	-	32
Maria Filó (franquias)	-	-	-	17
NV	-	-	-	-
Off Premium	7	13	13	13
FYI	8	7	6	-

<sup>3</sup> Pop up stores é um modelo de loja temporária feita para os clientes apenas conhecerem melhor a marca

Figura 2: Evolução do número de lojas de cada marca do Grupo Soma

Fonte: Planilha Dinâmica do Grupo Soma

## 2.3 Mercado de Capitais

A marca de varejo de moda, Grupo Soma, participa do BM & FBOVESPA e possui suas ações sendo negociadas sob o *ticker*<sup>4</sup> SOMA3. A empresa tem seu capital social composto por 485.603.062 ações ordinárias, escriturais, nominativas e sem valor nominal. Além disso, no final de 2020, a marca contava com um valor de R\$13,39 por cada ação negociada, alcançando um valor de mercado total de R\$6,5 bilhões.

A partir da análise do gráfico abaixo, é possível perceber que, desde a Oferta Pública realizada no meio de 2020, a empresa foi capaz de gerar um retorno maior que 48% aos seus acionistas, comparativamente, a carteira teórica do Ibovespa apresentou uma evolução próxima 24% ao longo desse tempo.

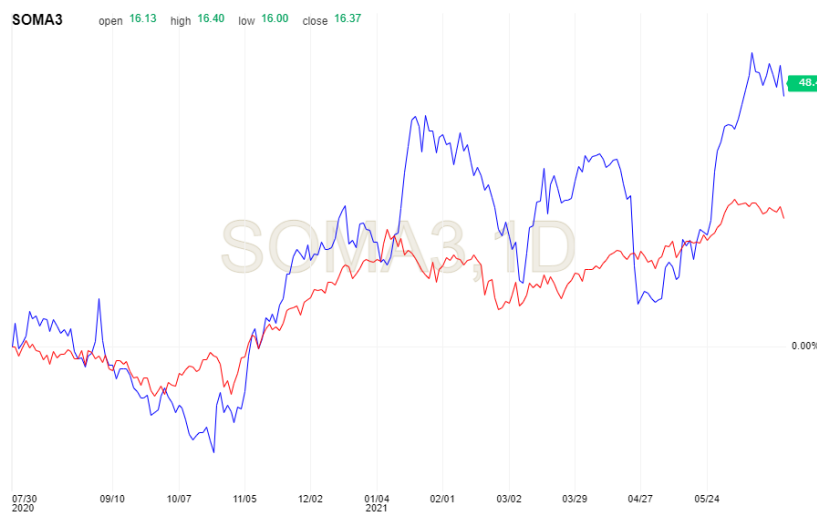


Figura 03: Gráfico de Ações do Grupo Soma desde seu IPO até 24/06/2021, comparado do Ibovespa (SOMA3 em Azul e IBOVESPA em Vermelho)

Fonte: Investing.com<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Ticker é o símbolo da negociação de um ativo

<sup>5</sup> Para mais informações: <https://br.investing.com/charts/real-time-stocks-charts>

## 2.4 Composição Acionária

Os acionistas da Grupo Soma têm direito de voto diante das 485.603.062 que compõem seu capital, assim, a empresa lhes garante poder de participação e liquidez da ação. Diante desse número total, 297.716.849 ações são de posse dos acionistas controladores da Companhia tendo, assim, controle sobre 61% do capital social da empresa. Dentre os controladores, cabe destacar Roberto Jatahy (fundador da Animale) que possui 16%. Vale destacar que todos os proprietários das marcas adquiridas ao longo do tempo possuem alguma participação, dentre eles: Cris Barros, Nati Vozza e Rony Mesler, fundador da Reserva. Os outros 39% das ações são compartimentadas entre quatro grandes grupos: os administradores da Companhia, sendo responsáveis por 0,05% do capital social da empresa, a Tesouraria com 0,82%, a gestora Opportunity com 6,82% e os 31,0% restantes pertencem aos demais acionistas, fato expresso na tabela a seguir:

Acionistas	Quantidade de ações	%
Controladores	297.716.849	61,31%
Administradores	261.300	0,05%
Tesouraria	4.000.392	0,82%
Ações em circulação	183.624.521	37,82%
Opportunity	33.133.588	6,82%
Outros	150.490.933	31,00%
<b>Total</b>	<b>485.603.062</b>	<b>100,00%</b>

Figura 04: Tabela da Composição Acionária

Fonte: Site da Companhia

## 2.5 Governança Corporativa

O Grupo Soma participa do Novo Mercado, o maior nível em Governança Corporativa da BM & FBOVESPA, portanto, a Companhia deve seguir certas regras e legislações. Dessa forma, as principais diretrizes a serem seguidas são:

- (i) divulgação trimestral seguindo certos padrões;
- (ii) seguir rigorosamente as políticas de divulgação no mérito das operações referentes a seus valores mobiliários realizadas por quaisquer acionistas controladores, conselheiros e

diretores da Companhia;

(iii) garantir uma estrutura de capital social com apenas ações ordinárias;

(iv) fazer a manutenção do valor de 25% do capital social total em controle de investidores que não sejam conselheiros, diretores ou quaisquer acionistas controladores;

(v) reivindicar que pelo menos 20% do seu Conselho de Administração tenha conselheiros independentes;

(vi) reportar as demonstrações financeiras/balanco patrimonial anual exigido conforme o GAAP dos Estados Unidos da América e/ou às Normas Intelectuais da Contabilidade;

(vii) providenciar aos seus acionistas um cronograma de eventos da empresa;

Ademais, a Companhia é regida pelo Conselho de Administração e por uma Diretoria com poderes garantidos pela Lei das Sociedades por Ações e de acordo com o Estatuto Social.

Por outro lado, o Grupo Soma tem seu Conselho Administrativo governado por sete membros, sendo quatro independentes, com significativa influência no planejamento estratégico da Companhia. Em razão do prazo dos mandatos, os conselheiros podem atuar por dois anos e têm reeleição permitida. Em relação à Diretoria Executiva, sua composição deve ser feita por, no mínimo, dois membros, alcançando o máximo de dez participantes, sendo eles acionistas ou não, eleitos e destituíveis a qualquer momento pelo Conselho de Administração, com permissão para acúmulo de cargos.

No presente momento, Roberto Jatahy (Vice Presidente do Conselho e Diretor Presidente), Gabriel Leite (CFO e Diretor de RI), Haroldo de Paiva (Diretor de Marcas), Marcello Bastos (Diretor de Marcas), Gustavo Fonseca, Rodrigo Martins, Tiago Dowsley e Alisson Calgaroto (Diretos sem designação específica) compõem a Diretoria da empresa. Os diretores têm liberdade para executar quaisquer operações que venham a ser necessários para alcançar os objetivos de suas funções, contanto que sejam correspondentes às disposições do Estatuto Social quanto à orientação geral dos negócios determinada pelo Conselho Administrativo. Em suma, esse grupo é responsável pela administração das atividades sociais e pela realização de todos os atos necessários ou convenientes, exceto os vinculados à Assembleia Geral ou ao Conselho de Administração.

Por outro lado, o Conselho Fiscal é uma estratégia armada de forma não permanente, tendo sua utilização sendo feita em qualquer exercício social, caso seja requisitado pelos acionistas diante da Lei das Sociedades por Ações.

É importante ressaltar que, mesmo que a empresa não disponha de nenhum comitê estatutário formado, o Conselho de Administração tem autonomia para formar Comitês técnicos e consultivos com objetivos e funções definidos que sejam constituídos por membros dos órgãos da Administração da Companhia ou não, tendo a função de auxiliá-los. Dessa forma, é dever do Conselho Administrativo dispor as diretrizes aplicáveis aos Comitês, sendo elas sobre prazos, composição, remuneração e funcionamento. Assim, o Grupo Soma conta, desde 2020, os Comitês de Auditoria, Risco e Finanças foram instaurados internamente.



## **3 O Setor**

### **3.1 Varejo: Conceito e Definições**

Neste capítulo iremos abordar sobre o setor de varejo brasileiro. Antes disso, é importante definir a real concepção desse mercado. Varejo é a palavra usada para estabelecer o conjunto das atividades de venda de serviços ou bens, as quais são dirigidas justamente aos consumidores finais.

Interessante ressaltar que tais vendas podem ser feitas em ruas e lojas, por exemplo, e são feitas através de diversas maneiras, como por telefone, máquinas de venda e pessoalmente. Além disso, diferentemente, da venda por atacado, isto é: vendas em larga escala, o varejo, normalmente, é caracterizado pela venda de pequenas quantidades.

### **3.2 Aspectos do Varejo Brasileiro**

Quando falamos no setor de varejo de moda brasileiro, é importante destacar a postura competitiva por tais motivos: número de lojas e marcas, diferenciação de produto, qualidade e preço, atendimento ao cliente, reputação, dentre outros. Outro ponto que deve ser mencionado é a baixa barreira de entrada no mercado de moda de forma que se tenha uma grande quantidade de fornecedores estrangeiro que tentam “lutar” contra os fabricantes nacionais. Estes últimos, no entanto, têm como as leis antidumping<sup>6</sup> como importante proteção para essa briga com os estrangeiros.

No cenário internacional, nosso mercado é, de fato, um dos mais importantes no setor de varejo de moda, operando como um dos maiores exportadores mundiais dos produtos do setor, como camisas, bermudas, calçados, por exemplo. Dentre todos os competidores, ênfase para a China que, com baixíssimos custos de produção, conseguem oferecer produtos muito baratos. Dado a forte concorrência internacional, foi implementado uma série de leis antidumpings, além

---

<sup>6</sup> Tarifas de impostos destinado aos produtos importados a fim de proteger a produção local

da tarifa de 30% para os produtos vindos do exterior. Dessa forma, o governo brasileiro tenta proteger os fabricantes locais, mas ao mesmo encarece os produtos para os consumidores.

