

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

André Luiz Lucas Amorim

UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DO GRUPO SOMA

Rio de Janeiro

2021

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

André Luiz Lucas Amorim

UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DO GRUPO SOMA

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Dr. Pedro James Frias Hemsley

Rio de Janeiro

2021

ANDRÉ LUIZ LUCAS AMORIM

UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DO GRUPO SOMA

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 8/5/2021.

PEDRO JAMES FRIAS HEMSLEY - Presidente

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

ARMANDO NOGUEIRA DA GAMA LAMELA MARTINS

Mestre em Economia pela UFF

SUSAN SCHOMMER

Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

AGRADECIMENTOS

A conclusão deste trabalho não seria possível sem o apoio incansável da minha família, em primeiro lugar, que sempre permitiu que eu chegasse a novos patamares na minha até agora curta vida acadêmica e profissional.

Aos meus pais, que sempre me colocaram em primeiro lugar em suas vidas, minha gratidão eterna.

Aos meus amigos: vocês sempre me deram forças para que eu seguisse meus objetivos e sempre estiveram ao meu lado, faça chuva ou faça sol.

Ao Gabriel, que esteve e está aqui comigo nos momentos mais difíceis, obrigado por ser tão especial.

Ao meu orientador, Pedro Hemsley, que foi absolutamente necessário para que este trabalho pudesse ser entregue, obrigado.

Por fim, à UFRJ e à educação pública brasileira, meu agradecimento pela oportunidade.

“Alguém está sentado na sombra hoje porque alguém plantou uma árvore há muito tempo.”
(Warren Buffett)

RESUMO

Este trabalho buscou chegar a uma análise fundamentalista das ações ordinárias do Grupo de Moda Soma (SOMA3), companhia brasileira do ramo de varejo de vestuário. A empresa realizou sua oferta pública inicial (IPO) de ações no ano de 2020, em meio à pandemia do coronavírus, e tem sido constantemente observada por analistas em função de sua estratégia de mercado ousada, repleta de fusões e aquisições. Com isso em mente, utilizou-se o método do fluxo de caixa descontado, de acordo com o referencial teórico de Damodaran (2002) e Assaf Neto (2007). O trabalho está dividido em três capítulos: uma análise qualitativa do setor e da empresa; a apresentação da literatura de contabilidade e *valuation* necessárias; e a exposição das premissas e resultados do modelo – que se construiu para a obtenção do valor justo da ação da empresa com uma periodicidade anual dentro de uma janela móvel de cinco anos, com o início da contagem em 2021. Como conclusão, observou-se que uma posição comprada no ativo SOMA3 representa uma estratégia de investimento com perspectiva positiva para os próximos anos.

Palavras-chave: *valuation*; análise fundamentalista; fluxo de caixa descontado; varejo de moda; Grupo Soma.

ABSTRACT

The present work sought to build a fundamental analysis model of Grupo de Moda Soma shares (SOMA3), a Brazilian clothing retail company. Grupo Soma held its Initial Public Offering (IPO) in 2020, amidst the coronavirus pandemic, and has been constantly watched by market analysts due to its bold market strategy, full of mergers and acquisitions. Keeping this in mind, the analysis employed the discounted cash flow method, according to Damodaran (2002) and Assaf Neto (2007) theoretical framework. This work is divided into three chapters: a qualitative analysis of the sector and the company; a presentation of the required accounting and valuation literature; and an exposition of the model's assumptions and results – which was built to obtain the share's fair value on a yearly basis within a moving window of five years, beginning in 2021. In the end, it was observed that a long position in SOMA3 represents an interesting investment strategy for the next few years.

Key words: valuation; fundamental analysis; discounted cash flow; apparel retailing; Grupo Soma.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Análise SWOT do Grupo Soma	22
Tabela 2: Premissas macroeconômicas	32
Tabela 3: Receita	33
Tabela 4: Custo da mercadoria vendida	34
Tabela 5: Despesas	35
Tabela 6: EBITDA, D&A e EBIT	36
Tabela 7: CAPEX	36
Tabela 8: Capital de giro	38
Tabela 9: Fluxo de caixa livre para a empresa	39
Tabela 10: Taxa de desconto	40
Tabela 11: <i>Valuation</i>	41

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
CAPÍTULO I: O SETOR E A EMPRESA	12
1.1. Panorama do varejo no Brasil	12
1.2. Breve caracterização do Grupo Soma	13
1.3. Marcas do grupo	14
1.3.1. Animale, Animale Jeans, Animale Oro e A.Brand	15
1.3.2. Farm	15
1.3.3. Fábula	16
1.3.4. Cris Barros	16
1.3.5. Foxton	16
1.3.6. Maria Filó, Off Premium, ByNV e FYI	17
1.4. Composição acionária e governança corporativa	17
1.4.1. Composição acionária	17
1.4.2. Administração	18
1.5. IPO em 2020	19
1.6. A aquisição da Cia. Hering	20
1.7. Análise SWOT	21
1.7.1. Forças	22
1.7.2. Fraquezas	23
1.7.3. Oportunidades	23
1.7.4. Ameaças	24
CAPÍTULO II: REFERENCIAL TEÓRICO	25
2.1. Breve introdução ao <i>value investing</i>	25
2.2. Contabilidade básica: BP, DRE e DFC	25
2.3. O método do fluxo de caixa descontado	27
2.4. Modelo de precificação de ativos – CAPM	29
CAPÍTULO III: VALUATION DO GRUPO SOMA	31
3.1. Metodologia	31
3.2. Premissas macroeconômicas	31
3.3. Receita	32
3.4. Custo da mercadoria vendida	34
3.5. Despesas: <i>sales, general and administrative expenses</i> (SG&A)	35

3.6. EBITDA, depreciação e amortização e EBIT	35
3.7. CAPEX	36
3.8. Capital de giro.....	37
3.9. Fluxo de caixa livre para a empresa.....	38
3.10. Taxa de desconto.....	39
3.11. <i>Valuation</i> ao longo do tempo	40
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	43
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	44

INTRODUÇÃO

Nas próximas páginas, busca-se reunir informações que sejam relevantes para construir um modelo de *valuation* dinâmico para o Grupo de Moda Soma – que possui suas ações negociadas sob o *ticker* SOMA3 na bolsa de valores de São Paulo, a B3. Com a recente aquisição da Cia. Hering, o Grupo Soma passará a ser o quarto maior grupo de moda do país¹. O setor de vestuário brasileiro, por sua vez, possui números expressivos perante o mundo: é o quarto maior produtor de malhas do planeta e possui a maior cadeia têxtil do Ocidente (ABIT, 2021).

Entende-se *valuation*² aqui, na concepção de Aswath Damodaran³ (DAMODARAN, 2017), como um método de determinação do valor intrínseco de um ativo, analisando seu potencial futuro. Utiliza-se o método do fluxo de caixa descontado, que estima a geração de caixa futura do empreendimento, trazida a valor presente por uma taxa de desconto que será aqui calculada, ajustada ao risco.

O *valuation*, como uma ferramenta para se determinar o valor de um ativo a partir dos fundamentos da empresa e de premissas macroeconômicas, estimula decisões de investimento bem-informadas, o que é essencial para um ambiente de negócios saudável por parte dos investidores e das empresas e para o crescimento econômico de forma geral.

A escolha do Grupo Soma foi orientada por sua crescente relevância no mercado, o que culminou em uma oferta pública inicial de ações em julho de 2020, em plena pandemia da Covid-19. O grupo, que teve suas raízes em 2010 com a fusão das operações das grifes cariocas Animale e Farm, reúne marcas de diversos segmentos – moda feminina, masculina, infantil, joias – e possui um negócio que vem passando por uma forte expansão nos últimos anos. Isso, na visão deste trabalho, justifica uma análise mais aprofundada do ativo SOMA3, cujas perspectivas futuras pretendemos traçar nos capítulos seguintes.

O fato de o modelo que será construído aqui ser dinâmico atende ao objetivo de que ele possa ser utilizado em diferentes momentos do tempo para orientar a perspectiva de compra ou

¹ Sendo precedido somente pela Renner, Guararapes (Riachuelo) e C&A.

² *Valuation*, avaliação da empresa e análise fundamentalista serão utilizados de forma intercambiável neste trabalho.

³ Professor de finanças na Leonard N. Stern School of Business, da New York University (NYU), é autor das mais célebres publicações sobre *valuation*.

não do ativo em questão, dentro de uma janela temporal futura que julgamos que seja possível fazer uma previsão minimamente embasada.

Este trabalho está dividido em três capítulos. O primeiro trata de uma apresentação do setor de atuação da empresa, que é o varejo de moda no Brasil, e da companhia propriamente dita – dissecando sua trajetória, marcas, governança, acontecimentos relevantes nos últimos tempos e informações importantes para a construção do modelo.

O segundo capítulo, por sua vez, presta-se a trazer a base teórica necessária para o entendimento do modelo de avaliação. Assim, conceitos básicos de contabilidade e de precificação de ativos são apresentados, e serão diretamente utilizados no terceiro capítulo – em que, de fato, apresentam-se as premissas e resultados da análise da empresa aqui trabalhada. Ao final, a conclusão retoma brevemente alguns aspectos qualitativos e quantitativos da análise.

CAPÍTULO I: O SETOR E A EMPRESA

1.1. Panorama do varejo no Brasil

Anteriormente à apresentação da empresa aqui trabalhada, fazemos uma curta passagem pelo setor de varejo no país. Em primeiro lugar, trazemos uma definição do que entendemos como “varejo”. Segundo o estudo *O Papel do Varejo na Economia Brasileira*, da Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo (SBVC), “o varejo é toda atividade econômica da venda de um bem ou serviço para o consumidor final, ou seja, uma transação entre um CNPJ e um CPF” (SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO, 2021b).

Assim, podemos entender o conceito em questão como a venda para indivíduos que tenham como objetivo o consumo do que foi adquirido. Usualmente, o varejo é segmentado em três grupos de itens vendidos: bens de consumo em geral; carros e combustíveis; e serviços. Nota-se que a empresa a ser avaliada neste trabalho, o Grupo Soma, pertence à primeira categoria.

O varejo no Brasil é diretamente afetado pelo consumo das famílias, medido pelo IBGE. Em 2020 a participação dessa categoria no Produto Interno Bruto (PIB) analisado pela ótica da despesa foi de 61% – R\$4,48 trilhões sobre os R\$7,4 tri do PIB brasileiro. A queda foi de 5,5% em relação ao ano anterior, após três anos seguidos de alta (SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO, 2021b).

O varejo restrito – que contempla bens de consumo, exceto veículos e materiais de construção – respondeu por 23,6% do PIB de 2020 e um crescimento real de 1,2% em relação a 2019. O número foi positivo, porém representou o menor recrudescimento desde 2017, um efeito direto da pandemia do novo coronavírus. Vale lembrar que esse número contempla ainda o setor “essencial”, diga-se supermercados, farmácias e lojas de material de construção, que tiveram menores restrições ao seu funcionamento no ano passado.

