

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
ESPECIALIZAÇÃO EM FINANÇAS

**ANÁLISE DA FUSÃO ENTRE RODOIL E MAZP COMO ESTRATÉGIA DE
CRESCIMENTO E CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS ACIONISTAS**

Marcos Benício Cattelan Saldanha
marcosbcsaldanha@hotmail.com

Professor Orientador: Guilherme Kirch

Resumo

O presente trabalho busca analisar se a fusão entre as distribuidoras de combustível RodOil e Mazp foi bem-sucedida ou não. Para tanto, elencou dois cenários distintos, considerando a atuação das empresas de modo separado e de modo conjunto. A partir da comparação dos resultados obtidos em cada uma destas realidades, foram identificadas sinergias nas receitas, nos custos e nas despesas da nova companhia. Por fim, ao avaliar monetariamente o impacto destas sinergias, verificou-se que a operação agregou valor aos acionistas do negócio e, portanto, pode ser descrita como um caso de sucesso.

Palavras-chave: fusões e aquisições, sinergias, avaliação de empresas, desempenho financeiro, distribuição de combustível, RodOil, Mazp.

Abstract

This paper aims to analyze whether the merger between two fuel distribution companies, RodOil and Mazp, was successful or not. To do so, it presented two scenarios, considering the performance of the two companies separately and combined. After the results obtained in each one of these realities were compared, synergies in revenues, costs and expenses of the new company were identified. Finally, after monetarily evaluating the impact of these synergies, it was verified that the operation added value to the business shareholders and, therefore, can be described as a successful case.

Keywords: mergers and acquisitions, synergies, valuation, financial performance, fuel distribution, RodOil, Mazp.

1 INTRODUÇÃO

As operações de fusão e aquisição (F&A) são desenvolvidas desde o século XIX e, atualmente, são responsáveis por uma parte considerável das transações do mercado financeiro, movimentando mais de um trilhão de dólares ao ano. Também chamadas de ferramentas de aquisição de controle, estas operações consistem na união de duas ou mais empresas distintas a fim de obter sinergias no processo. Dentre estas sinergias, observam-se as economias de escala e de escopo, o controle propiciado através da integração vertical, o ganho de poder de monopólio, a obtenção de conhecimentos da empresa adquirida, as melhorias na eficiência operacional, os benefícios relacionados à diversificação, a maior capacidade de endividamento e as possíveis economias tributárias (BERK; DEMARZO, 2009).

A partir deste enunciado, pode-se dizer que uma fusão ou aquisição é bem-sucedida para ambas as partes quando os ganhos de sinergia superam os valores envolvidos na negociação. Em outras palavras, os resultados da nova companhia devem ser maiores do que a soma dos resultados gerados anteriormente por cada uma das empresas de forma separada, agregando valor à operação e, por consequência, aos acionistas (GOMES, 2017).

Por outro lado, quando uma empresa adquire outra e os retornos da nova companhia não compensam o valor negociado, observa-se o fracasso da transação. Este tipo de situação não é incomum de acontecer, uma vez que o procedimento de compra ou venda de participação é bastante complexo e exige conhecimentos específicos acerca do setor e das empresas envolvidas para ponderar adequadamente o risco, a rentabilidade e o valor da negociação (DAMODARAN, 2002).

Embora os conceitos de sucesso e fracasso sejam de simples entendimento e relativamente difundidos na academia, poucos são os estudos que buscam avaliar casos de fusão ou aquisição sob esta ótica com base em dados empíricos. Isto se deve ao fato das empresas envolvidas neste tipo de situação preferirem não divulgar seus dados operacionais e financeiros de forma detalhada, dificultando a realização da análise. Além disso, este problema se mostra ainda maior no Brasil, visto que o mercado de fusões e aquisições nacional é menos maduro do que o dos países desenvolvidos e, portanto, possui menor histórico e poucas informações disponíveis.

Ciente desta situação, o presente trabalho se propõe a analisar, a partir de dados fornecidos pelas empresas, se a fusão entre duas distribuidoras de combustíveis foi bem-sucedida ou não. Para tanto, busca se pautar em objetivos mais específicos, como o de avaliar

os resultados que ambas as entidades possuíam separadamente, analisar as sinergias obtidas pela nova companhia e identificar se houve criação de valor no processo de união das operações.