Na outra ponta, temos consumidores cada vez mais conhecedores dos produtos e ao mesmo tempo exigentes. Dessa forma, surge como necessidade cada marca de roupa ampliar suas estratégias, além de buscar focar à determinado nicho do mercado, a fim de se adaptar as mudanças exigidas pelos seus consumidores. Assim, o que fica claro é que não há modelo de negócio comprovado de forma que seja necessário sempre uma metamorfose da empresa ao adequar constantemente suas estratégias.

Entretanto, tais características mencionadas acima, contribuem para um mercado extremamente fragmentado e regional. Assim, o Grupo Soma busca oferecer roupas para diversos nichos específicos do mercado, desde o homem carioca através da marca Foxton até a mulher chique que usa Animale, por exemplo. Quando olhamos os principais competidores da Empresas, podemos destacar: Reserva, Aramis e Hering no setor masculino e, no feminino, Restoque, dona da Le Lis Blanc, Bo.Bô e Dudalina, além da InBrands, dona da Ellus, Salinas, dentre outros. O que fica claro nesse setor é a maioria das marcas nacionais, visto que as empresas internacionais possuem grandes dificuldades para operarem num mercado de um país com características muito peculiares.

Outro ponto necessário mencionar é a sazonalidades das vendas que afetam o setor de varejo de moda no Brasil. O principal impacto é o Natal, época em que os consumidores fazem muitas compras a fim de presentear seus parentes e amigos na data comemorativa. Além dessa data, os Dias dos Pais e das Mães também são datas que impactam positivamente as vendas das empresas. Junto a isso, as vendas igualmente são influenciadas pelo lançamento de coleções que são justificadas pelas estações climáticas.

Finalmente, o setor de varejo é bastante passivo à política econômica, dado que o volume de vendas é sensível à situação econômica do país, ou seja, indicadores de renda da população, desemprego, propensão ao consumo, crédito barato ou caro, dentre outros. Assim, em períodos de retração econômica, o setor de varejo de moda é extremamente afetado de forma negativa.

### 3.3 O Varejo e o Cenário Macroeconômico Brasileiro

Desde 2015, o Brasil passa por um momento de forte retração econômica, a qual foi impactada ainda mais em 2020 pela Pandemia do Coronavírus. Dessa forma, vários setores foram muito prejudicados, especialmente, o setor de varejo de moda. A longa e atual crise diminuiu a capacidade e apetite da população brasileira em consumir. Quando falamos então de bens relativamente superficiais, como roupas, o impacto é ainda pior.

Com a diminuição dos gastos dos consumidores, o setor varejista brasileiro tem exibido um cenário extremamente vulnerável e marcado por fases de desaquecimento econômico. Diversos fatores como os salários, os níveis de emprego, as situações econômicas futuras, o nível de confiança dos investidores a respeito das futuras condições econômicas, a disponibilidade de empréstimo aos consumidores, a tributação, a inflação, a taxa de juros estão diretamente ligadas ao sucesso do setor do varejo. Assim sendo, as vendas, o resultado operacional e a situação financeira das empresas são afetadas em função do cenário econômico desfavorável e da diminuição da renda disponível da população, diminuindo também o poder de compra.

O Estado brasileiro influencia significativamente a economia do país, uma vez que as suas ações para monitorar o câmbio e a inflação, além de outras regras e políticas, ocasionam mudanças nos valores de mercado, nas taxas de juros, no câmbio, nas políticas fiscais, dentre outros motivos que podem provocar um impacto contrário significativo nas tarefas das empresas.

O Brasil registrou taxas de inflação elevadíssimas de forma assídua em sua história, o que teve como efeito a oscilação no preço do mercado brasileiro de valores imobiliários. Além disso, um crescimento da inflação é capaz de ocasionar um crescimento dos custos e gastos operacionais das entidades, visto que os seus fornecedores normalmente ampliam os valores para refletir a desvalorização da moeda assim como de seus encargos que estão ligados a inflação, uma vez que as mesmas sejam incapazes de repassar todo ou parte desse aumento aos seus clientes. Porém, diante a esse processo de inflação crônica num país como o Brasil, os lojistas e as empresas optaram por uma presença mais ofensiva, junto com a remarcação de preços antecipada e frequente, ao invés de ampliarem a disputa a partir das estratégias de diminuição de

preços e custos.

As probabilidades para os próximos anos são menos pessimistas diante de um quadro atual bastante negativo, como apresentado acima, dado que muitas dessas falhas estão sendo reparadas, como, por exemplo, a diminuição endividamento das famílias e instituições, assim como a volta da estabilidade fiscal. Do ponto de vista de longo prazo, o Brasil segue promissor com uma grande competência de investimento, tanto para locais como para estrangeiros, devido seu extenso mercado interno, seus habitantes formados maior parte por jovens e voltadas ao consumo, além de uma rede varejista com ampla cobertura geográfica.

### **3.4 Tendências do Setor Varejista Brasileiro**

Com os piores resultados da série histórica da Pesquisa Mensal de Comércio (PMC), o comércio varejista brasileiro encerrou os últimos anos com redução nas vendas do varejo, um baque no PIB e junto com a quantidade de desempregados que já se depara em mais de 14 milhões de pessoas. Esse contexto econômico desfavorável acentuou o padrão de exigência dos consumidores, que alteraram as práticas de consumo. O avanço contínuo da tecnologia e a necessidade de adequação das empresas a uma nova realidade pertencem diretamente as tendências essenciais do setor de varejo brasileiro.

Inicialmente, é importante entender o conceito de *Omnichannel*. Esta estratégia de negócios cada vez mais utilizada pelas empresas, é uma tendência de desenvolvimento do conceito de multicanal que possui como foco principal a experiência do *shopper*. O *Omnichannel* integra lojas físicas, virtuais e os compradores, explorando todas as possibilidades de interação. Consequência de uma alteração no comportamento do consumidor, que aprendeu a utilizar a tecnologia para adquirir variedade e comodidade através do uso de smartphones e ferramentas sociais, o *Omnichannel* expandiu os meios de comércio online, mas as vendas nas lojas físicas permaneceram fortes. Contudo, um grande obstáculo na implementação dessa nova tendência não é a tecnologia, que está cada vez mais acessível, mas sim a capacidade estratégica das empresas e instituições brasileiras, que ainda parecem ser muito resistentes às mudanças.

O foco na experiência de compra do consumidor é uma outra característica relevante do setor de varejo atual e que está sendo cada vez mais explorado. A geração Y, também conhecida como geração da experiência ou *Millennials* é formada por indivíduos que nasceram entre os anos 80 e 90 e cresceram com amplo acesso à informação e a tecnologia. Apreciam mais a experiência de compra e a felicidade do que o próprio uso de produtos. Também são conhecidos por “Nativos digitais”, pois já nasceram em uma cultura digital, diferente dos “Imigrantes digitais” que precisam se adequar e moverem-se para este novo mundo. Dessa forma, as empresas de varejo necessitam se atentar mais com toda a experiência de compra do consumidor, de modo que possua uma conexão emocional forte, além de entregar somente produtos.

Cada vez mais disponível para empresas e consumidores, a evolução da tecnologia tem provocado grandes mudanças no meio dos negócios e na sociedade como um todo. Novas tecnologias estão se tornando cada vez mais acessíveis e com frequência para as empresas e os consumidores, modificando o modo de compra dos indivíduos. A realidade Virtual e a Realidade Aumentada são duas tecnologias que vêm aparecendo em diferentes eletrônicos. Conhecida como a tecnologia que possibilita que os seres humanos se sintam em lugares diferentes ou passem por experiências que, na verdade, eles não estão ou que não existem, a Realidade Virtual é desenvolvida através de um computador. Já a Realidade Aumentada permite a combinação e inserção de elementos virtuais no ambiente real e tem se mostrado uma ótima aliada para as empresas no momento de desenvolver novos modelos de negócios.

Visto que o contato direto com o cliente obriga o setor a se atualizar e se reinventar constantemente, a Era Digital traz oportunidades distintas e desafios para as empresas. A velocidade de acesso à informação e as respostas que os consumidores esperam das marcas com quem interagem, junto da utilização de câmeras, sensores e *wi-fi* para auxiliar nas métricas de varejo são marcadas pelas revoluções descritas acima.

### **3.5 Avaliação de Empresas no Setor de Varejo**

Pode-se perceber uma certa incerteza sobre os preços implementados pelo mercado de

maneira geral. Considerando a premissa que o mercado de varejo não pratica um preço padronizado, dado que seu produto não é uma *commodity*, esses valores são principalmente influenciados pelos seguintes fatores:

- **Taxa de juros doméstica:** Consideravelmente alta quando comparada a níveis internacionais, a taxa de juros brasileira está em um processo de queda, levando em conta que há uns anos estava 14,25% e hoje está em 4,25%. Uma taxa de juros elevada compromete diretamente o consumo das famílias e os investimentos das empresas, considerando que a Selic é referência para empréstimos e aplicações. Ou seja, quanto mais elevada a taxa de juros, mais caro é para conseguir financiamento e, com isso, existe uma redução dos investimentos na economia como um todo e do consumo. Outro resultado da alta de juros é o crescimento da inadimplência, o que afeta ainda mais o comércio.
- **Risco de crédito:** A disponibilidade de crédito para a população fez com que a maior parte da população brasileira dependesse fortemente da concessão de crédito para obter seus bens de consumo e materiais por ser um país com baixa renda per capita e em desenvolvimento. Com um caráter de proteção do consumidor, as leis vigentes do país junto com órgãos responsáveis pelo bloqueio de crédito para consumidores que são devedores, ainda conseguem obter crédito junto a outros estabelecimentos comerciais, o que gera um mercado consumidor com um histórico de pagamento desfavorável.
- **Aumento de renda no Brasil:** Após passar por um processo de expansão nos últimos anos, a renda da população brasileira ainda tem um nível de desigualdade muito alto comparativamente com outros países no mesmo nível de desenvolvimento, o que mostra que ainda existe margem para ampliação de renda, o que ocasionaria em um consumo maior.
- **Distribuição de renda:** A má distribuição de renda da economia brasileira é uma das principais características responsável por impactar negativamente o

comércio do país, já que no setor de varejo, quanto maior a distribuição de renda, maior o volume de vendas e mais os consumidores gastam.