Segundo estimativas da SBVC divulgadas no fim de 2020 (SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO, 2021a), a previsão de crescimento para o varejo de vestuário em 2021, medida por peças comercializadas, é de 25% em relação ao ano anterior, com um total de 6,2 bilhões de unidades. Em termos de valor monetário, a previsão é de alta de 26,2%, para R\$228,9 bilhões. No entanto, a estimativa foi realizada desconsiderando medidas

de isolamento social mais severas em função de uma segunda onda de Covid-19 e consequente fechamento do comércio, o que chegou a acontecer este ano em diversas regiões do país.

Contudo, o potencial de crescimento para 2021 ainda é promissor. Informações do Índice de Performance de Varejo (IPV) afirmam que, em abril deste ano, o fluxo de pessoas em lojas físicas no país cresceu 538% na comparação com o mesmo mês do ano anterior, período em que o país atingia os maiores níveis de isolamento social desde o começo da pandemia. Nos *shoppings centers*, onde a operação física do Grupo Soma está concentrada, o aumento foi de 452% (NASCIMENTO, 2021a).

Aqui, ademais, é premente mencionar o papel do *e-commerce* no varejo brasileiro, o que contribuiu para que as estatísticas acima não tivessem um desempenho ainda pior em função do cenário da Covid-19. Segundo o mesmo estudo da SBVC, o comércio eletrônico avançou 41% em 2020 e atingiu um faturamento histórico de R\$87,4 bilhões. Treze milhões de consumidores realizaram sua primeira compra virtual no ano passado e, de acordo com a pesquisa, foram motivados principalmente pelo frete grátis anunciado por algumas lojas.

1.2. Breve caracterização do Grupo Soma

O Grupo Soma, com 264 lojas ao fim de 2020¹ e mais de 5,3 mil funcionários no país, define-se como uma *house of brands* (CRISSAFE, 2021) para o varejo de vestuário brasileiro, isto é, uma espécie de conjunção de diferentes marcas com focos em nichos distintos e complementares de mercado, voltadas para as classes A e B. Dessa forma, o nome da empresa faz jus ao seu negócio – que, como veremos, está repleto de fusões e aquisições, diversificando seu portfólio de nomes conhecidos do consumidor brasileiro de moda.

A própria história do grupo começa através de uma soma, mais especificamente de uma fusão. Em 2010, as grifes cariocas Animale e Farm uniram suas operações para dar origem ao grupo. O próximo passo foi em 2014, com a introdução no grupo da marca infantil Fábula e da A.Brand, voltada para o público feminino. Em 2015, a Foxton adentrou o conglomerado, sendo a primeira marca do Grupo Soma para o consumidor masculino. Em 2017, por sua vez, a Cris Barros – cujas vendas têm como maiores destinatários o público feminino de alta renda – se

¹ Sexto maior grupo do país em número de lojas, ficando atrás somente da Arezzo (901), Hering (778), Renner (606), Guararapes (332) e C&A (295), segundo dados da ACE Capital divulgados pela Infomoney. Com a aquisição da Cia. Hering, a operação combinada Soma + Hering passa a liderar esse *ranking* (YAZBEK, 2021).

uniu ao grupo, sendo sucedida pelo surgimento do Off Premium, um *outlet* de luxo, no ano seguinte. Em 2019, foram introduzidas duas novas marcas dentro do universo da Animale: a Animale Jeans e a Animale Oro. No ano seguinte, juntou-se ao grupo a Maria Filó, conhecida do público feminino e, em 2021, a ByNV, com presença digital bem desenvolvida (GRUPO SOMA, 2021d).

As operações da empresa relacionadas a sua cadeia produtiva são concentradas no eixo Rio-São Paulo. Há bastante sinergia entre as marcas, com um centro de criação, um centro corporativo, uma fábrica e centros de distribuição compartilhados no Rio de Janeiro. Os escritórios das marcas em geral são separados, como o da Farm, Foxton e Fábula no Rio e da Cris Barros em São Paulo. Parte da confecção ainda é terceirizada para outros produtores.² O total de fábricas, entre Rio e São Paulo, chega a três, enquanto o grupo possui 9 centros de distribuição.

No tocante ao mercado de capitais, o biênio 2020-2021 se mostra especialmente relevante para o Grupo Soma por dois motivos: por um lado, 2020 foi o ano da Oferta Pública Inicial de ações da empresa (IPO, *Initial Public Offering*, na denominação em inglês), com o início de suas operações na bolsa de valores brasileira; por outro, algumas de suas aquisições de maior peso se deram recentemente, como a da Cia. Hering, ainda não completamente finalizada (em julho de 2021).

Esses últimos acontecimentos, segundo a análise desenvolvida neste trabalho e exibida mais adiante, indicam dois movimentos importantes do modelo de negócios do grupo: a intenção de incorporar os maiores nomes da moda nacional em seu portfólio, além de uma expansão bastante acelerada a despeito da pandemia da Covid-19. O próprio IPO do grupo, em meio a um noticiário econômico dominado por incertezas e retração de investimentos, deve ser reconhecido como uma prova dessa estratégia relativamente agressiva e pode ser uma *proxy* para movimentações relevantes da empresa nos próximos anos.

1.3. Marcas do grupo

Segundo a própria empresa divulga, a cultura do grupo é “deixar as marcas terem suas próprias culturas” (GRUPO SOMA, 2021c), mantendo-se como uma plataforma de marcas –

² A presença do grupo no Rio é justificada, além de ser a cidade de fundação da maior parte de suas marcas, por benefícios fiscais decorrentes da chamada Lei da Moda do estado (GAIA SILVA GAEDE ADVOGADOS, 2020).

unidas ao grupo através de fusões e aquisições – com identidades próprias. Abaixo, é possível encontrar uma breve descrição de cada uma delas. Os dados sobre participação de cada marca na receita total do grupo são apresentados se considerando os três canais de venda possíveis: vendas no varejo (lojas físicas), *e-commerce* e atacado (para revendedores). As informações sobre as marcas estão disponíveis em seus *websites*.

1.3.1. Animale, Animale Jeans, Animale Oro e A.Brand

Fundada no Rio de Janeiro há 28 anos, a Animale nasceu por obra dos irmãos Claudia e Roberto Jatahy como uma loja no Leblon, zona sul da cidade e um dos metros quadrados mais valorizados do país, sendo uma marca voltada ao mercado de grife.

Conforme a divulgação de resultados do grupo no fim de 2020, a marca contava com 71 lojas, só perdendo para a Farm no total de pontos físicos de venda. Representou aproximadamente 27% da receita do grupo em 2020 (GRUPO SOMA, 2021e).

A Animale Jeans e a Animale Oro são bem mais recentes, tendo sido lançadas em 2019, e não possuem lojas próprias – seus produtos são comercializados juntamente à Animale. Possuem foco, como o próprio nome diz, em peças de *jeans* e em joias, respectivamente.

Ademais, a A.Brand, com 12 lojas físicas ao final de 2020, foi fundada no Rio em meados de 2009 com uma inspiração artesanal e contemporânea. Respondeu por pouco menos de 2% da receita total do grupo no ano passado (GRUPO SOMA, 2021e).

1.3.2. Farm

Ao lado da Animale, a Farm é a marca do Grupo Soma mais conhecida no mercado. É também a segunda mais antiga, tendo sido fundada em 1998. Segundo pesquisa realizada em 2016 pelo Ibope Inteligência, a Farm é uma das três marcas de vestuário feminino preferidas do público da classe A brasileiro – que, naquele ano, representava 13% do potencial de consumo e tinha renda média familiar de R\$20,8 mil (DEARO, 2016).

A Farm é direcionada a um público mais jovem que a Animale, porém igualmente voltado para o mercado de peças de grife. O nascimento da marca se deu através de um *stand* em uma feira de moda, que deu origem a uma loja até que, no fim de 2020, a marca contava com

77 lojas e um promissor início de expansão para os Estados Unidos. A Farm tem como inspiração o Rio de Janeiro, “a natureza, a temperatura e as cores”. Em termos monetários, é a marca de maior faturamento do Grupo Soma, tendo sido responsável por mais de 42% das receitas brutas do grupo em 2020 se considerarmos apenas a operação brasileira, e quase 50% quando adicionamos a operação global – essa última que inclusive teve um aumento de receita de 235,8% no terceiro trimestre de 2020 em comparação com o mesmo período do ano anterior (GRUPO SOMA, 2021e).

1.3.3. Fábula

Define-se como a “irmã mais nova” da Farm. A essência da marca, que iniciou suas operações em 2008, é traduzir a Farm para o público de 2 a 10 anos, sendo o braço infantil do Grupo Soma. Possuía 12 lojas no final de 2020, e foi uma das poucas marcas do grupo que enfrentou um fechamento líquido de lojas em função da pandemia – o total de pontos de venda chegou a 16 em 2019. Em termos de receita bruta, respondeu por aproximadamente 3% do total do grupo em 2020 (GRUPO SOMA, 2021e).

1.3.4. Cris Barros

É a marca do Grupo Soma destinada ao público feminino com maior poder aquisitivo, fundada em São Paulo no ano de 2002 e com 10 lojas ao fim de 2020. Os produtos da Cris Barros são comumente vistos em celebridades, ao passo que a marca conseguiu se estabelecer como um dos maiores nomes de luxo brasileiro (ESTEVÃO, 2018). No ano passado, sua receita correspondeu a pouco mais de 5% do total do grupo (GRUPO SOMA, 2021e).

1.3.5. Foxton

Fundada no Rio de Janeiro, a Foxton é o braço masculino do Grupo Soma e inaugurou sua primeira loja em Ipanema, em 2008. Suas peças procuram ter uma “atitude solar e tropical urbana”. Possuía 20 lojas ao fim do ano passado, com uma inauguração líquida de cinco entre 2019 e 2020 – é a marca do grupo com maior expansão de pontos de venda físicos. Em 2020, a participação na receita do Grupo Soma foi de 2,5% (GRUPO SOMA, 2021e).

1.3.6. Maria Filó, Off Premium, ByNV e FYI

A Maria Filó é uma das aquisições mais recentes do Grupo Soma e também a única que possui uma operação dupla, com lojas próprias e franquias. Fundada em 1997 no Rio por Célia Osorio, comercializa peças jovens com um “trabalho em tricô rico em cores e detalhes”. Ao fim de 2020, possuía 32 lojas físicas, com um fechamento de 5 ao longo de 2020, além de 17 franquias. A Maria Filó proveu ao Grupo Soma pouco mais de 6% de suas receitas no ano passado (GRUPO SOMA, 2021e).

O Off Premium, no mesmo período, totalizava 13 lojas. Sua operação se destina à venda de peças das diversas marcas do Grupo Soma em um esquema de ponta de estoque, com descontos significativos. Rendeu ao grupo aproximadamente 5% do total de receitas no período (GRUPO SOMA, 2021e).

A ByNV, com inspiração contemporânea, foi criada em 2009 através de canais digitais, sendo inicialmente destinada às leitoras de um blog mantido pela estilista. Já FYI possuía 6 lojas físicas ao fim de 2020, e todas foram descontinuadas, com o encerramento das operações da marca.