Acredita-se que, através deste estudo de caso, pode-se perceber fragilidades e potencialidades existentes nos processos de F&A que muitas vezes não são mapeados. Além disso, considera-se interessante identificar pontos de alerta que ocorreram durante o processo para os diretores das empresas envolvidas, que forneceram os dados para viabilizar a análise. Por fim, é importante dizer que o presente trabalho também serve para entendimento das teorias sobre F&A a partir da verificação em um caso prático, o que agrega conhecimentos à academia, ao mercado e ao autor, que trabalha no setor e tem interesse em lecionar nesta área futuramente.

Com relação à estrutura deste artigo, o capítulo a seguir busca conceituar os processos de fusões e aquisições, destacando entendimentos sobre como avaliar este tipo de operação, seus riscos e sinergias. Já o terceiro capítulo tem por missão explicar o estudo de caso – metodologia adotada para realização do artigo – e quais etapas ele se propõe para atender aos objetivos propostos. O quarto capítulo procura contextualizar e descrever o caso da fusão entre as empresas RodOil e Mazp, objetos de estudo deste artigo. No capítulo cinco é realizada a análise dos dados de ambas as organizações bem como da nova companhia, a fim de obter respostas para a situação problemática exposta anteriormente. O capítulo seis, por fim, traz as considerações finais e as conclusões do presente trabalho, seguidas pelas referências bibliográficas que embasaram sua elaboração.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção se apresenta o referencial que embasa teoricamente este estudo de caso. Para tanto, são abordados tanto os conceitos de fusões e aquisições quanto as explicações acerca das sinergias operacionais e financeiras que podem ser obtidas pelas companhias ao passar por este tipo de processo. Por fim, apresenta-se os diferentes métodos de avaliação de ativos que costumam ser utilizados pelos analistas a fim de verificar se houve ou não criação de valor para os acionistas do negócio.

2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES

De acordo com Bauer, Souza e Steuer (2003), fusões e aquisições são as diversas formas de combinação estratégica entre duas ou mais organizações, que podem variar desde um relacionamento informal até a aquisição, culminando no desaparecimento total de uma das envolvidas. Complementando este pensamento, Berk e DeMarzo (2009) afirmam que tais

operações fazem parte do que geralmente é chamado de mercado de controle corporativo, ambiente no qual um comprador (empresa adquirente) busca se apossar do controle de um vendedor (empresa-alvo).

Os autores Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb (2015) dividem estas combinações estratégicas em três grupos: fusão ou incorporação, aquisição de ações e aquisição de ativos. Nas fusões ou incorporações ocorre a absorção de uma empresa por outra, ou seja, a parte compradora adquire todos os ativos e passivos da vendedora. A diferença entre estes dois formatos é bastante sutil e reside na escolha entre manter o nome e a identidade da adquirente (no caso de incorporação) ou de criar uma nova companhia (no caso da fusão). Já com relação à aquisição de ações ocorre a compra – por meio de dinheiro ou títulos mobiliários – do capital votante da empresa-alvo. Por fim, a aquisição de ativos consiste na obtenção, por parte da empresa adquirente, dos ativos da vendedora ao invés de seu controle acionário, permitindo que a empresa não desapareça e sua aparência seja mantida.

Sob outra ótica, também é possível discernir combinações estratégicas de acordo com a ótica de cadeia setorial no qual as organizações (compradora e vendedora) se inserem, podendo classificá-las como aquisição horizontal, aquisição vertical ou aquisição conglomerada. Desta forma, são chamadas de aquisição horizontal as que as empresas adquirente e adquirida possuem negócio extremamente similar, sendo consideradas organizações concorrentes. Já na aquisição vertical ocorre a combinação de empresas que atuam no mesmo setor, porém em diferentes etapas do processo produtivo. Por fim, são definidas como aquisições conglomeradas aquelas em que as organizações envolvidas não pertencem a mesma cadeia setorial, como, por exemplo, a compra do sistema operacional Android pela Google (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE; LAMB, 2015).