- **Taxa de Câmbio:** Uma taxa de câmbio alta mostra uma desvalorização do real em relação ao dólar, o que constitui que as empresas fornecedoras das empresas varejistas escolham exportar suas mercadorias ao invés de vendê-las no mercado interno. Como os exportadores conseguem ofertar preços mais competitivos no exterior, pois os dólares recebidos viram reais, conseguem aumentar seus lucros. Os produtores locais são beneficiados e os consumidores prejudicados, uma vez que uma taxa de câmbio elevada também torna a importação de produtos estrangeiros mais cara e acaba dificultando a entrada de concorrentes de outros países na base da cadeia de fornecedores.

## 4 Base Teórica

### 4.1 O que é o Valuation

“Valuation” é um termo inglês que representa “Avaliação de Empresas” ou “Arbitragem de Valor”, ou, até mesmo, “Valoração de Empresas”. Como o próprio nome diz, o *valuation* é um método utilizado no mercado financeiro para estimarmos o real valor de uma empresa e, conseqüentemente, das suas ações.

No entanto, para conseguir fazer um *valuation* de sucesso é necessário bastante conhecimento de finanças e de mercado. Ao fazer tal análise, o analista precisa supor premissas que representam apenas a percepção de mercado dele. Como não há consenso de tal suposições, é o entendimento do analista para conseguir entender tudo aqui que afeta a empresa que tornará possível uma avaliação justa e que determine o valor intrínseco da companhia.

Dessa forma, após a comparação entre o preço das ações negociado nas bolsas de valores e o valor definido como justo no *valuation* servirá como base para a decisão de comprar, segurar ou vender uma ação. Diante disto, neste capítulo vamos abordar essa metodologia para depois conseguirmos avaliar de forma correta a Companhia Grupo Soma.

### 4.2 Avaliação Intrínseca X Avaliação Relativa

Para fazer uma avaliação de empresas, há duas abordagens: intrínseca e relativa. Na primeira, partimos do pressuposto de que o valor intrínseco de uma empresa é determinado pelo fluxo de caixa futuro esperado da empresa durante sua vida útil e pelo grau de incerteza associado a eles. Ou seja, empresas que possuem um fluxo de caixa mais alto e recorrente deveriam valer mais. Por outro lado, estima-se o valor de uma empresa baseada no valor de empresas semelhantes a elas. Numa analogia, uma casa tem seu preço definido baseado nas casas semelhantes a ela que foram vendidas.

Assim, é muito importante diferenciarmos as diferentes metodologias ao analisar uma



empresa no mercado, de forma que possamos escolher a análise mais adequada possível. Para isso, é necessário saber que a análise intrínseca te mostra mais afundo as fontes que determinam o valor da empresa analisada. Por outro lado, a avaliação relativa acaba te promovendo uma aproximação mais condizente com a realidade.

### **4.3 Escola Técnica X Escola Fundamentalista**

No mercado financeiro, há duas correntes de estudo que tentam prever o comportamento dos preços das ações e, assim, achar boas oportunidades de investimento. Temos a escola técnica que faz uma análise mais a curto prazo, enquanto a escola fundamentalista busca análises de médio e longo prazo.

A primeira, que também é chamada de escola gráfica, busca achar uma oportunidade ao olhar as tendências gráficas do preço das ações. Para os estudiosos, essas tendências tem padrões que se repetem ao longo do tempo, o que permite prever alguns movimentos futuros delas. Ou seja, os investidores buscam comprar uma ação que sobem e vender logo antes dela cair, tentando captar pequenos ganhos oriundos dessas oscilações diárias no preço delas. Dessa forma, essa escola acaba não se aprofundando muito em conhecimento de mercado e das empresas investidas, mas sim desenvolver padrões matemáticos e programações que conseguem captar tais oportunidades de investimento.

Por outro lado, a escola fundamentalista busco estudar a fundo não só os dados e informações microeconômicas das empresas, mas também todo o cenário macro que ela se encontra. A partir da análise dessa profunda análise, entendendo suas demonstrações financeiras e projetando seus resultados futuros, o analista tenta prever o fluxo de caixa da empresa e ao trazer este valor a valor presente, ele define o preço justo da ação. Ou seja, uma empresa que, para o analista, tem valor justo de R\$100 por ação e está sendo negociada por R\$80 está subvalorizado, o que sugere uma boa oportunidade de comprar esta ação, por exemplo.

#### 4.4 Análises *top down* e *bottom-up*

Quando falamos da análise fundamentalista, podemos especificar e analisar a uma empresa de duas maneiras: a *top down* (de cima para baixo) e *bottom-up* (de baixo para cima). É importante ressaltar que ambas buscam achar o valor da empresa através de previsões financeiras. A diferença entre elas é a ordem de importância dos fatores que influenciam positiva ou negativamente o valor de uma empresa.

A primeira análise acredita que os principais fatos que impactam no valor de uma empresa são questões macroeconômicas como inflação, juros, desemprego, dentre outros. Por outro lado, a análise *bottom-up* acredita que os fatos microeconômicos é o que mais impacta o valor dela. Por fim, é importante ressaltar que ambas abordagens não são excludentes, inclusive alguns *valuations* buscam se basear nas duas análises. Diante disso, neste trabalho irá abordar uma análise fundamentalista com influência de ambas as vertentes.

#### 4.5 Os Métodos do Fluxo de Caixa Descontado

Dentre todos os métodos disponíveis, o mais utilizado pelos especialistas nos dias de hoje é o Método do Fluxo de Caixa Descontado. A ideia da análise é obter o valor da empresa através da capacidade dela em gerar riqueza. O modelo pressupõe que o valor de cada empresa é justamente o fluxo de caixa futuro dela, mas trazido a valor presente descontado por uma taxa que tem como objetivo refletir todo o risco inerente à esse ativo. Dessa forma, quanto maior risco associado a uma empresa, maior é a taxa descontada e vice-versa. Tal taxa de desconto é a WACC (weighted average cost of capital) – ou custo médio ponderado de capital, em português. Damodaran, um dos maiores conhecedores de finanças da história, representa o valor da empresa através da análise de Fluxo de Caixa Descontado da seguinte forma:

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

$r$  é a taxa de desconto

$CF_t$  é o fluxo de caixa

$n$  é o período de vida do ativo

Quando avaliamos uma empresa através do método do Fluxo de Caixa Descontado é necessário pensarmos na quantidade de anos que iremos projetar de fluxo de caixa futuros. Este período, normalmente, varia entre 5 e 7 anos de acordo com a natureza do negócio e o quão possível é a gente prever e projetar esses fluxos ao longo dos anos. Após esses anos projetados, é feito uma conta para projetarmos um valor de perpetuidade que representaria os fluxos de caixas futuros baseado numa expectativa de crescimento futuro.

Para avaliar uma empresa através do fluxo de caixa descontado, podemos utilizar dois métodos diferentes: fluxo de caixa do acionista (FCFE – *free cash flow to equity*) que, em geral, avalia o caixa gerado através dos recursos investidos por investidores da empresa e o fluxo de caixa da firma (FCFF – *free cash flow to firm*) que avalia o caixa gerado para a firma toda, ou seja, o capital gerado pelos próprios acionistas e pelo capital de terceiros também.

Existem dois métodos diferentes de fluxo de caixa descontado que podem ser utilizados para valorar uma empresa. O primeiro é o fluxo de caixa do acionista (FCFE), que visa avaliar o caixa gerado pelos recursos aplicados apenas pelos investidores da empresa. O segundo é o fluxo de caixa da firma ou fluxo de caixa livre (FCFF), que leva em consideração o caixa da firma como um todo, isso é, tanto o capital gerado por recursos próprios dos acionistas como o capital de terceiros.

Basicamente, o Fluxo de Caixa do Acionista é calculado através do caixa que sobra para os acionistas da empresa após a subtração de todos os gastos e despesas inerente à ela. Tal resultado disponível para os acionistas representa o que pode ser distribuído para eles após o pagamento de juros aos credores. Assim, para representar a expectativa de recebimento dos acionistas após 100% dos riscos inerentes à firma, utilizamos como taxa de desconto a taxa de remuneração de capital próprio ( $K_e$ ),

O método do Fluxo de Caixa do Acionista, normalmente, é representado através seguinte forma:

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Equity}_t}{(1+K_e)^t}$$

Onde:

$K_e$  é o custo do capital próprio

$\text{CF to equity}_t$  é a expectativa de fluxo de caixa para o acionista no período t

n é o período de vida do ativo

Abaixo, segue um cálculo mais detalhado para explicar o fluxo de caixa do acionista:

Receitas

(-) Despesas operacionais

(=) EBITDA<sup>7</sup> (earnings before interest, taxes, depreciations and amortization)

(-) Depreciação e Amortização

(=) EBIT<sup>8</sup> (earnings before interest and taxes)

(-) Impostos

(=) Lucro Líquido

(+) Depreciação e Amortização

(-) Desembolsos de Capital

(-) Variação do Capital de Giro

(=) Fluxo de Caixa do Acionista ou FCFE (Free Cashflow to Equity)

---

<sup>7</sup> A sigla EBITDA em português é chamada de LAJIDA, Lucro Antes de Juros, Impostos Depreciação e Amortização

<sup>8</sup> A sigla EBITDA em português é chamada de Lucro Antes de Juros e Impostos

Já o outro método, o fluxo de caixa da empresa (FCFF) é o caixa disponível após todos a empresa pagar tudo aqui que é obrigatório. O valor é usado tanto para pagamento de credores terceiros, como bancos, por exemplo, mas também o acionista. Assim, a grande diferença é que no cálculo do FCFE a gente inclui o pagamento de empréstimos e juros, no FCFF a gente não leva em consideração esse montante. Dessa forma, o FCFF é apenas o caixa que sobra após a dedução dos custos operacionais e todos os investimentos realizados. Assim, utilizamos a WACC como taxa de desconto.