1.4. Composição acionária e governança corporativa

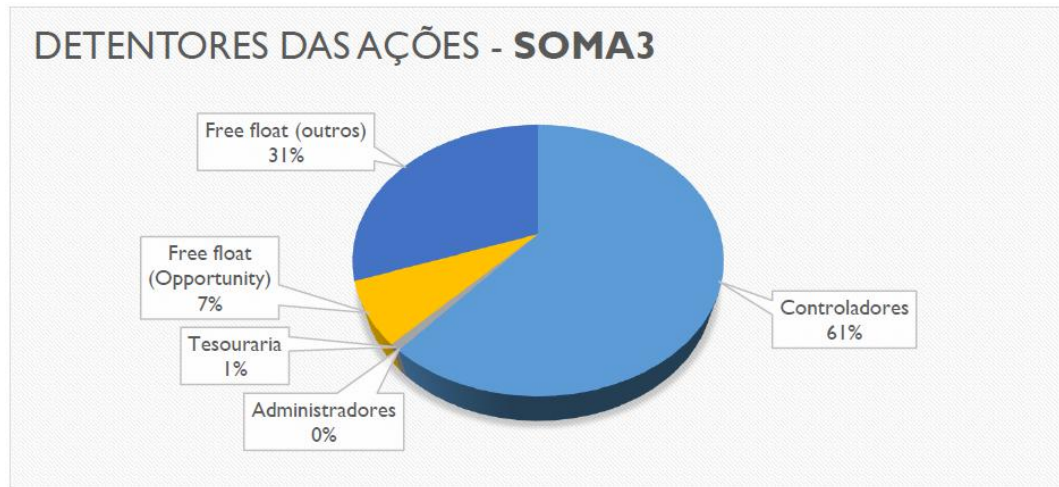
1.4.1. Composição acionária

O capital social do Grupo Soma é composto por 477.141.524 ações ordinárias (GRUPO SOMA, 2021g). A distribuição dessas pode ser vista no gráfico abaixo. O percentual de administradores é muito baixo (4.500 ações) e por esse motivo aparece como 0%³. No dia 8 de julho de 2021, o preço de fechamento foi de R\$16,30⁴. Isso totaliza um capital social de aproximadamente R\$7,8 bilhões.

³ O percentual é de 0,00093%.

⁴ Dados de Yahoo! Finance (2021).

Figura 1: Composição Acionária



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do *site* da companhia.

1.4.2. Administração

O Conselho de Administração (CA) da companhia, de acordo com o que é definido no próprio estatuto social e também pela Lei das Sociedades Anônimas (6.404/76), não possui finalidades executivas e tem responsabilidades estratégicas, de monitoramento e de supervisão. No caso do Grupo Soma, o CA possui 7 membros, respeitando a regulamentação que prevê de 4 a 9 participantes, eleitos para mandatos de dois anos – com 20% dos conselheiros sendo independentes, segundo determinação do Novo Mercado da B3. Atualmente, o presidente do CA é o executivo carioca Marcel Sapir, e o vice-presidente é o co-fundador da Animale, Roberto Jatahy (GRUPO SOMA, 2021a).

Paralelamente, a companhia também dispõe do Comitê de Riscos, Auditoria e Finanças, um órgão de assessoramento com no mínimo três membros nomeados pelo CA – pelo menos um Conselheiro Independente e um membro com notável conhecimento em contabilidade societária – e que possui como finalidade avaliar, monitorar e elaborar pareceres quanto à auditoria independente, demonstrações financeiras e outros informes do tipo, além de riscos e políticas internas (GRUPO SOMA, 2021a).

A diretoria executiva do Grupo Soma, por sua vez, é composta por 4 membros – segundo a regulamentação, pode ter de dois até 7 membros escolhidos pelo CA e de livre dispensa por esse. A eles cabe a prática de todos os atos necessários à condução dos negócios, com o devido

respeito ao estatuto social e ao regimento interno da diretoria. Nos dias atuais, Roberto Jatahy é o diretor-presidente do grupo (GRUPO SOMA, 2021a).

O plano de negócios atual da empresa, empreendido pela administração, tem como base declarada uma expansão através de fusões e aquisições, como afirmado anteriormente, e também por meio de presença digital forte – seja para *e-commerce* ou gestão interna – e internacionalização, através da presença em novos territórios⁵ (GRUPO SOMA, 2021f). Isso tudo é visto, segundo o grupo, em um panorama em que se consideram os impactos de seus negócios em termos de sustentabilidade, dada a crescente preocupação com temas ambientais. Sua expansão física sempre foi concentrada em *shoppings*, onde a maior parte de suas lojas está concentrada⁶. No contexto da Covid-19, essa foi uma desvantagem para o grupo, ao passo que a presença digital consolidada e eficiente se mostrou uma característica valiosa durante a pandemia.

A partir dos primeiros sinais da pandemia da Covid-19 no Brasil, é importante destacar que a administração conferiu uma resposta célere ao fenômeno, no início de 2020. O plano de negócios foi adaptado para o novo cenário: em 15 de março de 2020, quando as medidas restritivas estavam sendo implantadas no Brasil, um Comitê de Crise foi constituído para o acompanhamento dos reflexos da pandemia e para a tomada de medidas com vistas a reduzir a exposição a riscos. No mês citado, os colaboradores administrativos da companhia passaram a realizar regime de *home office* e todas as lojas físicas foram fechadas por questões de saúde pública (GRUPO SOMA, 2021f). Assim, o *e-commerce* funcionou como o único canal de vendas da companhia durante boa parte de 2020, sendo responsável por uma parcela bastante significativa dos resultados – aproximadamente 40% da receita bruta de varejo (GRUPO SOMA, 2021e).

1.5. IPO em 2020

O ano de 2020, como observado, foi especialmente relevante para o varejo em função da pandemia da Covid-19, um elemento surpresa que impactou fortemente o setor – forçando o fechamento de lojas físicas em decorrência da diminuição do fluxo de consumidores e o aumento da participação do digital nas compras dos mais diversos segmentos. No entanto, foi

⁵ A marca Farm, no sentido de presença internacional, é o destaque do grupo.

⁶ O CEO do grupo, Roberto Jatahy, afirmou que essa estratégia será revista no cenário pós-Covid (MATTOS, 2021).

também um ano de consolidação para o Grupo Soma, em que a empresa realizou seu IPO e estreou seus papéis (SOMA3) na bolsa de valores de São Paulo, a B3, no dia 31 de julho.

De acordo com informações de Infomoney (2021), o valor inicial da ação foi fixado em R\$9,90, tendo sido ofertadas 136,4 milhões de ações ordinárias. O grupo foi capaz de levantar R\$1,823 bilhão na oferta pública, com uma captação líquida de R\$1,35 bilhão, destinada ao caixa da empresa – valores representativos em meio à pandemia. Segundo informações divulgadas pelo grupo na época, o destino desses recursos será a abertura de lojas físicas e a aquisição de novas marcas para o portfólio do grupo. De fato, isso foi o que ocorreu, como veremos na seção seguinte.

1.6. A aquisição da Cia. Hering

A estratégia de aquisição do Grupo Soma continuou em 2021, com as negociações para a aquisição de um dos grupos mais tradicionais do varejo de moda brasileiro. A Hering, com 140 anos de história, é uma marca atualmente controlada pela Cia. Hering e confecciona peças voltadas para o público masculino, feminino e infantil. Além da Hering, a companhia também atua no mercado com a Hering Kids e a Dzarm. O “acordo de associação” foi anunciado no fim de abril de 2021, e ainda é necessária a autorização do Conselho Administrativo de Defesa Econômica – Cade, o órgão regulador de fusões e aquisições no Brasil – e dos acionistas da Hering.

Se o acordo de R\$5,1 bilhões for de fato concretizado (NOVELLO, 2021), o Grupo Soma passa para a quarta posição em seu setor no Brasil em faturamento, ficando atrás somente das Lojas Renner, Guararapes (Riachuelo) e C&A. Combinando os R\$1,45 bilhão de receita do Grupo Soma em 2020 com R\$1,24 bilhão da Hering, obtemos R\$2,7 bilhões. A Renner obteve um faturamento de R\$6,6 bilhões, enquanto o valor para a Guararapes foi de R\$4,3 bilhões e para a C&A, R\$4 bilhões. O Grupo Soma, com a Hering, teria condições de ultrapassar a Marisa (R\$2,1 bilhões) e a Arezzo (R\$1,7 bilhão), segundo o levantamento de receitas feito pela revista IstoÉ (GHIRALDI, 2021). O *market share* do Soma + Hering deverá ser de 3% do mercado⁷, de acordo com a Euromonitor (OLIVEIRA, 2021). É importante destacar também que esse

⁷ É interessante, para a interpretação deste número, notar que o mercado de varejo de moda no Brasil é bastante pulverizado. Segundo dados de Yazbek (2021), em um grupo de 8 países analisados, o Brasil possui o mercado com menor fatia de mercado conjunta das cinco maiores empresas do setor: 26,1%. Esse valor é menor que o do Reino Unido (45,6%), México (43,2%), Espanha (40,3%), Portugal (39%), EUA (34,9%) e Canadá (28,5%).

acordo amplia significativamente o número de pontos de venda do grupo. O Grupo Soma fechou o ano de 2020 com 264 lojas, enquanto o total para a Cia. Hering foi de 778, segundo Yazbek (2021).

Outro ponto importante desse acordo é que a aquisição da Hering abre espaço para o Grupo Soma ampliar sua base de clientes no que diz respeito à renda. Isso ocorre uma vez que suas operações são concentradas nas classes A e B, enquanto a Hering possui uma base maior e mais diversificada, com ticket médio menor.

Desse modo, a aquisição da Cia. Hering pode deixar o grupo mais preparado para concorrer de frente com os três maiores grupos de varejo de moda do país. O desafio do grupo deve ser provar nos próximos anos, no entanto, que o negócio considerado “caro” pelo mercado (BARRA, 2021) – uma vez que proposta oferecida pela Arezzo anteriormente avaliava a Hering em R\$3,7 bi – renderá frutos após o processo de reestruturação, digitalização e integração das operações que o Soma pretende empreender (JULIBONI, 2021).

1.7. Análise SWOT

A análise SWOT, ou FOFA em português, é uma ferramenta herdada do planejamento estratégico e gestão de projetos para se realizar um diagnóstico qualitativo da situação da empresa e do seu entorno. A sigla em inglês é formada pela junção das letras iniciais das palavras *Strengths* (Forças), *Weaknesses* (Fraquezas), *Opportunities* (Oportunidades) e *Threats* (Ameaças).

As duas primeiras palavras, forças e fraquezas, se referem a uma análise interna da empresa, identificando seus pontos positivos e negativos. Já as duas últimas, oportunidades e ameaças, trazem o cenário externo para a cena. A análise SWOT será aqui utilizada como uma forma de, sucintamente, reunir elementos que chamam atenção na operação do Grupo Soma. Ela pode ser empregada como instrumento de validação adicional ou de questionamento da avaliação quantitativa feita no capítulo seguinte.

Na tabela abaixo, apresenta-se a matriz SWOT para o Grupo Soma, que é uma visão geral dos pontos destacados nas próximas subseções.