Após discorrer sobre os processos de fusão e aquisição bem como suas respectivas classificações, considera-se interessante expor os outros conceitos que embasam este estudo de caso. Desta forma, os próximos capítulos buscam explicar os conceitos de sinergia e os diferentes métodos que podem ser utilizados para avaliar uma empresa.

2.2 SINERGIAS

Segundo Damodaran (2010), uma empresa pode ser adquirida por estar subvalorizada, por ser uma alternativa de diversificação de investimento ou por criar sinergias operacionais e financeiras para a compradora. As duas primeiras opções – ações subvalorizadas e busca por diversificação – são geralmente utilizadas por agentes financeiros, como fundos e bancos, que vislumbram nesta situação uma oportunidade de melhor gerenciar seus investimentos,

comprando barato e vendendo caro ou simplesmente se protegendo dos riscos sistemáticos envolvidos em investir somente em ativos de um único setor. Já a criação de sinergia é uma estratégia que somente pode ser explorada por empresas que atuam no mesmo setor ou possuem processos semelhantes, visando obter, a partir da aquisição, melhorias em sua performance.

De acordo com Bhide (1993), a criação de sinergias é o motivo básico por trás de um terço das aquisições realizadas no mercado. Desta forma, acredita-se que seja pertinente, ao refletir sobre um processo de fusão ou aquisição, identificar quais são as sinergias existentes e mensurar o valor que elas agregam à empresa.

Neste contexto, Damodaran (2010) divide as sinergias de acordo com a sua fonte de valor, podendo estas serem operacionais ou financeiras. Sendo assim, são chamadas de sinergias operacionais as “que permitem às empresas aumentarem o seu lucro operacional, o crescimento, ou ambos”, enquanto as financeiras são aquelas em que “o resultado pode assumir a forma de fluxos de caixa ou de custo de um capital mais baixo” (DAMODARAN, 2010, p. 738).

O mesmo autor classifica as sinergias operacionais em quatro tipos: economias de escala, maior poder de precificação, combinação de diferentes capacidades funcionais e maior crescimento em mercados novos ou existentes. Abaixo, busca-se discorrer sobre cada um destes conceitos.

Economias de escala são as reduções de custos obtidas através da produção de uma maior série de bens ou insumos necessários para determinada atividade. Isto pode ser explicado pelo custo fixo atrelado ao processo como, por exemplo, a energia elétrica consumida pela iluminação de um departamento fabril. Afinal, o departamento deve estar iluminado durante o período de trabalho independentemente de quantos produtos sejam fabricados. Sendo assim, quanto maior o número de bens vendidos, menor será o custo proporcional de iluminação, ocorrendo o fenômeno descrito anteriormente, denominado economia de escala.

Com relação ao maior poder de precificação, acredita-se que ao adquirir uma empresa da mesma cadeia, a concorrência será reduzida e a adquirente passará a ocupar uma maior quota de mercado. Tal fato permite que a nova companhia tenha maior poder na hora de precificar seus produtos e, por consequência, atinja maiores margens e lucro operacional.

No que tange a combinação de diferentes capacidades funcionais, Damodaran (2010, p. 738) explica que isso ocorre quando “uma empresa com fortes conhecimentos de mercado adquire outra com uma boa linha de produtos”. Ou seja, a sinergia é criada a partir do momento em que duas empresas, com competências distintas, utilizam suas habilidades para transformá-las em objetos de valor.

Por fim, o maior crescimento em mercados novos ou existentes decorre do fato de uma empresa se aproveitar das qualidades de outra para alavancar sua expansão. Um exemplo que pode ser citado neste âmbito é o da compra das Lojas Arno pela Magazine Luiza, visando utilizar a identidade e o conceito da adquirida para ingressar no mercado sul brasileiro de eletrodomésticos (SILVA, 2012).

Além das classificações de sinergia operacional, Damodaran (2010) também explica que existem três tipos de sinergias financeiras, sendo elas a possibilidade de utilização do excedente de caixa, a maior capacidade de obtenção de capital de terceiros e os benefícios fiscais. Neste contexto, a possibilidade de utilização do excedente de caixa diz respeito às aquisições no qual a adquirente possui dinheiro sobrando, mas oportunidades limitadas de projeto enquanto a adquirida possui projetos com alto retornos, mas capital limitado. Já a maior capacidade de obtenção de capital de terceiros está relacionada ao aumento de ganhos e fluxos de caixa constantes que ocorrem na aquisição, permitindo que a nova companhia tome maiores recursos emprestados do que as empresas conseguiriam como entidades individuais. Os benefícios fiscais, por sua vez, “podem surgir tanto da aquisição levando vantagem da legislação fiscal quanto do uso das perdas operacionais líquidas para proteger o lucro” (DAMODARAN, 2010, p. 739).