O método do Fluxo de Caixa da Empresa, normalmente, é representado através seguinte forma:

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Firm}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Onde:

WACC é o custo de capital ponderado da companhia

CF to firm<sub>t</sub> é o fluxo de caixa esperado para a companhia no período t

n é o período de vida do ativo

Abaixo, segue um cálculo mais detalhado para explicar o fluxo de caixa da empresa:

Receitas

(-) Despesas operacionais

(-) Custo de vendas

(=) EBIT (earnings before interest and taxes) \* (1 - alíquota fiscal)

(+) Depreciação e Amortização

(=) EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)

(-) Desembolsos de Capital / Investimentos

(+) Capex (Capital Expenditures)

(-) Ganhos de Capital

(=) Fluxo de Caixa Livre ou FCFF (Free Cash Flow to Firm)

Ambos os modelos têm como principal objetivo achar o valor justo da empresa através dos fluxos de caixa dela. A grande diferença entre os métodos decorre do fato das empresas possuírem diferentes agentes que possuem duas diferentes maneiras de remuneração, alguns recebem através dos dividendos, isto é: os acionistas, enquanto os credores recebem juros.

#### 4.60 Cálculo do WACC

Já mencionado nos subcapítulos anteriores, ao avaliar o valor de uma empresa, todo o fluxo de caixa livre e o valor da perpetuidade da empresa deve ser corrigido em função da taxa de desconto. Essa taxa tem como função pesar os riscos e custo de oportunidade inerente ao investimento da empresa investida.

Representando uma média ponderada do custo do capital de terceiros ( $K_d$ ) e do capital próprio ( $K_e$ ), baseado na participação de cada um desse capital no financiamento da empresa, utilizamos a WACC (weighted average cost of capital) como essa taxa. Então, utilizamos esta como uma taxa de desconto no fluxo projetado da firma. Assim, a taxa se torna bastante recomendada para as empresas em gerais que alteram sua estrutura de capital ao longo do tempo, dado que a WACC consegue ponderar o peso do capital próprio e de terceiros.

Como afirma Damodaran, grande doutor e professor de finanças da New York University, a fórmula mais eficiente para achar o WACC é:

$$WACC = K_e * \left( \frac{E}{(D+E)} \right) + K_d * \left( \frac{D}{(D+E)} \right) * (1 - t)$$

Onde:

$K_e$	é o custo do capital próprio
$K_d$	é o custo do capital de terceiros
$E$	é o valor de mercado da empresa
$D$	é o valor de mercado da dívida

$E/(D+E)$  é o capital próprio em relação ao capital total da companhia  
 $D/(D+E)$  é o capital de terceiros em relação ao capital total da companhia  
 $t$  é imposto

#### 4.7 O Modelo de Precificação de Ativos Financeiros

O Modelo de Precificação de Ativos financeiros, ou também CAPM- Capital Asset Pricing Model, busca determinar a taxa de retorno considerada apropriada para algum tipo de ativo dado uma carteira de mercado diversificada, além de precificar títulos de risco e gerar retornos previstos para os ativos. Assim, foi descoberto que quanto maior o risco de algum ativo, maior o retorno exigido e possível dele.

Quando analisamos nos riscos envolvidos no CAPM, é necessário levar em consideração dois principais:

- Risco diversificável: que são riscos que podem ser reduzidos pelo investidor/gestor ao se utilizar estratégias baseadas na diversificação de ativos;
- Risco não-diversificável: que são riscos incontrolláveis pelo investidor/gestor como mudanças climáticas, políticas e macroeconômicas.

Matematicamente, William Shape, economista estadunidense, comprovou o modelo CAPM e mostrou ser uma forma de medir a sensibilidade de um ativo dado à riscos de mercado, o qual é usualmente reproduzido por um índice. Ao longo do tempo, essa medida de sensibilidade é calculada pelo coeficiente Beta ( $\beta$ ), o qual é calculado da seguinte maneira:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}_{im}}{\sigma_m^2}$$

Onde:

$\beta_i$  é o índice Beta de ação;

$i$  é o retorno da ação;

- $m$  é o retorno de mercado;  
 $Cov_{im}$  é a covariância entre  $i$  e  $m$ ;  
 $\sigma_m^2$  é a variância do retorno do índice do mercado

Assim, podemos concluir que o Beta de cada empresa é a covariância da variância do preço da ação da empresa com a variação do mercado/índice. Ou seja, podemos interpretar que um Beta positivo nos diz que o retorno do ativo segue a variação do mercado/índice. No caso de um Beta negativo, a ação varia ao contrário da variação de mercado/índice.

Dessa forma, a partir da definição do Beta acima, a fórmula matemática do CAPM é representada assim:

$$\bar{K}_e = R_f + \beta_i + (\bar{R}_m - R_f)$$

Onde:

- $K_e$  é o retorno esperado da Bolsa de Valores  
 $R_f$  é a taxa livre de risco  
 $(R_m - R_f)$  é o risco do mercado no qual a companhia está inserida

#### 4.8 Os Modelo de Avaliação por Múltiplos

Outro modelo de avaliação de empresas bastante utilizado é a Avaliação por Múltiplos. Nesta, o valor justo de uma empresa é avaliado a partir da comparação de empresas semelhantes e os múltiplos destas. Os múltiplos são valores padrões que cada ativo tem e servem como referência para avaliação das empresas. No entanto, para que a avaliação seja eficiente é necessário buscar uma ou mais empresas que tenham bastante semelhança com a qual você quer avaliar e tais semelhanças, normalmente, são definidas por mercado de atuação das companhias, por exemplo.



No entanto, como nenhuma das empresas são perfeitamente idênticas, nunca é possível achar um valor exato para a empresa avaliada. Por outro lado, o modelo por múltiplos serve como uma avaliação fácil e rápida de se fazer, dado que você precisa apenas buscar uma empresa semelhante e analisar os múltiplos desta, sem precisar de aprofundamento das finanças da empresa e nem de projetar os fluxos de caixa futuros.

#### **4.9 O Valor Patrimonial (Book Value) e o Valor de Mercado**

Além disso, ainda temos o método de avaliar um ativo através de todos os seus ativos somados, também conhecido como Book Value, ou Valor Patrimonial. Para chegar nesse valor, é necessário também descontar/subtrair o custo de aquisição de todos os ativos por toda a depreciação acumulada no período. No entanto, essa análise não considera o futuro desses ativos, de forma que sua análise seja enviesada e muito pouca efetiva, de forma que esta avaliação seja pouca utilizada no mercado, apenas por aqueles que possuem pequena experiência de análise e no mercado financeiro.

Por fim, temos o Valor de Mercado. A avaliação é feita basicamente pela multiplicação de todas as ações comercializadas de um ativo pelo preço em que essas ações são negociadas no mercado no momento. O grande erro desta avaliação é que o preço negociado a mercado de uma empresa não represente o valor justo desta empresa, apenas o valor que os investidores naquele exato momento acreditam ser. Dessa forma, esta avaliação provavelmente está sobre ou subvalorizando o preço da ação, ou seja, fica claro que não faz sentido utilizarmos tal método de avaliação.

## 5 Valuation da Companhia

### 5.1 Projeções Macroeconômicas

O relatório Focus, lançado semanalmente pelo Banco Central, é a principal fonte de projeções de indicadores, cobrindo todas as projeções do ano vigente e dos próximos três anos. Dessa forma, como referência, serão usadas as projeções do último Focus juntamente à anúncios feitos por outras instituições financeiras mais recentes referentes ao mercado, incluindo projeções macroeconômicas de 2020 e 2021 para o modelo do Grupo Soma.

Para a taxa de juros, foi assumida uma Selic fixa de 6.5% para os dez anos seguintes, de acordo com as expectativas e promessas do governo de aumento de juros. Ademais, ao tratar-se das medidas de inflação pressuponho IPCA de 6,50% e 3,75% para 2021 e 2022 respectivamente e, de 2023 em diante, estabeleceu-se um IPCA constante de 3,25, correspondente às projeções do Banco Central. Esses dados podem ser observados na tabela abaixo:

Projeções Econômicas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Inflação									
IPCA	2,95%	3,75%	4,31%	4,52%	6,50%	3,75%	3,25%	3,25%	3,25%
Taxa de Juros									
SELIC (média do período)	9,90%	6,56%	5,91%	2,81%	4,29%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%

Figura 05: Projeções macroeconômicas

Fonte: Banco Central do Brasil <sup>9</sup>

### 5.2 Receita

A receita é a primeira premissa a ser calculada ao avaliar uma empresa que atue no mercado de varejo de moda e pode ser definida como a renda obtida, em determinado período, através da venda de mercadorias, produtos ou da prestação de serviços.