Tabela 1: Análise SWOT do Grupo Soma

	FATORES POSITIVOS	FATORES NEGATIVOS
FATORES INTERNOS	<p>FORÇAS</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tecnologia e digitalização; • Preocupações com ESG; • Estrutura de capital. 	<p>FRAQUEZAS</p> <ul style="list-style-type: none"> • Vendas no atacado: % alto da receita.
FATORES EXTERNOS	<p>OPORTUNIDADES</p> <ul style="list-style-type: none"> • Possibilidade de produtos mais baratos; • Novos padrões de gênero; • Internacionalização. 	<p>AMEAÇAS</p> <ul style="list-style-type: none"> • Incertezas da economia brasileira e do setor; • Concorrência forte no varejo de moda.

Fonte: Elaboração própria.

1.7.1. Forças

Adaptação da marca à tecnologia: digitalização, e-commerce e omnichannel. O Grupo Soma possui iniciativas robustas em relação à digitalização, com a implantação do Soma Labs, um laboratório de soluções digitais para marcas e processos, que consegue auxiliar a gestão de áreas como a distribuição e controle de estoque com iniciativas de *business intelligence*. A receita advinda de canais digitais reflete a cultura digital do grupo, representando 30% da receita bruta de 2020, sendo 20% somente com *omnichannel*, de acordo com dados da companhia (GRUPO SOMA, 2021e).

Preocupações socioambientais e com governança (ESG). No fim de 2020, o grupo anunciou uma nova conselheira independente no CA da empresa, que atuará como embaixadora ESG, de forma a incentivar o avanço da agenda de respeito aos Objetivos do Desenvolvimento Sustentável da ONU – os quais são acompanhados detalhadamente em cada *release* de resultados. No ano passado, foi lançada a segunda coleção carbono neutro do grupo, e 21 hectares de solo degradado da Amazônia foram recuperados através de parcerias, entre outras iniciativas (GRUPO SOMA, 2021b).

Estrutura de capital. O IPO do grupo, em 2020, forneceu uma folga de caixa significativa à empresa em um momento econômico delicado. Além disso, os indicadores que sinalizam

a capacidade do Grupo Soma em se manter rentável e honrar suas dívidas com terceiros têm se mantido saudáveis ao longo dos últimos anos. A dívida líquida da empresa se mostra negativa no fim do exercício de 2020, uma vez que suas aplicações financeiras superam o total devido a credores. De acordo com cálculos próprios realizados a partir das demonstrações da companhia (GRUPO SOMA, 2021e), a margem líquida – lucro líquido comparado com receita líquida – foi negativa em 2020 em função da pandemia, mas esteve em aproximadamente 10% em 2019. A liquidez corrente – que compara ativo circulante com passivo circulante, isto é, o confronto entre direitos e obrigações de curto prazo – superou o fator de 3 em 2020.

1.7.2. Fraquezas

Vendas no atacado como parcela significativa da receita bruta. A divulgação de resultados do fim de 2020 mostrou que cerca de 20% da receita bruta da marca no ano foi advinda das vendas por atacado, isto é, para multimarcas que revendem os produtos do Soma (GRUPO SOMA, 2021e). A estratégia é interessante dado que aumenta a capilaridade de suas marcas, mas também transfere riscos da operação de terceiros para o grupo, o que pode resultar em uma maior volatilidade das receitas. Isso é notável quando analisamos o impacto do novo coronavírus nas vendas, entre o primeiro e o segundo trimestre de 2020: a queda foi de aproximadamente 30% no varejo e *e-commerce* combinados, mas de 60% no atacado. Ademais, o grupo perde uma parte do controle sobre a marca no ponto de venda. Por isso, é necessário um alinhamento significativo e acompanhamento de perto com os clientes desse canal.

1.7.3. Oportunidades

Consumidores à procura de preços baixos no pós-pandemia. O Off Premium, o *outlet* das marcas do grupo, por si só já representa uma opção mais acessível para a aquisição dos produtos. As próprias marcas possuem seções de bazar nas lojas físicas e online e realizam ações visando a prover descontos significativos. No entanto, o público do grupo é concentrado nas classes A e B, o que pode sofrer uma ampliação significativa com a aquisição da Hering, se a reestruturação e integração das operações for de fato bem-sucedida.

Novos padrões de gênero na sociedade e na moda. O grupo está antenado a essa tendência, embora não em todas as suas marcas, porém na de maior participação em sua receita total. Em 2016, a Farm lançou sua primeira linha *genderless*, chamada de Glitch Digital, e desde

então vem incentivando o uso de suas peças sem marcação de gênero. No entanto, ainda é um desafio para o grupo como um todo e uma possível oportunidade de atingir novos consumidores.

Internacionalização. A operação global da Farm tem sido destaque nas divulgações de resultado da companhia, inclusive com celebridades internacionais utilizando peças da marca em redes sociais. Parcerias internacionais também têm sido bem-sucedidas, como a da Farm com a Adidas, que já se estende por anos e é comercializada no mercado estrangeiro pela marca parceira. Iniciativas nesse sentido podem ser estratégias interessantes para o futuro do grupo.

1.7.4. Ameaças

Incertezas da economia brasileira e do setor de varejo de moda no período pós-Covid. A perspectiva é favorável para a retomada econômica ainda em 2021, porém é necessário notar que se trata de um cenário incerto e a doença ainda não foi controlada no Brasil, com constantes ameaças de novas ondas e variantes do coronavírus até que a vacinação seja concluída (MADEIRO, 2021). Novos fechamentos de lojas próprias e multimarcas que revendem produtos do grupo não podem ser completamente descartados.

Concorrência significativa no setor, inclusive na disputa pela Hering. Como apontado anteriormente, a aquisição da Hering se deu após uma disputa com a Arezzo – uma concorrente do Soma que vem adotando um modelo similar de aquisição de grandes nomes do varejo, como a Reserva. O presidente dessa concorrente, Alexandre Birman, já destacou em entrevista ao Estadão (NASCIMENTO, 2021b), que a agenda de aquisições existe – o que foi confirmado pela compra da marca de *streetwear* Baw Clothing em junho de 2021 (BRANDÃO, 2021). Isso pode ser um entrave para potenciais alvos futuros.

CAPÍTULO II: REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Breve introdução ao *value investing*

Em sua vasta obra acerca do tema de *valuation*, Aswath Damodaran afirma que “saber o valor de uma ação, de um título ou de um imóvel talvez não seja pré-requisito para investimentos bem-sucedidos, mas ajuda a fazer julgamentos mais esclarecedores” (DAMODARAN, 2017, p.xi). De fato, a análise baseada nos fundamentos da empresa é – juntamente com a análise técnica, que não será explorada neste trabalho – um dos mais comuns instrumentos de tomada de decisão entre os compradores e vendedores de ações.

Os alicerces dessa forma de análise estão no uso de dados da própria companhia estudada, como balanços patrimoniais e demonstrações de resultado. Além dos indicadores da firma, dados macroeconômicos e do mercado financeiro também são *inputs* em um modelo de *valuation*. Damodaran (2017) enxerga como um dos objetivos da análise fundamentalista a identificação dos chamados jogos de valor, isto é, ações que estejam subvalorizadas e, portanto, cuja compra é recomendada.

Citando o escritor inglês Oscar Wilde, autor da passagem que afirma ser um indivíduo cínico aquele que “sabe o preço de tudo e o valor de nada” (DAMODARAN, 2017, p.3), o autor em questão defende a análise fundamentalista como a forma de se chegar ao valor justo de um investimento e, desse modo, não despende mais dinheiro em um ativo do que ele realmente vale. Nesse ponto, é possível identificar uma certa alfinetada nos analistas técnicos, partidários da tese de que todas as informações relevantes do ativo estão contidas em seu preço.

É importante ainda notar que, nesse processo, há um certo grau de subjetividade por parte do analista. Isso acaba tornando cada *valuation* único, uma vez que todos não partem das mesmas premissas. De forma análoga, a avaliação também está sujeita a erros de estimativa uma vez que se convertem dados – mesmo que impecáveis – em previsões. Damodaran chama essa não exatidão de incerteza específica da empresa, o que é natural em um mundo também incerto.

2.2. Contabilidade básica: BP, DRE e DFC

A principal fonte de informações sobre a empresa a ser avaliada são suas demonstrações contábeis – relatórios resumidos que contêm *inputs* necessários para se conhecer seu lucro e se projetarem seus fluxos de caixa futuros. Três são as principais: o balanço patrimonial (BP), a demonstração do resultado do exercício (DRE) e a demonstração de fluxo de caixa (DFC). Todas elas possuem um objetivo em comum, que pode ser enunciado como o objetivo geral da contabilidade como ciência: “produzir informações fidedignas da situação de um patrimônio para os seus usuários” (SANDE E NEIVA, 2021, p.3), com vistas à tomada de decisão.

Vejamos primeiro o BP. Esta demonstração, por ser estática, pode ser entendida como uma fotografia dos bens, direitos e obrigações de uma entidade em um momento do tempo. Do lado esquerdo do BP está o ativo (bens e direitos), e do lado direito o passivo exigível (obrigações com terceiros) e o patrimônio líquido (obrigações com os sócios). Os dois elementos do lado direito, dessa forma, nos permitem conhecer a estrutura de capital da empresa, isto é, a quem ela deve. Ambos os lados do BP possuem o mesmo valor em termos monetários.

Em seguida, temos a DRE. Ela mede a *performance* do negócio ao longo de um período de tempo – o exercício social da empresa. Por ser uma demonstração de resultado, condensa informações sobre receitas, deduções das receitas, custos, despesas, participações e imposto de renda sobre o lucro. O objetivo da DRE, em sua última linha, é encontrar o resultado do exercício, isto é, o lucro ou prejuízo apurado. A DRE se conecta com o BP, uma vez que o resultado modificará o patrimônio da empresa que resulta de suas operações.

A DFC, por sua vez, é uma demonstração dinâmica que indica as entradas e saídas de recursos no caixa da empresa durante o período considerado. Possui um papel importante no *valuation* uma vez que

As informações sobre os fluxos de caixa são úteis para avaliar a capacidade de a entidade gerar caixa e equivalentes de caixa e possibilitam aos usuários desenvolver modelos para avaliar e comparar o valor presente dos fluxos de caixa futuros de diferentes entidades. (SANDE E NEIVA, 2021, pp. 457-8)

A apresentação dos fluxos de caixa na DFC segue a classificação em atividades operacionais (principais atividades geradoras de receitas da entidade), de investimento (que dizem respeito à compra e venda de ativos de longo prazo e de outros investimentos que não podem ser interpretados como equivalentes de caixa, por não terem alta liquidez) e de financiamento (que modificam o tamanho e a composição do capital próprio e do endividamento da entidade e que não sejam classificadas como operacionais).

É importante destacar que tanto o BP quanto a DRE são preparados segundo o regime de competência, segundo o qual o reporte dos montantes ocorre no período em que ocorreu o fato gerador para eles, mesmo que os pagamentos ou recebimentos à vista tenham ocorrido em períodos diferentes. A DFC, ao invés disso, é organizada segundo o regime de caixa, em que se considera efetivamente quando se deu a entrada e a saída de recursos.