Ciente dos conceitos e das diversas formas que as sinergias podem assumir, acredita-se ser pertinente mensurar o valor agregado por estes fenômenos. A partir disso, Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb (2015) teorizam que o valor da sinergia pode ser obtido através da fórmula descrita na ilustração a seguir.

Figura 1 – Valor da Sinergia

$$\text{Valor da Sinergia} = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

V_{AB}: Valor da Nova Companhia, criada pela união das empresas A e B

V_A: Valor da empresa A

V_B: Valor da empresa B

Fonte: Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb (2015) – adaptada pelo autor

Em outras palavras, os autores explicam que mensurar as sinergias envolvidas em um processo de aquisição é simples, desde que seja possível identificar o valor das companhias de modo individual e, posteriormente, da empresa formada pela união de suas predecessoras. Para

tanto, o capítulo seguinte busca explicar os diferentes métodos que podem ser utilizados para atribuir valor a uma empresa e, por consequência, quantificar sinergias.

2.3 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESA

Segundo Damodaran (2010), diversos são os modelos utilizados por analistas para avaliar uma empresa. Entretanto, os fundamentos por trás destes modelos, costumam convergir, podendo ser classificados dentro de um dos três métodos descritos pelo autor: avaliação por fluxo de caixa descontado, avaliação relativa e avaliação por direitos contingentes.

O primeiro deles – avaliação por fluxo de caixa descontado – parte da premissa que o valor de qualquer ativo consiste no valor presente de seus fluxos de caixa futuros. Sob esta ótica, considerando a empresa como sendo o ativo a ser avaliado, pode-se dizer que seu valor é exatamente igual aos seus fluxos de caixa futuros trazidos a valor presente por determinada taxa de desconto. Sendo assim, acredita-se que os pontos principais para assertividade deste método consistem em prever os fluxos de caixa que serão gerados pela firma e estimar a taxa de desconto adequadamente.

Com relação à previsão correta dos fluxos de caixa futuros, pode-se dizer que não existe um método que garanta a total assertividade do processo. Ross, Westerfield e Jordan (2011), entretanto, reforçam que quanto mais informações são disponibilizadas sobre determinada empresa, mais assertivas poderão ser as previsões sobre o seu futuro. Além disso, os autores também reforçam que ativos de maior maturidade tendem a possuir certa estabilidade em seus resultados e, desta forma, empresas com históricos consistentes tendem a ser avaliadas com maior precisão.

No que diz respeito à estimativa da taxa de desconto, Damodaran (2010) explica que, no caso da avaliação de uma empresa, esta pode ser representada pelo Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), internacionalmente conhecido como *Weighted Average Cost Of Capital* (WACC). Tal metodologia busca estimar o custo de capital através da ponderação entre a taxa de retorno esperada pelos acionistas e por terceiros ao aplicar seu dinheiro na empresa. Para tanto, adota o cálculo demonstrado a seguir.

Figura 2 – Custo Médio Ponderado de Capital

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

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*

K_e = Custo de capital aos acionistas

K_d = Custo da dívida

E = Total de património líquido (*Equity*)

D = Total de dívida (*Debt*)

Fonte: Damodaran (2010) – adaptada pelo autor

De modo geral, o custo da dívida de uma empresa é conhecido, pois é acordado com a instituição cedente no momento de tomada de empréstimo. O custo de capital próprio, por outro lado, é subjetivo e atribuído pelos sócios da empresa no instante em que decidem aportar seu capital no negócio. No entanto, assumindo que os acionistas de uma empresa estejam alinhados com os demais acionistas do mercado, pode-se auferir o custo de capital próprio através do Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (MPAF), globalmente conhecido como *Capital Asset Price Model (CAPM)*.