O Grupo Soma conta como sua fonte de renda focal a venda de mercadorias,

<sup>9</sup> Projeção feita pelo Autor deste trabalho

principalmente roupas e variados acessórios. Esse retorno monetário é contabilizado pela empresa ao concluir-se a venda aos consumidores finais nas lojas físicas, site ou a franqueados e lojas multimarcas. Os preços dos produtos são sugeridos pela empresa de forma a gerar margens brutas sobre a venda desses bens aos consumidores finais maiores do que as sobre a venda para franqueados e lojistas multimarcas.

Ainda nesse aspecto, a receita de uma empresa pode ser compartimentada em: bruta e líquida. A primeira corresponde ao produto da venda de bens, no caso do Soma, ela corresponde à venda das roupas e acessórios. Já a segunda é a receita bruta reduzida das deduções, tais como impostos, descontos e devoluções.

Em 2020, o Grupo Soma obteve, como receita líquida, um valor de R\$1.243,8milhões, indicando uma perda de 4,6% em relação ao ano anterior. Tal piora pode ser explicada pela pandemia da Covid-19, a qual obrigou as lojas ficarem fechadas praticamente por todo segundo e terceiro trimestre. No entanto, esse fator não foi tão impactante devido ao desenvolvimento da operação digital do grupo: a receita bruta superou um crescimento de 150% entre 2020 e 2019.

A quantidade e abertura de lojas por marca e sua receita média por ano foram os dados usados como base para a estimativa da receita com vendas pela empresa, visto que essa é sua principal fonte de renda.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Número de Lojas									
Animale	70	71	73	71	73	76	79	80	80
Farm	70	70	76	77	87	101	115	129	137
Cris Barros	7	9	9	10	11	13	14	15	15
Foxtton	7	8	14	20	27	41	55	69	81
Fabula	7	10	16	12	15	20	30	40	46
A.Brand	12	13	13	12	12	12	12	12	12
FYI	9	8	6	0	0	0	0	0	0
OFF	8	14	14	13	14	16	18	20	21
Maria Filó	0	0	0	49	49	55	61	67	71
<b>Total</b>	<b>190</b>	<b>203</b>	<b>221</b>	<b>264</b>	<b>288</b>	<b>334</b>	<b>384</b>	<b>432</b>	<b>463</b>

Figura 07: Projeção de Número de Lojas

Fonte: Grupo Soma, Autor<sup>10</sup>

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Receita Bruta por Canal (R\$milhões)									
Lojas	724,1	816,0	932,8	504,1	821,8	1111,5	1323,3	1551,7	1748,7
Multimarcas	323,8	344,5	355,9	291,8	404,1	458,8	484,2	511,1	539,5
E-commerce	117,9	179,1	260,3	670,5	740,0	914,3	1084,0	1229,7	1364,8
ByNV	0,0	0,0	0,0	157,0	171,7	183,2	193,2	204,0	215,3
Total	1165,7	1339,6	1548,9	1623,5	2137,6	2667,7	3084,7	3496,5	3868,4

Figura 08: Projeção de Receita Bruta

Fonte: Grupo Soma, Autor<sup>11</sup>

### 5.3 Custo dos Produtos Vendidos

A fabricação dos produtos do Grupo Soma gera um custo relacionado à produção dos bens, sendo majoritariamente a mão de obra e o preço das matérias primas. Tal valor de produção reflete no preço das mercadorias vendidas pela Companhia.

Outra estratégia utilizada pela empresa é a negociação direta entre ela e os fornecedores para a aquisição de todo e qualquer insumo utilizado na produção de seus bens. Dessa forma, a Companhia garante uma negociação mais clara e custos inferiores.

O Grupo Soma conta um modelo de negócios que integra diversas equipes, garantindo a obtenção de um mark-up<sup>12</sup> alto e que seja lucrativo para o negócio. A empresa conta para esse processo com equipes como: P&D (pesquisa e desenvolvimento), produção e comercial.

<sup>10</sup> Projeção feita pelo Autor deste trabalho. Para maiores informações da empresa: <https://www.somagruposoma.com.br/investidores/>

<sup>11</sup> Projeção feita pelo Autor deste trabalho. Para maiores informações da empresa: <https://www.somagruposoma.com.br/investidores/>

<sup>12</sup> Mark up é a diferença entre o custo de produção de um produto e o preço dele de venda

O lucro bruto de uma empresa pode ser obtido pela dedução do custo das mercadorias vendidas da receita líquida. Já a margem bruta pode ser calculada através da divisão do lucro bruto pela receita líquida do mesmo período. O Grupo Soma atingiu um lucro bruto de R\$757,0milhões, com uma margem bruta de 60,9% e perda em relação ao ano anterior de 12,2%. Os fatores que influenciaram tamanho resultado foram: (i) queda de receita oriunda dos efeitos da pandemia; e (ii) perde de 5,2% na margem bruta.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
COGS (R\$milhões)									
COGS Total	-369,7	-433,1	-442,0	-486,8	-611,0	-728,3	-835,6	-939,7	-1031,3
% da Receita Líquida	-36,2%	-38,6%	-33,9%	-39,1%	-33,4%	-31,9%	-31,7%	-31,4%	-31,2%
Crescimento ao Ano (%)		17,1%	2,0%	10,1%	25,5%	19,2%	14,7%	12,5%	9,8%

Figura 08: Projeção de COGS

Fonte: Grupo Soma, Autor<sup>13</sup>

## 5.4 Despesas

As despesas operacionais podem ser classificadas como todos os gastos necessários para mantê-la em funcionamento. Em relação ao Grupo Soma, esses gastos são categorizados em: despesas comerciais, despesas gerais e administrativas e outras despesas/receitas operacionais.

Dentro das duas primeiras categorias, a Companhia opta por dividi-las em seis grupos: Pessoal, Ocupação, Serviços de Terceiros, Marketing, Fretes e Outras despesas. Cabe destacar Pessoal e Marketing, que obtiveram maior relevância nas despesas nos últimos anos. Em 2020, elas totalizaram R\$312,9milhões e R\$133,8milhões, o que representa, respectivamente, 25,2% e 10,8% da receita líquida.

Além disso, as outras despesas/receitas operacionais podem ser conceituadas como receitas de operações que não são resultado da sua atividade principal, também incluindo despesas não abrangidas nas despesas operacionais. Ela é taxada e deve ser incluída na declaração de renda e, por conseguinte, no DRE da empresa. No caso do Grupo Soma podemos

<sup>13</sup> Projeção feita pelo Autor deste trabalho. Para maiores informações da empresa: <https://www.somagruposoma.com.br/investidores/>

citar: reembolso com logística reversa, recuperação de despesas, taxa de franquia e eventuais reversões de provisões de contingências fiscais.

Por fim, em 2020, o Grupo Soma totalizou as despesas em R\$841,9milhões. No entanto, a Companhia busca constantemente a minimização de suas despesas e torná-las correspondentes à evolução de suas vendas. Ainda assim, em 2020, tais despesas enfrentaram problemas e tiveram um crescimento relativo, passou a representar 67.7% da receita líquida comparado a 54.7% em 2019.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Despesas (R\$milhões)</b>									
Pessoal	-246,5	-281,1	-301,1	-312,9	-422,3	-494,6	-567,9	-640,6	-705,3
% da Receita Líquida	-24%	-25%	-23%	-25%	-23%	-22%	-22%	-21%	-21%
Ocupação	-96,7	-103,3	-66,3	-46,8	-102,1	-109,5	-121,3	-131,6	-143,4
% da Receita Líquida	-9%	-9%	-5%	-4%	-6%	-5%	-5%	-4%	-4%
Serviços com Terceiros	-44,2	-67,3	-79,9	-79,3	-109,7	-131,2	-147,7	-162,9	-175,3
% da Receita Líquida	-4%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-5%	-5%
Marketing	-43,1	-58,8	-84,8	-133,8	-149,3	-182,5	-211,0	-239,2	-264,6
% da Receita Líquida	-4%	-5%	-7%	-11%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%
Frete e Embalagem	-20,4	-23,4	-35,2	-39,2	-74,2	-65,0	-63,8	-72,4	-80,1
% da Receita Líquida	-2%	-2%	-3%	-3%	-4%	-3%	-2%	-2%	-2%
Outras Despesas	-54,5	-51,2	-80,3	-135,2	-101,3	-126,4	-146,2	-165,7	-183,3
% da Receita Líquida	-5%	-5%	-6%	-11%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%
<b>Total</b>	<b>-505,6</b>	<b>-585,1</b>	<b>-647,5</b>	<b>-747,2</b>	<b>-958,8</b>	<b>-1109,1</b>	<b>-1258,0</b>	<b>-1412,4</b>	<b>-1552,0</b>

Figura 09: Projeção de SG&A

Fonte: Grupo Soma, Autor<sup>14</sup>

## 5.5 EBITDA

“Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization”, ou EBITDA, é o termo que corresponde à uma indicação de geração operacional de caixa, sendo em português “Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização” (LAJIDA). Essa variável pode ser formulada na Demonstração de Resultado da empresa pela fórmula: EBITDA = Receita Líquida – COGS <sup>(14)</sup> – SG&A <sup>(15)</sup> – Outras Despesas + Outras Receitas. Tal indicador disponibiliza o montante produzido por uma empresa durante seu processo operacional e se

<sup>14</sup> Projeção feita pelo Autor deste trabalho. Para maiores informações da empresa: <https://www.somagruposoma.com.br/investidores/>

mostra valoroso por fornecer aos analistas uma visão geral da companhia, não apenas seus números finais.