2.3. O método do fluxo de caixa descontado

Damodaran (2002) afirma que o fluxo de caixa descontado é a base a partir da qual se constroem as abordagens de *valuation*. A premissa básica desse método gira em torno do conceito de valor presente: o valor de qualquer ativo hoje é o valor presente dos fluxos de caixa futuros que se espera que esse ativo gere. Em termos matemáticos:

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

Onde:

n = período de vida do ativo;

CF_t = fluxo de caixa no período t;

r = taxa de desconto, que reflete o risco dos fluxos de caixa esperados.

Basicamente, podemos considerar o fluxo de caixa para esta análise em duas abordagens diferentes, segundo Damodaran (2002): o fluxo de caixa livre para o acionista (FCLA)¹ e o fluxo de caixa livre para a empresa (FCLE).

¹ O FCLA se preocupa somente com o caixa livre para ser distribuído aos sócios da empresa, ou seja, é o caixa residual após todas as despesas, necessidades de reinvestimento, obrigações fiscais e o pagamento líquido de obrigações (juros, amortização de principal e nova emissão de dívida). Esse caixa é, então, descontado usando o custo do capital próprio (K_e) no lugar da taxa de desconto. Não é a abordagem que utilizaremos neste trabalho.

O FCLE, que é a abordagem utilizada neste trabalho, se preocupa com a empresa como um todo. Aqui, tratamos do caixa residual após todas as despesas operacionais, necessidades de reinvestimento e tributos e anteriormente a pagamentos aos acionistas e credores.

A diferença entre o FCLA e o FCLE resume-se sobretudo ao tratamento dado aos pagamentos a terceiros que disponibilizam recursos à empresa, os credores externos – uma vez que no FCLE não se consideram tais pagamentos. A escolha pelo FCLE para ser o ponto de partida do *valuation* deste trabalho é justificada pelo fato de ele permitir que se avalie a empresa com um foco maior em sua capacidade de gerar caixa por meio de suas atividades correntes.

O caixa é descontado se utilizando, no lugar da taxa de desconto, o custo médio ponderado de capital (WACC, sigla em inglês para *Weighted Average Cost of Capital*) – uma média ponderada do custo das obrigações da empresa. A equação fica da seguinte forma:

$$\text{Valor da firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Fluxo de caixa livre para a empresa (FCLE}_t\text{)}}{(1 + WACC)^t}$$

Para encontrarmos o WACC, recorreremos à seguinte equação:

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

Onde:

K_e = custo do capital próprio;

K_d = custo do capital de terceiros;

E = valor do *equity* (capital dos sócios);

D = valor da dívida (capital de terceiros);

t = alíquota dos tributos (usualmente alíquota do Imposto de Renda).

Assim, a visualização matemática permite entender o porquê do nome custo médio ponderado de capital: calcula-se uma média entre o custo do capital próprio (K_e), ponderado pela sua participação no endividamento total, e o capital de terceiros (K_d), também ponderado pela sua participação na estrutura de capital da empresa.

2.4. Modelo de precificação de ativos – CAPM

Para podermos efetivamente realizar o *valuation* do SOMA3, ainda falta uma incógnita a ser explorada: como calcular o custo do capital próprio (K_e), ou seja, o custo da obrigação da companhia para com seus sócios. Isso é feito através do modelo de precificação de ativos de capital (CAPM, sigla em inglês para *Capital Asset Pricing Model*), que é basicamente uma relação entre risco e retorno para o ativo em questão.

No CAPM, considera-se a hipótese de que investidor terá em seu portfólio uma combinação de dois papéis: ativos livres de risco – como títulos do Tesouro, por exemplo, que são considerados os de menor risco no mercado – e um conjunto de ativos que representa todo o mercado.

O ativo que se deseja estimar o retorno, porém, possui um certo grau de correlação entre suas variações e as variações do mercado, que é a medida de seu risco. Se esse ativo for inserido no portfólio do investidor, ele também irá inserir nessa carteira tal proporção de risco, sistemático e por isso não diversificável. No entanto, o retorno exigido do portfólio também aumentará, pois se assumiu um maior nível de risco e é necessário compensar esse fato. É assim, simplificada, que o CAPM calcula e isola o retorno de um ativo. Segundo Damodaran (2002) e Assaf Neto (2007):

$$\text{Retorno exigido do ativo} = K_e = RF + \beta(RM - RF) + \alpha_{BR}$$

Onde:

RF = taxa livre de risco (*risk-free*);

RM = retorno do mercado (i.e., de um portfólio que considere todos os ativos do mercado);

β = sensibilidade do retorno do ativo em relação ao retorno do mercado;

α_{BR} = risco-país para o Brasil.

O risco-país é um prêmio de risco adicional exigido para se investir em um ativo nacional. Isso ocorre pela menor estabilidade do mercado brasileiro e, portanto, pelo maior risco de *default*. Sua referência é o indicador EMBI+ (*Emerging Markets Bond Index Plus*, na sigla em inglês), calculado pelo J.P. Morgan. Em síntese, o EMBI+ para o Brasil mede o *spread* entre o retorno de um título emitido pelo Tesouro brasileiro e um papel equivalente americano. Quanto maior o *spread*, maior o risco-país.

Nosso próximo passo será calcular o beta do ativo, isto é, o quanto ele varia quando o mercado varia em um ponto percentual. Ainda segundo Damodaran (2002), temos a seguinte equação:

$$\beta = \frac{\text{Covariância do ativo } i \text{ com o portfólio de mercado}}{\text{Variância do portfólio de mercado}} = \frac{Cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

O beta mede, assim, o risco adicionado ao portfólio de mercado pela inserção do ativo em questão. Em termos matemáticos, é o coeficiente angular de uma reta de regressão entre os retornos do ativo e o do portfólio de mercado. Este último, portanto, possui um beta igual a 1. Um ativo com beta superior a 1 possui volatilidade superior ao do mercado, e vice-versa. Utilizaremos para nossa análise, como se verá adiante, um coeficiente beta obtido por *benchmark*, tomando-se o beta médio das empresas do mesmo setor nos Estados Unidos, por se tratar de um mercado menos concentrado e com mais ações em circulação (ASSAF NETO, 2007).

CAPÍTULO III: VALUATION DO GRUPO SOMA

3.1. Metodologia

Para a análise do Grupo Soma (SOMA3) desenvolvida aqui, é utilizado o método do fluxo de caixa descontado, apresentado no capítulo anterior. Nas próximas seções, são explicitadas as premissas que nos fizeram partir da receita operacional líquida e chegar ao fluxo de caixa livre para a firma, projetando-o para os próximos 10 anos.

Neste trabalho, tem-se como objetivo produzir um *valuation* para diferentes momentos no tempo. Por isso, chegamos até o valor por ação em 5 momentos diferentes: o fim dos anos de 2021, 2022, 2023, 2024 e 2025. Para cada um desses anos, é utilizada uma janela móvel de 5 anos para frente para os cálculos do valor do ativo. Por exemplo, o *valuation* referente a 2022 considera os fluxos de caixa de 2022 até 2026 trazidos a valor presente, com os anos seguintes sendo representados pelo cálculo da perpetuidade – o valor terminal da empresa – que é somado aos fluxos. Assim, podemos ter uma estimativa de como será o desempenho do ativo ao longo desses anos, e não somente na data de hoje.

Para isso, todas as projeções a seguir – receita, custo da mercadoria vendida, despesas etc. – são feitas até o ano de 2030, embora nosso *valuation* somente encontre o valor do ativo até 2025. Isso ocorre justamente pela utilização da janela móvel de 5 anos para os cálculos: para que tenhamos o valor relativo a 2025 precisamos considerar os fluxos de caixa até 2029 e a perpetuidade a partir de 2030.

É importante ressaltar também que a maior parte dos dados apresentados aqui se inicia em 2017. Isso se dá em função da divulgação de resultados da companhia, que disponibiliza as demonstrações com início no referido ano.

3.2. Premissas macroeconômicas

Os dados macroeconômicos utilizados neste exercício são apresentados na tabela abaixo. Tanto o IPCA quanto o PIB até 2020 são extraídos do Ipeadata, enquanto os valores projetados têm como base o Boletim Focus, divulgado pelo Banco Central, de 02/07/2021.

Tabela 2: Premissas macroeconômicas

PREMISSAS MACRO	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
IPCA (variação anual %)	2,95%	3,75%	4,31%	4,52%	6,07%	3,77%	3,25%
PIB (variação anual %)	1,32%	1,78%	1,41%	-4,06%	5,18%	2,10%	2,50%

PREMISSAS MACRO	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
IPCA (variação anual %)	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%
PIB (variação anual %)	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%

Fonte: Elaboração própria a partir de Ipeadata (2021) e Banco Central do Brasil (2021).

3.3. Receita

Receitas, em termos gerais, são os valores monetários que a empresa recebe em função do desempenho de sua atividade. No caso do Grupo Soma, seu funcionamento está atrelado ao varejo de moda, auferindo receitas por meio desse comércio. Chamamos o faturamento do grupo, isto é, o que ele recebe pelas vendas sem considerar nenhuma dedução, de receita bruta. Após, fazemos as deduções necessárias para chegarmos à receita operacional líquida. Para a projeção da receita bruta, consideramos três canais de venda: varejo (lojas físicas), *e-commerce* e atacado (venda para revendedores).

No caso do varejo, a projeção é feita em duas etapas. Para as lojas já existentes, calcula-se a venda média por loja de 2017 a 2019¹, enquanto se estima a abertura líquida de novas lojas para os próximos anos. Ao número de lojas em cada período atribuímos a venda média por loja calculada, que é de R\$3,7 milhões, ajustando esse valor por uma taxa de crescimento esperada para os próximos anos. Baseando-se no *release* de resultados da companhia (GRUPO SOMA, 2021g), que prevê a abertura de 15 lojas físicas em 2021 e 33 em 2022, consideramos uma abertura acentuada de lojas nos próximos 5 anos, e um arrefecimento no período posterior,

¹ As médias são calculadas para o período de 2017 a 2019, sem considerar o ano de 2020, por conta da pandemia do coronavírus que gerou *outliers* – resultados extremos – para alguns indicadores no ano passado. Por causa do fechamento de lojas durante a quarentena, por exemplo, o valor de vendas no varejo físico caiu bruscamente enquanto o *e-commerce* também registrou uma alta bastante forte. Tais valores, em nossa visão, não são usuais e não se repetirão nos próximos anos. Por isso, os eliminamos dos cálculos. Esse racional foi também utilizado em outros momentos ao longo deste trabalho.

porém ainda com expansão. O mesmo racional se deu para a taxa de crescimento, que considerou o mesmo valor de 2019 por 5 anos, e a metade dele no período seguinte.

Tanto no *e-commerce* quanto no atacado também utilizamos a porcentagem de expansão em 2019 nos 5 anos seguintes, reduzindo esse valor pela metade posteriormente – o que significa uma expansão acelerada para a próxima década, por motivos que já foram mencionados neste trabalho.

Os valores de receita apresentados nas demonstrações da empresa para os anos de 2017 a 2020 são nominais. Por isso, a projeção já embute uma estimativa de inflação referente à média do período considerado, o que se considera razoável para os anos posteriores.²

Para chegar à receita operacional líquida partindo da receita bruta, realizamos os descontos referentes a devoluções, abatimentos e impostos de acordo também com a média dos anos citados.