Figura 3 – Modelo de Precificação de Ativos Financeiros

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

K_e = Custo de capital aos acionistas

R_f = Taxa de juros livre de risco

R_m = Retorno esperado do mercado

β = Coeficiente Beta, que representa a sensibilidade dos retornos do ativo em relação aos do mercado

Fonte: Damodaran (2010) – adaptada pelo autor

Em outras palavras, para fins de avaliação, muitos profissionais consideram como justo o custo de capital próprio atribuído pelo mercado. Afinal, se o objetivo de determinada análise é a comparação de valor entre ativos, não faz sentido que duas empresas que possuam o mesmo risco sejam avaliadas com taxas de descontos diferentes somente porque os acionistas tenham percepções distintas sobre o retorno mínimo de seus investimentos.

Com relação à segunda metodologia, chamada de avaliação relativa, pode-se dizer que esta consiste na determinação de valor através da “precificação de ativos comparáveis, padronizados pelo uso de uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, valores contábeis ou receitas” (DAMODARAN, 2010, p. 18). Em outras palavras, acredita-se que o mercado, de

modo geral, é eficiente em sua avaliação de ativos. Desta forma, para saber o valor de determinada empresa, basta achar outra semelhante que já possua precificação do mercado e aplicar os mesmos múltiplos aos seus indicadores financeiros.

Já o terceiro método, conhecido como avaliação por direitos contingentes se propõe a avaliar os fluxos de caixa considerando a possibilidade de ocorrência ou não de determinados eventos, procedimento similar ao de precificação de opções. Sua adoção é recomendada para avaliar, por exemplo, patentes ou reservas não desenvolvidas, visto que estes tipos de ativos “são na verdade opções, e devem ser avaliadas como tal, e não com a adoção de modelos tradicionais de avaliação por fluxo de caixa descontado” (DAMODARAN, 2010, p. 23).

Ciente dos métodos de avaliação de uma empresa, acredita-se ser pertinente entender o processo metodológico que foi utilizado para embasar o presente trabalho. Desta forma, o capítulo a seguir discorre sobre o planejamento do estudo, explicando detalhadamente as técnicas de coleta e análise dos dados utilizados durante a investigação.

3 PROCEDIMENTO METODOLÓGICO

De acordo com Yin (2010), o presente trabalho pode ser caracterizado como um estudo de caso, visto que consiste na investigação empírica de um fenômeno contemporâneo em profundidade e em seu contexto de vida real. Além disso, os limites entre o fenômeno estudado e o seu respectivo contexto não ficam evidentemente claros, de forma que as conclusões percebidas devem ser aproveitadas apenas para geração de hipóteses e conhecimento acerca do assunto.

De uma forma mais abrangente, pode-se dizer que, por se tratar de um caso isolado, o presente estudo possui caráter exploratório. Ou seja, seu objetivo não gira em torno de inferência e generalização, mas em fornecer novos conhecimentos sobre uma realidade específica, deixando suas conclusões servirem como base para futuras pesquisas do meio acadêmico (TRIVIÑOS, 1995).

Já no que diz respeito à abordagem do problema, este artigo pode ser classificado como uma pesquisa qualitativa, visto que envolve diferentes técnicas de interpretação a fim de decodificar componentes em um complexo sistema de significados. Em outras palavras, pode-se dizer que sua principal finalidade é expressar e traduzir o sentido dos acontecimentos do mundo social (NEVES, 1996).

Complementando os conceitos de Neves (1996), Malhotra (2006, p. 153), explica que “os pesquisadores realizam pesquisas qualitativas para definir o problema ou desenvolver uma abordagem”. Desta forma, acredita-se que um estudo qualitativo pode ser realizado em ocasiões

nas quais ainda não se tem grande conhecimento sobre uma situação específica, buscando proporcionar maior entendimento e compreensão do contexto a ser analisado (MALHOTRA, 2006).

Os autores McDaniel e Gates (2003) destacam ainda que, embora a pesquisa qualitativa permita obter informações de grande profundidade, as mesmas não estão sujeitas a análises estatísticas e generalização dos dados, pois trabalham com informações subjetivas e pequenas amostras. Desta forma, seu escopo gira em torno da criação de conhecimento e não da comprovação científica dos fatos.