A margem EBITDA (EBITDA/Receita Líquida) é um outro marcador muito importante para a análise da margem operacional, sendo amplamente utilizado no estudo da rentabilidade da empresa e, assim, valor da empresa. O Grupo Soma, no ano de 2020, obteve um EBITDA de R\$9,8 milhões, indicando uma margem EBITDA de 0,8% e uma perda de 15,6% de margem em relação aos resultados apresentados em 2019. Esses números podem ser explicados da seguinte forma: (i) decréscimo de 4,6% da receita líquida; (ii) perda da margem bruta de 5,2%, caindo para 60,9%; e (iii) aumento das despesas. No ano de 2020, o Soma demonstrou uma conversão de margem EBITDA de 0,8% para margem líquida de -5,6%. Dessa forma, houve uma forte queda do lucro líquido referente ao ano anterior, ao final representando R\$196,5 milhões.

Demonstração Financeira (R\$ milhões)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Receita Bruta</b>	1.165,7	1.339,6	1.548,9	1.466,5	2.137,6	2.667,7	3.084,7	3.496,5	3.868,4
Crescimento a.a.		14,9%	15,6%	-5,3%	45,8%	24,8%	15,6%	13,3%	10,6%
<b>Receita Líquida</b>	1.020,7	1.122,0	1.304,0	1.243,8	1.827,8	2.281,1	2.637,7	2.989,8	3.307,8
Crescimento a.a.		9,9%	16,2%	-4,6%	47,0%	24,8%	15,6%	13,3%	10,6%
<b>Lucro Bruto</b>	651,0	688,9	862,0	757,0	1.216,8	1.552,8	1.802,1	2.050,1	2.276,5
Crescimento a.a.		5,8%	25,1%	-12,2%	60,7%	27,6%	16,1%	13,8%	11,0%
Margem Bruta	63,8%	61,4%	66,1%	60,9%	66,6%	68,1%	68,3%	68,6%	68,8%
<b>EBITDA</b>	146,1	104,9	214,5	9,8	258,0	443,7	544,2	637,8	724,5
Crescimento a.a.		-28,2%	104,4%	-95,4%	2535,0%	72,0%	22,7%	17,2%	13,6%
Margem EBITDA	14,3%	9,4%	16,4%	0,8%	14,1%	19,4%	20,6%	21,3%	21,9%

Figura 10: Projeção da Demonstração Financeiro

Fonte: Grupo Soma, Autor <sup>15</sup>

## 5.6 Depreciação e Amortização

A depreciação pode ser explicada como a desvalorização anual dos ativos imobilizados de cada empresa, tanto por uso ou desgaste natural, de forma gradativa. Esse indicador entra entre as despesas e o pagamento de juros e impostos no DRE, visto que contribui para um menor

lucro tributável por significar a perda de valor de um bem que já é de posse da empresa,

<sup>15</sup> Projeção feita pelo Autor deste trabalho. Para maiores informações da empresa: <https://www.somagruposoma.com.br/investidores/>

logo, não representa saída de dinheiro no período.

Por outro lado, a amortização corresponde a um processo de pagamento de dívida através de pagamentos regulares de forma a corresponder à soma do pagamento dos juros do saldo devedor ou do reembolso do capital, tendo a possibilidade de ser ambos os casos. Nesse indicador, as parcelas do período correspondem ao valor total da dívida, isto é: o pagamento do principal dele mais os juros e encargos.

## 5.7 CAPEX

“Capital Expenditures”, da sigla Capex, que pode ser conceituada como despesas de capital, ou seja, é o valor gasto por uma empresa com a compra de bens de capital, tais como equipamentos e instalações, que visam manter a produção ou o funcionamento de um negócio.

No caso do Grupo Soma, esse gasto tem três perfis diferentes: (i) expansão e/ou reforma das lojas; (ii) investimentos em transformação digital; e (iii) investimentos corporativos como Tecnologia da Informação, escritórios administrativos e instalações.

Em 2020, o Capex total demonstrou uma forte subida em comparação ao ano anterior, alcançando R\$50,1 milhões, sendo justificado por três fatores: (i) investimentos na estrutura do E-Commerce e transformação digital; (ii) aberturas e reformas de lojas; e (iii) investimentos direcionados a infraestrutura, com o objetivo de otimizar os sistemas da empresa. Para os próximos 10 anos, projeto o Capex de Expansão baseado no crescimento das lojas, de forma que o investido para abrir cada loja de cada marca seja conforme a tabela abaixo:

Capex por loja (R\$mil)	
Animale	700
Farm	700
Cris Barros	1.650
Foxtton	500
Fabula	400
A.Brand	400
OFF	800
Maria Filo	650



Figura 11: Capex por Loja

Fonte: Autor <sup>16</sup>

## 5.8 ROIC

"Retorno sobre o Capital Investido", conhecido também como ROIC, representando o montante retornado para a empresa sobre todo o valor investido inicialmente pela mesma, sendo a adição do capital próprio e capital de terceiros. Esse indicador é grandemente empregado para entender a performance monetário de uma empresa e, na prática, indica a capacidade financeira que uma empresa tem de gerar dinheiro com o valor investido.

A fórmula do ROIC é alcançada pela subtração o Resultado Líquido pelos dividendos pagos durante o ano, desse resultado, divide-se pelo capital investido, dessa maneira:

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT}^{(15)} / \text{Valor Contábil do Capital Investido}$$

Esse indicador representa o lucro operacional líquido da Companhia depois do pagamento de impostos, sendo o valor que a empresa é capaz de gerar de caixa ou distribuir entre os acionistas caso não esteja com dívidas. O ROIC do Grupo Soma, em 2020, demonstrou, como esperado, ficou abaixo de zero. Isso porque seu resultado líquido foi ruim e muito afetado devido a pandemia do Coronavírus. No entanto, entre 2017 e 2019, o indicador ficou no patamar dos 20%, chegando no seu auge em 2019 com 21.1%

## 5.9 Impostos

As alíquotas básicas a seguir sujeitam os impostos e contribuições das receitas e vendas do Grupo Soma:

Impostos	
ICMS- Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços	7,00% a 19,00%
COFINS - Contribuição para Seguridade Social	7,60%
PIS - Programa de Integração Social	1,65%
INSS - Instituto Nacional de Seguridade Social	1,50%

<sup>16</sup> Projeção feita pelo Autor deste trabalho. Para maiores informações da empresa: <https://www.somagruposoma.com.br/investidores/>

Figura 12: Impostos incidentes das receitas do Soma

Fonte: Demonstrações Financeiras do Grupo Soma<sup>17</sup>

O Brasil é o principal país de atuação da Companhia, dessa forma, é interessante entender o funcionamento de seu Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social. Localmente, o imposto de renda recai sobre o lucro tributável na alíquota de 15%, além de 10% para os lucros que excederem R\$240 mil dentro de um ano. Além disso, a CSLL (Contribuição Social Sobre Lucro Líquido) é taxada na taxa de 9% sobre o lucro tributável.

Todavia, no caso de despesas incluídas provisoriamente não dedutíveis ao lucro contábil ou exclusões de receitas temporárias não tributáveis, levadas em consideração para averiguação do lucro tributável corrente, haverá a geração de créditos ou débitos tributários diferidos. Isso representa na prática que se certa receita ou lucro já houver sido reconhecida pela empresa, a despesa do IR deverá ser reconhecida no mesmo período, no entanto, ela poderá ser diferida para efeitos fiscais de forma a ficar na conta de Provisão de Imposto de Renda Diferido e ser apenas pago num momento a diante quando tais custos já tiverem sido pagos.

## 5.10 Capital de Giro

O termo "Capital de Giro" pode ser explicado como todo montante necessário para financiar a manutenção das operações e processos de uma empresa. Para tal conceito, é possível citar de exemplo de financiar os clientes, dinheiros gastos em estoques e até recursos para pagar impostos, salários, fornecedores e demais custos operacionais.

Esse indicador tem seu valor diretamente motivado por três contas do Balanço Patrimonial: (i) contas a receber; (ii) estoque e (iii) contas a pagar. Dessa forma, diante dessas três variáveis, é de interesse da empresa projetar suas margens para entender a variação total do capital de giro, já que ele tem participação direta e extremamente relevante no fluxo de caixa

---

<sup>17</sup> Para maiores informações da empresa: <https://www.somagruposoma.com.br/investidores/>

da Companhia.

Ademais, esse indicador também é influenciado pelos outros ativos e passivos circulantes. Portanto, para fazer as projeções de maneira correta, é importante entender sobre qual linha do Demonstração de Resultado de Exercício cada uma dessas contas é relacionada para então notar como essa relação se dá em termos de dias. Para exemplificar este cenário, é possível analisar “Contas a Pagar”. Ela está relacionada à conta da receita das mercadorias vendidas, visto que a Companhia produz capital pela venda dos bens em suas lojas. Ainda assim, as contas de estoques e fornecedores estão atreladas com a conta dos custos das mercadorias vendidas, uma vez que correspondem ao valor que a empresa deve fazer o pagamento.

Diante desse contexto, busca-se saber a quantidade de dias que a empresa leva para coletar todo o montante conquistado pelas vendas. Para atingir esse número, é necessário dividir o valor das contas a receber pela receita líquida e multiplicar pelo número de dias do ano, 365. Na prática, esse cálculo fornece um prazo médio para o recebimento financeiro da empresa em questão. Por outro lado, para descobrir o prazo médio das contas de estoques e fornecedores, deve-se dividir pelo custo das mercadorias vendidas.