Tabela 3: Receita

RECEITA	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
NÚMERO DE LOJAS (EoP)	185	202	221	264	279	312	342
Abertura Líquida	-	17	19	43	15	33	30
Abertura Líquida %	-	9,2%	9,4%	19,5%	5,7%	11,8%	9,6%
RECEITA BRUTA (R\$m)	1.165,7	1.299,6	1.549,0	1.466,5	1.841,8	2.388,5	3.061,2
VAREJO	704,5	785,7	970,9	710,5	933,4	1.275,4	1.686,9
Variação %	-	11,5%	23,6%	-26,8%	23,6%	23,6%	23,6%
Receita Anual Média por Loja	3,81	3,89	4,39	2,69	3,70	3,70	3,70
E-COMMERCE	113,1	148,8	193,8	460,4	599,6	781,0	1.017,2
Variação %	-	31,6%	30,2%	137,6%	30,2%	30,2%	30,2%
ATACADO	301,6	320,3	344,5	287,1	308,8	332,1	357,2
Variação %	-	6,2%	7,6%	-16,7%	7,6%	7,6%	7,6%
DESCONTOS DA REC. BRUTA	(145,0)	(217,6)	(244,9)	(222,7)	(276,2)	(358,2)	(459,1)
% da Receita Bruta	12,4%	16,7%	15,8%	15,2%	15,0%	15,0%	15,0%
REC. OPERACIONAL LÍQUIDA	1.020,7	1.082,0	1.304,1	1.243,8	1.565,6	2.030,3	2.602,1

² A inflação anual média para os anos 2021-2030 (3,9%), apresentada nas Premissas Macroeconômicas, é próxima do valor correspondente aos anos de 2017-2020 (3,6%). Por isso, optou-se por não embutir demais ajustes inflacionários nas projeções de receita, já que elas são feitas com base no crescimento da receita no período anterior.

RECEITA	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
NÚMERO DE LOJAS (EoP)	372	402	432	447	462	477	492
Abertura Líquida	30	30	30	15	15	15	15
Abertura Líquida %	8,8%	8,1%	7,5%	3,5%	3,4%	3,2%	3,1%
RECEITA BRUTA (R\$m)	3.904,3	4.962,3	6.291,8	7.128,1	8.073,0	9.140,9	10.348,2
VAREJO	2.195,4	2.823,7	3.600,1	4.079,9	4.616,1	5.215,6	5.885,8
Varição %	23,6%	23,6%	23,6%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
Receita Anual Média por Loja	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
E-COMMERCE	1.324,8	1.725,4	2.247,2	2.587,0	2.978,2	3.428,5	3.946,9
Varição %	30,2%	30,2%	30,2%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
ATACADO	384,2	413,2	444,5	461,2	478,7	496,8	515,5
Varição %	7,6%	7,6%	7,6%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
DESCONTOS DA REC. BRUTA	(585,6)	(744,2)	(943,6)	(1.069,0)	(1.210,8)	(1.370,9)	(1.552,0)
% da Receita Bruta	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
REC. OPERACIONAL LÍQUIDA	3.318,8	4.218,1	5.348,2	6.059,1	6.862,2	7.770,0	8.796,2

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de 2017-2020, presentes em Grupo Soma (2021e).

3.4. Custo da mercadoria vendida

O custo da mercadoria vendida (CMV) diz respeito aos custos incorridos para a produção da mercadoria que chega ao consumidor, como mão-de-obra, instalações, matéria-prima, dentre outros. Para a projeção, utilizamos a média de 2017 a 2020 da participação do CMV na receita operacional líquida, que é de 35,5%, considerando-a constante no período até 2030. A subtração do CMV da receita operacional líquida nos fornece o lucro bruto.

Tabela 4: Custo da mercadoria vendida

CMV (R\$m)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	1.020,7	1.082,0	1.304,1	1.243,8	1.565,6	2.030,3	2.602,1
Varição %	-	6,0%	20,5%	-4,6%	25,9%	29,7%	28,2%
CUSTO DA MERCADORIA VENDIDA	(369,7)	(393,1)	(442,1)	(486,7)	(555,5)	(720,4)	(923,3)
% da Receita Operacional Líquida	36,2%	36,3%	33,9%	39,1%	35,5%	35,5%	35,5%

CMV (R\$m)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	3.318,8	4.218,1	5.348,2	6.059,1	6.862,2	7.770,0	8.796,2
Varição %	27,5%	27,1%	26,8%	13,3%	13,3%	13,2%	13,2%
CUSTO DA MERCADORIA VENDIDA	(1.177,6)	(1.496,7)	(1.897,7)	(2.150,0)	(2.435,0)	(2.757,1)	(3.121,2)
% da Receita Operacional Líquida	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de 2017-2020, presentes em Grupo Soma (2021e).

3.5. Despesas: *sales, general and administrative expenses* (SG&A)

As despesas conhecidas pelo termo em inglês SG&A se referem à manutenção da operação da companhia e abarcam desde despesas com vendas até administrativas. No Grupo Soma, assim como no caso do CMV, a participação das despesas operacionais comparativamente à receita operacional líquida é relativamente constante. Assim, também usamos a média dessa participação nos últimos anos – 2017 a 2020 – para a projeção dos 10 anos seguintes. O lucro bruto subtraído das despesas, por sua vez, resulta no EBITDA.

Tabela 5: Despesas

SG&A (R\$m)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	1.020,7	1.082,0	1.304,1	1.243,8	1.565,6	2.030,3	2.602,1
Variação %	-	6,0%	20,5%	-4,6%	25,9%	29,7%	28,2%
SALES, GENERAL & ADM. EXPENSES	(504,9)	(584,0)	(647,6)	(747,0)	(799,0)	(1.036,1)	(1.327,9)
% da Receita Operacional Líquida	49,5%	54,0%	49,7%	60,1%	51,0%	51,0%	51,0%

SG&A (R\$m)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	3.318,8	4.218,1	5.348,2	6.059,1	6.862,2	7.770,0	8.796,2
Variação %	27,5%	27,1%	26,8%	13,3%	13,3%	13,2%	13,2%
SALES, GENERAL & ADM. EXPENSES	(1.693,7)	(2.152,6)	(2.729,3)	(3.092,1)	(3.502,0)	(3.965,2)	(4.489,0)
% da Receita Operacional Líquida	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de 2017-2020, presentes em Grupo Soma (2021e).

3.6. EBITDA, depreciação e amortização e EBIT

O EBITDA é definido como o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização – em inglês, *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*. É um indicador importante para a análise do desempenho operacional da empresa, de sua capacidade para gerar lucros. Isso ocorre uma vez que são desconsiderados de seu cálculo encargos financeiros, a parcela referente ao fisco e a perda de valor do imobilizado e intangível – itens que não se relacionam ao desempenho da empresa exercendo sua atividade-fim. O EBITDA é importante no *valuation* já que é uma primeira aproximação do fluxo de caixa, que descontamos posteriormente.

Já o EBIT se diferencia do EBITDA uma vez que são descontados os valores relativos à depreciação e amortização. Para o cálculo de D&A, utiliza-se a média de 2017 a 2020 da

participação dessa linha na receita operacional líquida, realizando o cálculo para 2021 e ajustando pela inflação para os anos seguintes.

Tabela 6: EBITDA, D&A e EBIT

(R\$m)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	146,1	104,9	214,4	10,1	211,1	273,7	350,8
Margem EBITDA	14,3%	9,7%	16,4%	0,8%	13,5%	13,5%	13,5%
D&A	(18,9)	(20,0)	(65,1)	(94,9)	(45,4)	(47,1)	(48,6)
% da Receita Operacional Líquida	1,85%	1,85%	4,99%	7,63%	2,90%	2,90%	2,90%
EBIT	127,2	84,9	149,3	(84,8)	165,7	226,7	302,2
Margem EBIT	12,5%	7,8%	11,4%	-6,8%	10,6%	11,2%	11,6%

(R\$m)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBITDA	447,5	568,7	721,1	816,9	925,2	1.047,6	1.186,0
Margem EBITDA	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
D&A	(50,2)	(51,8)	(53,5)	(55,2)	(57,0)	(58,9)	(60,8)
% da Receita Operacional Líquida	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%
EBIT	397,3	516,9	667,6	761,7	868,2	988,7	1.125,2
Margem EBIT	12,0%	12,3%	12,5%	12,6%	12,7%	12,7%	12,8%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de 2017-2020, presentes em Grupo Soma (2021e).

3.7. CAPEX

Capex é o termo em inglês para *Capital Expenditures*, ou despesas de capital. Em resumo, são os investimentos da empresa, que visam ao aumento ou manutenção de sua capacidade produtiva. Como não há uma divulgação clara do Grupo Soma dos valores para os próximos anos, utilizamos a média dos últimos anos ajustada pela inflação para o período até 2030, considerando que a série temporal é curta para permitir previsões.

Tabela 7: CAPEX

(R\$m)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
CAPEX	-	(13,4)	(54,9)	(111,2)	(63,5)	(65,9)	(68,0)

(R\$m)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
CAPEX	(70,2)	(72,5)	(74,9)	(77,3)	(79,8)	(82,4)	(85,1)

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de 2017-2020, presentes em Grupo Soma (2021e) e Grupo Soma (2021g).

3.8. Capital de giro

O capital de giro são os recursos que a empresa necessita para fazer frente a suas obrigações de curto ou curtíssimo prazo, isto é, para manter seus negócios em funcionamento. Seu cálculo é feito pela subtração entre o ativo circulante operacional – ou seja, a parte do ativo que é realizável no prazo de até um ano e está relacionada às atividades operacionais da empresa, excluindo itens como disponibilidades e aplicações financeiras – e o passivo circulante operacional – passivos operacionais exigíveis em até um ano.

Para o cálculo do capital de giro, precisamos encontrar o prazo médio de recebimento, no caso do ativo, e de pagamento, no caso do passivo. Esses termos dizem respeito a quantos dias em média, por exemplo, um cliente que adquiriu produtos a prazo leva para realizar o pagamento à empresa, ou a quantos dias esta demora para pagar um fornecedor. Para a saúde financeira da companhia, é interessante que o prazo médio de pagamento supere o de recebimento, para que a empresa não tenha “furos” em seu fluxo de caixa entre o recebimento do que é devido e o pagamento do que deve.

O prazo médio de pagamento é obtido pela divisão de cada conta do ativo circulante operacional considerada (contas a receber, estoque e outros) pela receita operacional líquida, multiplicando-se por 365, enquanto o prazo médio de recebimento resulta da divisão do passivo circulante operacional pelo CMV, também multiplicada posteriormente por 365. Para a projeção até 2030, utilizamos o raciocínio contrário: os prazos médios de 2017 a 2019 são utilizados para se calcular os valores do ativo circulante operacional e passivo circulante operacional. A subtração de um pelo outro fornece o capital de giro necessário em cada ano.