Para o futuro, visto que a redução do número de dias depende da negociação com os pagadores e recebedores, ele é considerado significativamente imprevisível. No entanto, devido a pandemia, o número de dias em 2020 sofreu bastante impacto. Por isso, assumimos que futuramente o número de dias vai estar próximos dos valores de 2019. Dessa forma, deve-se fazer a conta inversa para projetar individualmente cada uma das contas e obter os valores do capital de giro para os anos futuros. Isso significa que é necessário multiplicar o número de dias pela receita líquida ou pelo custo das mercadorias vendidas e dividir pelo número de dias no ano, 365. Diante do resultado, deve-se subtrair o capital de giro do ano n-1 pelo n para obter a variação do capital de giro da companhia.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Capital de Giro (R\$milhões)</b>									
Recebíveis	149,3	144,2	186,0	395,2	254,3	317,4	367,0	416,0	460,3
Dias	53,4	46,9	52,1	116,0	50,8	50,8	50,8	50,8	50,8
Estoque	173,4	229,1	234,6	234,7	311,4	371,2	425,8	478,9	525,6
Dias	171,1	193,1	193,8	176,0	186,0	186,0	186,0	186,0	186,0
Taxas a Recuperar	51,9	49,2	55,4	92,8	83,6	104,3	120,6	136,7	151,3
Dias	18,6	16,0	15,5	27,2	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7
Outros Ativos Circulantes	43,6	76,2	79,9	87,2	104,7	130,7	151,1	171,3	189,5
Dias	15,6	24,8	22,4	25,6	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9
Contas a Pagar	107,5	153,1	170,5	188,7	209,8	250,1	287,0	322,7	354,2
Dias	106,2	129,0	140,8	141,5	125,3	125,3	125,3	125,3	125,3
Obrigações Sociais	34,7	56,2	51,4	57,5	69,2	82,5	94,7	106,5	116,9
Dias	34,2	47,4	42,4	43,1	41,4	41,4	41,4	41,4	41,4
Taxas e Contribuições a Pagar	18,0	18,8	18,4	21,3	27,2	32,5	37,2	41,9	46,0
Dias	17,8	15,8	15,2	16,0	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3
Outros Passivos Circulantes	17,3	5,7	11,9	29,1	17,7	21,1	24,2	27,3	29,9
Dias	17,1	4,8	9,8	21,8	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
<b>Capital de Giro Total</b>	<b>240,6</b>	<b>264,8</b>	<b>303,8</b>	<b>513,3</b>	<b>430,0</b>	<b>537,3</b>	<b>621,5</b>	<b>704,6</b>	<b>779,7</b>
<b>Varição em Capital de Giro</b>	<b>240,6</b>	<b>24,2</b>	<b>39,0</b>	<b>209,5</b>	<b>-83,3</b>	<b>107,3</b>	<b>84,1</b>	<b>83,1</b>	<b>75,1</b>
% da Receita Líquida	23,6%	23,6%	23,3%	41,3%	23,5%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%

Figura 13: Projeção de Capital de Giro do Grupo Soma

Fonte: Grupo Soma, Autor <sup>18</sup>

## 5.11 Perpetuidade

No presente trabalho foram projetados os próximos dez anos de transações da empresa. Todavia, é necessário estabelecer um valor para determinar um valor presente para a empresa, logo, é preciso determinar um número que indique todos os fluxos de caixa futuros posteriores aos projetados, eternamente. Para realizar esse cálculo, assumiu-se as seguintes hipóteses: Consideramos um capital de giro de 23,6%, que foi estimado a partir da conta da variação desse mesmo valor sobre a variação da receita líquida; um crescimento de 6,5% ao ano, correspondente ao crescimento esperado do PIB de 2,2% somado à inflação de 3,3% e a um spread de 1,00%; um crescimento do IR da Companhia numa taxa de 34% e a margem EBITDA a 23,9%.

<sup>18</sup> Projeção feita pelo Autor deste trabalho.

Premissas da Perpetuidade	
Margem EBITDA (%)	21,9%
Crescimento	6,5%
Capital de Giro	23,6%
Impostos de Renda	34,0%

Figura 14: Premissas para a Perpetuidade

Fonte: Autor <sup>19</sup>

## 5.12 Custo de Capital/Taxa de Desconto

Uma taxa de desconto pode ser usada para encontrar o valor presente do fluxo de caixa de uma empresa e alcançar o valor justo das suas ações através do Fluxo de Caixa da Firma. Nesse caso será usado o WACC<sup>20</sup>, que é a taxa que corresponde ao retorno esperado pelos investidores. Para atingir esse valor, algumas explicações sobre certas variáveis se fazem necessárias.

Inicialmente, é calculado o custo do capital próprio (ke) com base no modelo CAPM. Já com o intuito de obter a taxa livre de risco que corresponde ao retorno esperado de um investimento de risco zero, ou seja, a menor recompensa possível esperada de um investimento, assumo 1,3%, valor extraído do Bloomberg. O beta calcula a correlação entre o retorno da ação e o do mercado como um todo e, para ele, foi utilizado 1,0 que é informado pela Agência de Notícias Reuters. Na intenção de finalizar o cálculo do custo do capital próprio, é necessário estabelecer o prêmio de risco do mercado acionário brasileiro, que é a diferença mínima entre um ativo livre de risco e um ativo com risco que o investidor demandaria para investir. Segundo Damodaran (2007), esse prêmio é atingido através do cálculo da média da diferença histórica entre os retornos anuais da bolsa financeira com as rentabilidades anuais em renda fixa. Todavia, diante de tamanha instabilidade econômica no Brasil dado a situação da pandemia do

<sup>19</sup> Projeção feita pelo Autor deste trabalho

<sup>20</sup> WACC: Weighted Average Cost of Capital, em português é chamado de Custo Médio Ponderado de Capital

Coronavírus, somada ao histórico de inflação do país, o retorno obtido pelos investimentos em renda fixa é maior do que o obtido no mercado acionário. Dessa forma, utiliza-se em geral um prêmio de risco médio histórico do mercado acionário brasileiro, sendo entre 5% e 8%. No presente trabalho será utilizado 5%. Portanto, diante de todos os valores, variáveis e da fórmula do modelo CAPM, o custo de capital próprio alcançado é de 11,8%.

O Grupo Soma, e as empresas de forma geral, utilizam duas fontes principais de financiamento: o capital próprio e o capital de terceiros. A Companhia, no entanto, usa o recurso de terceiros com linhas de crédito incentivadas para financiar as suas atividades demonstrando, de forma constante, um grau de endividamento considerado conservador em comparação à sua posição de patrimônio líquido.

No entanto, neste trabalho pressuponho que vamos liquidar essa dívida em 2021, de forma que a estrutura de capital da empresa seja constituída em 0% por capital de terceiros. Assim, o impacto do custo da dívida ( $K_d$ ) tem impacto nulo no cálculo do WACC.

O cálculo do WACC é demonstrado a seguir e o valor obtido para a taxa de desconto é de 11,8%.

Premissas WACC	
Taxa Livre de Risco (%)	1,3%
Diferença de Inflação	2,7%
Beta	1,00
Prêmio de Risco de Mercado	5,0%
Risco Brasil	2,8%
<b>COST OF EQUITY (<math>K_e</math>)</b>	<b>11,8%</b>
<b>WACC</b>	<b>11,8%</b>

Figura 15: Premissas WACC

Fonte: Autor <sup>21</sup>

### 5.13 Fluxo de Caixa

Diante do exposto, foi possível projetar o DRE, a necessidade de capital de giro e o Capex da empresa. O resultado do estudo foi a projeção do fluxo de caixa da firma para os próximos

<sup>21</sup> Projeção feita pelo Autor deste trabalho.

dez anos, de 2021 a 2031, expondo o montante atingido antes da distribuição dos lucros aos acionistas e do pagamento de seus credores, além do fluxo de caixa da perpetuidade. Abaixo estão expostos os fluxos de caixa da empresa para os próximos dez anos:

Fluxo de Caixa Descontado (R\$ milhões)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>EBIT</b>	<b>156,1</b>	<b>327,4</b>	<b>408,8</b>	<b>481,9</b>	<b>551,0</b>
(-) Benefícios ICMS	(201,2)	(251,0)	(290,3)	(329,0)	(364,0)
<b>EBIT Ajustado</b>	<b>(45,0)</b>	<b>76,4</b>	<b>118,5</b>	<b>152,9</b>	<b>186,9</b>
IRPJ/CSLL (%)	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
<b>NOPLAT</b>	<b>(29,7)</b>	<b>50,4</b>	<b>78,2</b>	<b>100,9</b>	<b>123,4</b>
(+) Depreciação & Amortização	101,9	116,2	135,4	155,9	173,5
<b>Fluxo de Caixa "Grosso"</b>	<b>72,1</b>	<b>166,6</b>	<b>213,6</b>	<b>256,8</b>	<b>296,9</b>
(-) Capex	(42,1)	(64,1)	(70,6)	(75,3)	(68,0)
(+/-) Variação no Capital de Giro	83,3	(107,3)	(84,1)	(83,1)	(75,1)
(-) Pagamento de Leasing	(42,4)	(48,2)	(55,3)	(62,3)	(67,0)
<b>FCFF - Free Cash Flow to the Firm</b>	<b>71,0</b>	<b>(53,0)</b>	<b>3,5</b>	<b>36,1</b>	<b>86,8</b>
(+/-) Despesa/Receita Financeira - Ex- IRPJ/CS	(0,2)	9,3	13,8	21,4	32,0
(+/-) Variação na Dívida	(257,3)	-	-	-	-
<b>FCFE - Free Cash Flow to Equity</b>	<b>(186,5)</b>	<b>(43,8)</b>	<b>17,4</b>	<b>57,5</b>	<b>118,8</b>
<b>Crescimento na Perpetuidade</b>	<b>6,5%</b>				
<b>Valor Presente dos Fluxos de Caixa Futuro</b>		<b>(39,2)</b>	<b>13,9</b>	<b>41,2</b>	<b>76,2</b>

Fluxo de Caixa Descontado (R\$ milhões)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
<b>EBIT</b>	<b>614,8</b>	<b>680,1</b>	<b>748,5</b>	<b>820,2</b>	<b>895,1</b>	<b>965,7</b>
(-) Benefícios ICMS	(396,5)	(427,7)	(458,9)	(491,0)	(523,8)	(557,5)
<b>EBIT Ajustado</b>	<b>218,3</b>	<b>252,4</b>	<b>289,7</b>	<b>329,2</b>	<b>371,3</b>	<b>408,3</b>
IRPJ/CSLL (%)	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
<b>NOPLAT</b>	<b>144,1</b>	<b>166,6</b>	<b>191,2</b>	<b>217,2</b>	<b>245,1</b>	<b>269,4</b>
(+) Depreciação & Amortização	187,0	198,4	208,6	219,5	230,7	242,5
<b>Fluxo de Caixa "Grosso"</b>	<b>331,0</b>	<b>365,0</b>	<b>399,7</b>	<b>436,8</b>	<b>475,7</b>	<b>512,0</b>
(-) Capex	(68,9)	(67,4)	(71,9)	(75,0)	(79,6)	(83,4)
(+/-) Variação no Capital de Giro	(69,7)	(66,9)	(66,9)	(68,9)	(70,4)	(72,2)
(-) Pagamento de Leasing	(69,2)	(69,3)	(68,1)	(65,9)	(62,6)	(58,1)
<b>FCFF - Free Cash Flow to the Firm</b>	<b>123,4</b>	<b>161,3</b>	<b>192,9</b>	<b>227,0</b>	<b>263,2</b>	<b>298,2</b>
(+/-) Despesa/Receita Financeira - Ex- IRPJ/CS	46,2	64,1	85,0	108,7	135,5	165,3
(+/-) Variação na Dívida	-	-	-	-	-	-
<b>FCFE - Free Cash Flow to Equity</b>	<b>169,6</b>	<b>225,4</b>	<b>277,9</b>	<b>335,7</b>	<b>398,6</b>	<b>463,5</b>
<b>Crescimento na Perpetuidade</b>	<b>6,5%</b>					<b>9.402,3</b>
<b>Valor Presente dos Fluxos de Caixa Futuro</b>	<b>97,3</b>	<b>115,7</b>	<b>127,7</b>	<b>138,03</b>	<b>146,7</b>	<b>3.248,3</b>

Figura 16: Projeção Fluxo de Caixa

Fonte: Autor <sup>22</sup>

## 5.14 Valor da Ação

Dessa forma, ao construir o fluxo de caixa da firma, foi possível obter-se os valores para os próximos dez anos e a perpetuidade, para valor presente, atingindo, portanto, o valor justo

<sup>22</sup> Projeção feita pelo Autor deste trabalho.

da empresa. Diante de tal finalidade, é preciso a dedução de cada um dos fluxos pela WACC calculada. Com esse número calculado, para chegar ao valor intrínseco de uma ação da Companhia faz-se necessário a divisão do valor justo do Grupo Soma pela quantidade de suas ações totais.

Diante do exposto, foi obtido o valor justo de R\$12,75 para as ações do Grupo Soma. Hoje, essas ações estão supervalorizadas na bolsa, uma vez que são negociadas acima de seu valor justo calculado, sendo vendidas a R\$15,50. Em análise final, deve-se vender tais ações visto que o mercado está pagando por elas, no momento, mais do que elas realmente valem, sendo um momento propício para aproveitar esse valor antes que ele seja reduzido.

<b>Valor Justo</b>	<b>6.128,3</b>
# de Ações	480,6
<b>Valor Justo Por Ação (R\$/ação)</b>	<b>12,75</b>
Preço Atual (R\$)	15,50
<b>Potencial de Crescimento</b>	<b>-17,7%</b>

Figura 17: Projeção Valor Justo

Fonte: Autor <sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> Projeção feita pelo Autor deste trabalho.



## 6 Conclusão

O Grupo Soma é a uma das maiores empresa de moda do Brasil. Diante de sua grandeza, o presente trabalho teve como objetivo principal a análise das variadas estratégias de avaliação de empresas e, a partir da metodologia do Fluxo de Caixa Descontado da Firma, alcançar um valor justo para suas ações.

O presente estudo apresentou a empresa como um todo e o setor a qual está inserida, esmiuçando suas características e peculiaridades. Ainda, foi feita uma sucinta exposição do cenário macroeconômico brasileiro atual e suas principais tendências para os próximos anos.

Mais adiante, fez-se necessária uma ponderação sobre os mais diferentes modelos de valoração de empresas e uma exposição sobre qual perfil de empresa cada um deles é mais indicado e deve ser aplicado.

Diante de tudo o que foi exposto, conclui-se que o modelo mais adequado para alcançar um valor para o Grupo Soma é o de Fluxo de Caixa Descontado, uma vez que possibilita a obtenção do valor presente dos fluxos de caixa futuros da empresa mediante a uma taxa de desconto que expresse o risco acoplado ao investimento.

O valor intrínseco de um ativo é definido por dois fatores: o fluxo de caixa que se espera ser gerado pelo bem durante seu tempo hábil de rentabilidade e pelo grau de incerteza por ele gerado (DAMODARAN, 2007; 2012). Conseqüentemente, criou-se um modelo com variadas estimativas macroeconômicas e de valores vinculados ao próprio Grupo Soma, como inflação e juros ou projeções de receitas e despesas, respectivamente.

O Fluxo de Caixa Descontado é um método considerado simples, no entanto, apresenta-se como um dos mais complexos para o cálculo do valor justo de uma Companhia. Por isso, é de suma importância uma atenção constante ao seu desenvolvimento, uma vez que qualquer deslize pode influenciar de forma brusca o resultado final e, por conseguinte, direcionar o investidor a uma tomada de decisão inconsistente.

Diante do exposto, é possível entender que a avaliação de uma empresa é uma árdua tarefa e deve ser realizada com muita seriedade, visto que exige não só um conhecimento técnico extenso e complexo, mas também muita determinação, estudo e pesquisa. Ademais, faz-se necessário uma noção profunda sobre a empresa e o setor em que está inserida para compreender plenamente as dinâmicas por ela estabelecidas.

Ainda, o *valuation* de uma empresa é muito subjetivo, podendo ter resultados variando de investidor para investidor, já que é imprescindível o desenvolvimento de premissas com base em expectativas de mercado e das atividades da Companhia. Por serem as variáveis que mais afetam o preço final estimado das ações da empresa, deve-se dispor de cautela extra ao calcular a taxa de desconto e projetar a perpetuidade.

É possível concluir, então, como resultado desse trabalho, que foi encontrado um preço de R\$12,75 para as ações do Grupo Soma. Além disso, o período atual mostra-se como o ideal para a venda das ações da empresa, visto que elas se apresentam, no momento, supervalorizadas, sendo negociadas no mercado por R\$15,50<sup>24</sup>, e por apresentarem potencial de desvalorização por volta de 17,7%.

O presente trabalho é um estudo acadêmico e, dessa forma, expressa as opiniões do próprio autor a partir das análises realizadas. Vale ressaltar, ainda, que as decisões de compra ou venda ficam sob responsabilidade do investidor e que qualquer alteração no cenário econômico vigente é capaz de interferir no desempenho da Companhia.

---

<sup>24</sup> Valor referente ao fechamento de mercado na data de 01/07/2021

## 7 Referências Bibliográficas

AGÊNCIA DE NOTÍCIAS IBGE: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/>

BANCO CENTRAL DO BRASIL: <https://www.bcb.gov.br/>

BM&FBOVESPA: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/](http://www.b3.com.br/pt_br/)

CAPITAL IQ:

<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/company.aspx?companyId=657190727&fromSearchProfiles=true>

CFA – Corporate Finance, Portfolio Management, and Equity Investments.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS: <http://sistemas.cvm.gov.br/>

DAMODARAN, A. Avaliação de Empresas. 2 ed. São Paulo: Pearson, 2007.

DAMODARAN, A. Investment and Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. Nova Jersey: John Wiley & Sons, 2012.

E-COMMERCE BRASIL: <https://www.ecommercebrasil.com.br/noticias/as-tendencias-do-varejo-de-moda-para-2021/>

GRUPO SOMA: <https://www.somagruposoma.com.br/>

GRUPO SOMA: <https://www.somagruposoma.com.br/conheca-a-soma/nossa-historia/>

GRUPO SOMA: <https://www.somagruposoma.com.br/nossas-somas/>

GRUPO SOMA: <https://www.somagruposoma.com.br/investidores/>

GRUPO SOMA: <https://www.somagruposoma.com.br/investidores/central-de-resultados/>

Investing.com: <https://br.investing.com/>

IEMI: <https://www.iemi.com.br/a-retomada-no-varejo-de-moda-e-o-que-esperar-de-2021/>

KOLLER, T; GOEDHART, M; WESSELS, D: Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. 4a Edição; Nova Jérícia; John Wiley & Sons, INC., 2005.

KOLLER, T; COPELAND, T; MURRIN, J: Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas. 3a Edição; São Paulo: Pearson Education do Brasil Ltda, 2002.

MARION, J.C Contabilidade básica.

McKinsey & Company e Tim Koller Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies.

PIGNATARO, Paul. Financial Modeling & Valuation - A Practical Guide to Investment

Banking and Private Equity. Nova Jersey: John Wiley & Sons, 2013.

POVOA, A. Valuation: Como Precificar Ações. São Paulo: Campus, 2012.

SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO: <http://sbvc.com.br/>