Tabela 8: Capital de giro

CAPITAL DE GIRO (R\$m)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
ATIVO CIRCULANTE	422,0	503,2	644,0	812,8	715,2	927,5	1.188,7
CONTAS A RECEBER	149,3	144,2	186,0	395,2	220,5	285,9	366,4
Prazo Médio (dias)	47	40	44	98	44	44	44
ESTOQUES	173,4	229,1	234,6	234,7	292,5	379,4	486,2
Prazo Médio (dias)	54	64	55	58	58	58	58
OUTROS	99,3	129,9	223,4	182,9	202,2	262,2	336,1
Prazo Médio (dias)	31	36	53	46	40	40	40
PASSIVO CIRCULANTE	177,5	233,8	363,3	350,8	351,2	455,5	583,7
FORNECEDORES	81,1	116,8	136,6	149,9	152,9	198,2	254,1
Prazo Médio (dias)	80	108	113	112	100	100	100
OUTROS	96,4	117,0	226,7	200,9	198,4	257,2	329,7
Prazo Médio (dias)	95	109	187	151	130	130	130
CAPITAL DE GIRO	244,5	269,4	280,7	462,0	364,0	472,0	605,0
Δ CAPITAL DE GIRO		24,9	11,3	181,3	(98,0)	108,0	133,0

CAPITAL DE GIRO (R\$m)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
ATIVO CIRCULANTE	1.516,1	1.927,0	2.443,2	2.768,0	3.134,9	3.549,6	4.018,4
CONTAS A RECEBER	467,4	594,0	753,2	853,3	966,4	1.094,2	1.238,7
Prazo Médio (dias)	44	44	44	44	44	44	44
ESTOQUES	620,1	788,2	999,3	1.132,2	1.282,2	1.451,8	1.643,6
Prazo Médio (dias)	58	58	58	58	58	58	58
OUTROS	428,6	544,8	690,8	782,6	886,3	1.003,5	1.136,1
Prazo Médio (dias)	40	40	40	40	40	40	40
PASSIVO CIRCULANTE	744,5	946,3	1.199,8	1.359,3	1.539,4	1.743,1	1.973,3
FORNECEDORES	324,0	411,8	522,2	591,6	670,0	758,6	858,8
Prazo Médio (dias)	100	100	100	100	100	100	100
OUTROS	420,5	534,4	677,6	767,7	869,4	984,4	1.114,5
Prazo Médio (dias)	130	130	130	130	130	130	130
CAPITAL DE GIRO	771,6	980,7	1.243,5	1.408,7	1.595,5	1.806,5	2.045,1
Δ CAPITAL DE GIRO	166,6	209,1	262,7	165,3	186,7	211,0	238,6

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de 2017-2020, presentes em Grupo Soma (2021e).

3.9. Fluxo de caixa livre para a empresa

Os elementos expostos acima são suficientes para se chegar ao fluxo de caixa livre para a empresa (FCLE). Partindo do EBIT, a retirada do que é devido ao governo – Imposto de Renda e Contribuição Social – e dos investimentos de capital, a inclusão de D&A, além da inclusão da necessidade de capital de giro nos fornece o valor do FCLE.

Tabela 9: Fluxo de caixa livre para a empresa

FCLE (R\$m)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBIT	127,2	84,9	149,3	(84,8)	165,7	226,7	302,2
IR / CS	(20,3)	9,0	(13,5)	118,3	(11,4)	(14,8)	(18,9)
D&A	18,9	20,0	65,1	94,9	45,4	47,1	48,6
CAPEX	-	(13,4)	(54,9)	(111,2)	(63,5)	(65,9)	(68,0)
Δ CAPITAL DE GIRO	-	24,9	11,3	181,3	(98,0)	108,0	133,0
FCLE		125,4	157,3	198,5	38,2	301,1	396,8

FCLE (R\$m)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	397,3	516,9	667,6	761,7	868,2	988,7	1.125,2
IR / CS	(24,2)	(30,7)	(38,9)	(44,1)	(50,0)	(56,6)	(64,0)
D&A	50,2	51,8	53,5	55,2	57,0	58,9	60,8
CAPEX	(70,2)	(72,5)	(74,9)	(77,3)	(79,8)	(82,4)	(85,1)
Δ CAPITAL DE GIRO	166,6	209,1	262,7	165,3	186,7	211,0	238,6
FCLE	519,7	674,6	870,0	860,8	982,2	1.119,7	1.275,5

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de 2017-2020, presentes em Grupo Soma (2021e).

3.10. Taxa de desconto

A taxa de desconto é utilizada para descontar os fluxos de caixa e chegar ao valor presente da empresa. Utilizamos aqui o custo médio ponderado de capital (WACC), cujos detalhes foram expostos no capítulo anterior. Para esse fim, precisamos do custo do capital de terceiros e do custo de capital próprio.

Para chegar ao primeiro, calculamos o custo da dívida como a razão entre as despesas financeiras – item disponível na DRE, e que corresponde ao custo dos encargos da dívida – e o total do principal das dívidas – disponível no BP, e aqui chamado de capital de terceiros oneroso. Descontando a alíquota de impostos, obtemos a taxa referente ao capital de terceiros, 12,07%.

Para o custo de capital próprio, consideramos o rendimento do ativo livre de risco como o do título de 10 anos do Tesouro Americano, usual em *valuation*. O valor de 0,8% se refere a uma projeção de 2021-2030 realizada pela gestora de investimentos britânica Schrodgers (SCHRODERS, 2020). O prêmio de renda variável, de 4,5%, é uma média histórica entre o retorno do S&P e da renda fixa nos Estados Unidos, como apresentado em Póvoa (2020). O

beta de 0,85 é referente ao setor de vestuário nos EUA e é fornecido no *website* de Damodaran (DAMODARAN, 2021). Já o prêmio de risco referente ao Brasil, como explicitado no capítulo anterior, é uma aproximação de valores médios do EMBI+, calculado pelo J.P Morgan. Com esses dados, chega-se a um WACC de 8,25%.

Tabela 10: Taxa de desconto

WACC	
CAPITAL DE TERCEIROS (Kd)	12,07%
CUSTO DA DÍVIDA (R\$m)	18,29%
Despesas Financeiras (R\$m)	37,7
Capital de Terceiros Oneroso (R\$m)	206,3
ALÍQUOTA DE IMPOSTOS	34%
CAPITAL PRÓPRIO (Ke)	7,63%
10-YEAR TREASURY BOND	0,80%
PRÊMIO DE RENDA VARIÁVEL	4,50%
BETA DO SETOR - EUA	0,85
RISCO BRASIL - EMBI+	3,00%
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	1.559,0
DÍVIDA BRUTA	257,3
WACC	8,25%

Fonte: Elaboração própria (fontes dos dados apresentadas no texto).

3.11. *Valuation* ao longo do tempo

Com o valor da taxa de desconto em mãos, é possível realizar efetivamente o desconto dos fluxos de caixa de cada ano, trazendo a valor presente através do WACC. O valor da empresa, desse modo, corresponde aos valores presentes de tais fluxos somados ao valor terminal.

O valor terminal é um recurso empregado uma vez que não se pode estimar os fluxos de caixa *ad eternum*. Consideramos, assim, uma taxa de crescimento constante a partir do último fluxo trazido a valor presente e, então, calculamos o valor da chamada perpetuidade – que refletirá todos os anos em seguida assumindo continuidade. Para o Grupo Soma, consideramos um crescimento de 2,5% ao ano a partir de 2030 – em linha com as expectativas de PIB expostas nas premissas macroeconômicas. A perpetuidade também é trazida a valor presente pelo WACC.

Na tabela e no gráfico abaixo, é possível observar o resultado do estudo. A partir do valor presente líquido dos fluxos de caixa somados aos da perpetuidade, chegamos ao valor da empresa. Descontando sua dívida líquida³ – a soma da dívida bruta com as aplicações financeiras – podemos encontrar o valor patrimonial que, dividido pelo número de ações, é igual ao valor por ação.

Conforme exposto anteriormente, o *valuation* aqui é realizado para 5 anos, a partir de 2021, considerando uma janela móvel também de 5 anos para os fluxos de caixa e calculando-se a perpetuidade a partir de então. Os valores da ação SOMA3 para os anos seguintes mostram um potencial acentuado de valorização frente à cotação dos dias atuais – R\$16,30 em 08/07/2021⁴ –, constante ao longo do tempo. Isso reforça uma trajetória de alta desde o momento do IPO, no final de julho de 2020, acumulando mais de 40% de valorização até a presente data. Portanto, um ativo que não pode ser negligenciado em uma formação de portfólio.

Tabela 11: Valuation

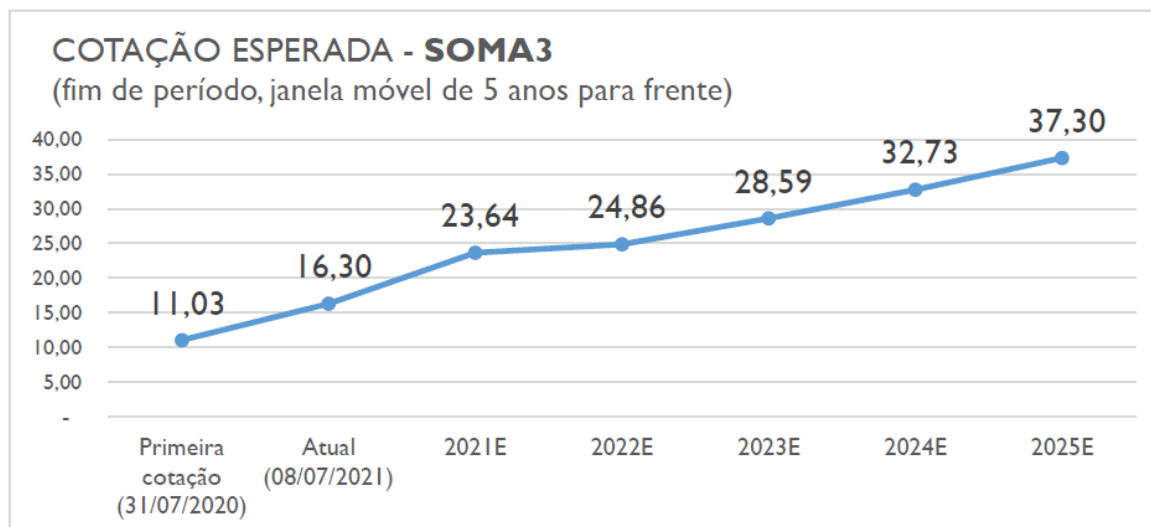
VALUATION (janela móvel de 5 anos para frente)					
	2021	2022	2023	2024	2025
VPL DO FCLE (R\$m)	1.438,6	2.102,8	2.554,3	3.028,9	3.512,4
VPL DA PERPETUIDADE (R\$m)	9.393,9	9.294,3	10.605,0	12.089,6	13.771,5
VALOR DA EMPRESA (R\$m)	10.832,46	11.397,15	13.159,24	15.118,50	17.283,90
DÍVIDA LÍQUIDA (R\$m)	449,5	466,4	481,6	497,3	513,4
VALOR PATRIMONIAL (R\$m)	11.281,96	11.863,59	13.640,85	15.615,76	17.797,32
NÚMERO DE AÇÕES (milhões)	477	477	477	477	477
VALOR POR AÇÃO (R\$m)	23,64	24,86	28,59	32,73	37,30
Potencial de Valorização (ante R\$16,30)	45%	53%	75%	99%	129%

Fonte: Elaboração própria.

³ Para o Grupo Soma, a dívida líquida é positiva em função de suas aplicações financeiras superarem o total da dívida bruta.

⁴ Yahoo! Finance (2021).

Figura 2: Cotação esperada das ações do Grupo Soma



Fonte: Elaboração própria, com dados realizados das ações presentes em Yahoo! Finance (2021).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O capítulo anterior deste trabalho demonstrou as premissas e resultados aqui considerados para o cálculo do valor justo do ativo em questão (SOMA3) nos próximos anos, por meio do método do fluxo de caixa descontado. Qualitativamente, resumimos abaixo seis tópicos de destaque em que foi possível perceber uma estratégia interessante do Grupo Soma frente ao seu mercado endereçável.

I. Uma possível retomada forte do setor em face ao avanço da vacinação e melhora econômica geral, com a reconstituição, ao menos em parte, da capacidade de consumo das famílias;

II. Uma estratégia de financiamento potencialmente ousada, já que a companhia abriu capital durante um período bastante sensível para a economia global e, especialmente, para o setor de varejo – em julho de 2020, durante a pandemia de Covid-19;

III. Movimentações recentes no mercado de varejo de moda que envolvem o Grupo Soma, com a aquisição de marcas conhecidas do público;

IV. O posicionamento estratégico do Grupo Soma em tópicos que orientam as atuais discussões sobre varejo de moda, entre eles preocupação socioambiental e com governança (ESG) e penetração digital intensa;

V. A diversidade de operações, com vendas em diferentes nichos do mercado da moda, porém com a entrega de produtos de alta qualidade em todos eles. Isso faz com que as marcas do grupo sejam referência no imaginário do público;

VI. A autenticidade das marcas do grupo ao longo dos anos e a observação de que a expansão delas foi capaz de preservar sua essência aos olhos do público – sua imagem não foi afetada tão bruscamente pelas dores do crescimento, na visão deste trabalho.

Dessa forma, tendo explorado quantitativa e qualitativamente o potencial do Grupo Soma para os próximos anos, concluímos que o investimento em ações do grupo possui uma perspectiva favorável para o curto e médio prazo. O modelo de negócios adotado pela empresa e suas ações para torná-lo bem-sucedido se refletem positivamente em nossos prognósticos para o preço do ativo nos próximos anos. Somar, neste caso, parece significar também multiplicar.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABIT. **Perfil do setor**. Disponível em: <https://www.abit.org.br/cont/perfil-do-setor>. Acesso em ago 2021.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F.G.; DE ARAÚJO, A.M. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração da USP**, 43(1), 72-83.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Focus – Relatório de Mercado. Brasília, 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>. Acesso em: jul 2021.

BARRA, Paula. Por que a Hering disparou 26% enquanto o Soma caiu 10% com a fusão?. **Exame Invest**, 2021. Disponível em: <https://invest.exame.com/me/por-que-hering-dispara-25-enquanto-soma-afunda-10-apos-anuncio-de-fusao>. Acesso em: abr 2021.

BRANDÃO, Raquel. Arezzo compra marca de vestuário Baw por R\$ 105 milhões. **Valor Econômico**, 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/06/11/arezzo-compra-marca-de-vestuario-baw-por-r-105-milhoes.ghtml>. Acesso em: abr. 2021.

CARRANÇA, Thais. Quase metade dos brasileiros viu renda familiar diminuir na pandemia, diz Datafolha. **Folha de S.Paulo**, 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/08/quase-a-metade-dos-brasileiros-viu-renda-familiar-diminuir-na-pandemia-diz-datafolha.shtml>. Acesso em: abr 2021.

CRISSAFE, Carolina. O Grupo Soma comprou a Hering e se consolidou ainda mais como uma *House of Brands*. **Voitto**, 2021. Disponível em: <https://www.voitto.com.br/blog/artigo/grupo-soma-comprou-a-hering>. Acesso em: ago 2021.

DAMODARAN, Aswath. **Betas by sector (US)**. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html. Acesso em: jun 2021.

DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation*. 2.ed. Nova York: Wiley, 2002.

_____. *Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações*. Rio de Janeiro: LTC, 2017.

DEARO, Guilherme. As lojas preferidas de cada classe social. **Exame**, 2016. Disponível em: <https://exame.com/marketing/as-lojas-preferidas-de-cada-classe-social-em-8-categorias/>. Acesso em: abr 2021.

ESTEVÃO, Ilca Maria. Em entrevista exclusiva, Cris Barros fala sobre a carreira na moda. **Metrópoles**, 2018. Disponível em: <https://www.metropoles.com/colunas/ilca-maria-este-vao/em-entrevista-exclusiva-cris-barros-fala-sobre-a-carreira-na-moda>. Acesso em: abr 2021.

ENTENDA a análise fundamentalista de modo fácil (e completo). **Rico**, 2019. Disponível em: <https://blog.rico.com.vc/analise-fundamentalista>. Acesso em: abr 2021.

EUROMONITOR INTERNATIONAL. **10 principais tendências globais de consumo 2021**. Disponível em: <https://go.euromonitor.com/white-paper-EC-2021-Top-10-Global-Consumer-Trends-PG.html>. Acesso em: abr 2021.

GAIA SILVA GAEDE ADVOGADOS. **Lei da Moda – Validação do creditamento de ICMS com base em 70% do preço ao consumidor final**. Disponível em: <https://gsga.com.br/lei-da-moda-validacao-do-creditamento-de-icms-com-base-em-70-do-preco-ao-consumidor-final/>. Acesso em: ago 2021.

GHIRALDI, Victoria. Grupo Soma veste Hering. **IstoÉ Dinheiro**, 2021. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/grupo-soma-veste-hering/>. Acesso em: ago 2021.

GRUPO SOMA. **Administração**. Disponível em: <https://www.somagruposoma.com.br/investidores/administracao/>. Acesso em: abr 2021.

GRUPO SOMA. **Apresentação 4T20**. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd835c95-0412-4284-82db-dae5784acebc/bb149b98-9766-14b2-9d47-b6c399b78a78?origin=1>. Acesso em: abr 2021.

GRUPO SOMA. **Nossa essência**. Disponível em: <https://www.somagrupo.com.br/conheca-a-soma/nossa-essencia/>. Acesso em: abr 2021.

GRUPO SOMA. **Nossa história**. Disponível em: <https://www.somagrupo.com.br/conheca-a-soma/nossa-historia/>. Acesso em: ago 2021.

GRUPO SOMA. **Planilha de resultados 4T20**. Disponível em: <https://www.somagrupo.com.br/investidores/planilhas/>. Acesso em: abr 2021.

GRUPO SOMA. **Relatório anual 2020**. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd835c95-0412-4284-82db-dae5784acebc/f9676545-7706-9f15-31cf-61d2385bde9b?origin=1>. Acesso em: jul 2021.

GRUPO SOMA. **Release de resultados 4T20**. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd835c95-0412-4284-82db-dae5784acebc/f41e0675-6400-16c4-2783-61cdeb3f67e5?origin=1>. Acesso em: jul 2021.

INFOMONEY. **Grupo de moda Soma levanta R\$ 1,82 bilhão em IPO; ação é precificada a R\$ 9,90**. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/grupo-de-moda-soma-levanta-r-182-bilhao-em-ipo-acao-e-precificada-a-r-990/>. Acesso em: abr 2021.

IPEADATA. **PIB nominal**. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/exibeserie.aspx?serieid=38415>. Acesso em abr 2021.

JULIBONI, Márcio. IPO do Soma, dona da Farm e Animale, divide analistas; veja os prós e contras. **Moneytimes**, 2020. Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/ipo-do-grupo-soma-divide-analistas-veja-os-pros-e-contras-de-participar-da-oferta/>. Acesso em abr 2021.

MADEIRO, Carlos. Brasil tem pico de mortes e pior índice de isolamento social da pandemia. **Uol**, 2021. Disponível em: <https://noticias.uol.com.br/saude/ultimas-noticias/redacao/2021/02/26/covid-19-pior-momento-da-pandemia-menor-isolamento-social-no-brasil.htm>. Acesso em: abr 2021.

MATTOS, Adriana. Grupo Soma revê presença em shoppings. **Valor Econômico**, 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/03/31/grupo-soma-reve-presenca-em-shoppings.ghtml>. Acesso em: ago 2021.

NASCIMENTO, Talita. Fluxo de pessoas no varejo físico sobe mais de 500% em abril. **Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo**, 2021. Disponível em: <http://sbvc.com.br/fluxo-de-pessoas-no-varejo-fisico-sobe-mais-de-500-em-abril/>. Acesso em: abr 2021.

_____. 'Não vamos acelerar nem frear agenda de aquisições', diz presidente da Arezzo. **O Estado de S. Paulo**, 2021. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,nao-vamos-acelerar-nem-frear-a-agenda-de-aquisicoes-diz-presidente-da-arezzo-alexandre-birman,70003718256>. Acesso em: abr 2021.

NOVELLO, Dariella. Grupo Soma compra Cia. Hering por R\$ 5,1 bilhões. **Fashion Network**, 2021. Disponível em: <https://br.fashionnetwork.com/news/Grupo-soma-compra-cia-hering-por-r-5-1-bilhoes,1298038.html>. Acesso em abr 2021.

OLIVEIRA, Isaac. Varejistas de moda devem ir às compras após aquisição da Hering pelo Soma. **Estadão**, 2021. Disponível em: <https://investidor.estadao.com.br/mercado/hering-soma-compra-varejista/>. Acesso em ago 2021.

PÓVOA, Alexandre. Taxa de desconto, o toque de arte em valuation. **Gen. Negócios e Gestão**, 2020. Disponível em: <https://gennegociosegestao.com.br/taxa-de-desconto-toque-de-arte-valuation/>. Acesso em: jul 2021.

SANDE, S.; NEIVA, A. **Contabilidade geral e avançada**. 1.ed. Rio de Janeiro: Método, 2021.

SCHRODERS. **10-year return forecasts**. Disponível em: <https://www.schroders.com/en/sys-globalassets/digital/insights/2020/december/10yr-returns/2020-december-10y-return-forecasts-v2-final.pdf>. Acesso em: jul 2021.

SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO. **Se lojas não fecharem, varejo de vestuário crescerá 25% em 2021**. Disponível em: <http://sbvc.com.br/varejo-vestuario-crescer-25/>. Acesso em: abr 2021.

SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO. **O papel do varejo na economia brasileira**. São Paulo, 2021. Disponível em: <http://sbvc.com.br/estudo-o-papel-do-varejo-na-economia-brasileira-atualizacao-2021-sbvc/>. Acesso em: abr 2021.

YAHOO! FINANCE. Grupo de Moda SOMA S.A. (SOMA3.SA). Disponível em: <https://br.financas.yahoo.com/quote/SOMA3.SA/>. Acesso em: jul 2021.

YAZBEK, Priscila. Com compra da Hering, Soma se torna uma das 5 maiores empresas do setor de vestuário; veja lista. **Infomoney**, 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/com-compra-da-hering-soma-se-torna-uma-das-5-maiores-empresas-do-setor-de-vestuario-veja-lista/>. Acesso em: ago 2021.