Por fim, é importante dizer que, para responder aos objetivos propostos, o presente estudo de caso busca se utilizar das informações disponibilizadas pela companhia – RodOil Distribuidora de Combustível – bem como do conhecimento adquirido pelo autor enquanto assessorava o processo de fusão das empresas envolvidas. Desta forma, a análise de resultados procura elencar cenários hipotéticos nos quais as companhias seguiriam atuando de forma separada e comparar com a realidade atual. Após realizar este procedimento, torna-se possível avaliar o valor agregado ou subtraído por conta da união das operações e evidenciar se o processo foi bem-sucedido ou fracassado.

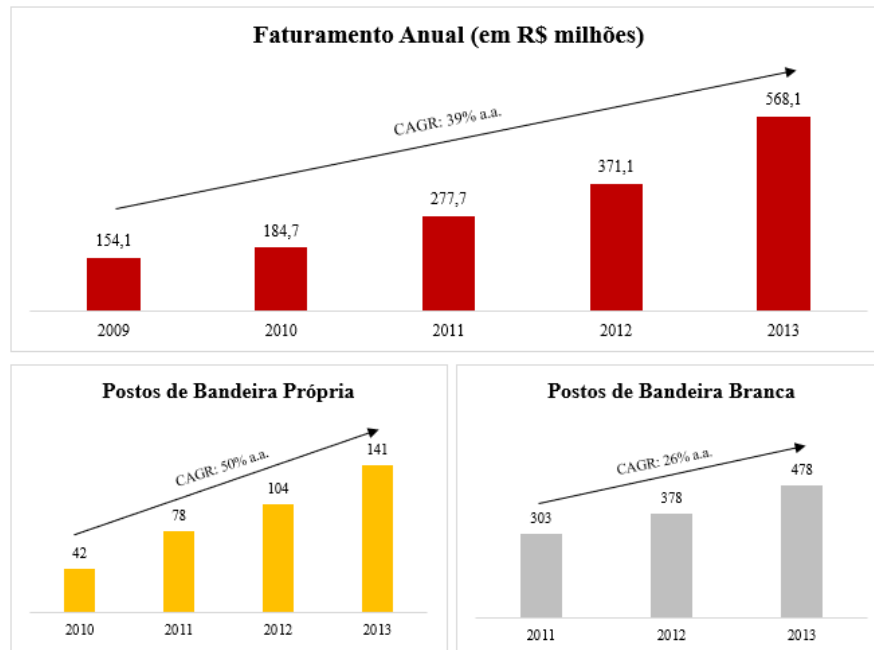
4 CONTEXTUALIZAÇÃO DO CASO

Com o intuito de melhor compreender o caso, acredita-se ser necessário contextualizar a situação em que as empresas RodOil e Mazp se encontravam no momento em que foram iniciadas as tratativas para união das operações. Desta forma, o presente capítulo busca apresentar o histórico de cada uma das distribuidoras de combustível bem como os fatores que as levaram a tomar esta decisão.

4.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DA RODOIL

Fundada em 2006 na cidade de Caxias do Sul (RS) pelo empresário Roberto Tonietto, a RodOil Distribuidora de Combustíveis LTDA possuía, em 2013, um faturamento anual de R\$ 568 milhões, se relacionava com cerca de 141 postos de bandeira própria e 303 postos de bandeira branca em todos estados do sul do país. Embora tais dados já fossem suficientes para afirmar que a empresa consistia na segunda maior distribuidora dentre as que atuavam somente nesta região, os números de maior destaque estavam relacionados ao seu crescimento anual médio, sendo de 39% no caso do faturamento, de 50% nos contratos com postos de bandeira própria e 26% com postos de bandeira branca.

Figura 4 – Faturamento e Número de Postos da RodOil



Fonte: RodOil Distribuidora de Combustíveis

Desde o início das operações, este crescimento sempre foi totalmente sustentado por empréstimos bancários com baixas taxas de juros, lastreados em garantias reais fornecidas por Roberto e por sua família. Em 2014, no entanto, a distribuidora estava prestes a atingir um patamar no qual não conseguiria se apoiar no patrimônio do dono para captar novos financiamentos. Desta forma, ficaria na dependência da geração de lucro para sustentar sua expansão nos próximos anos.

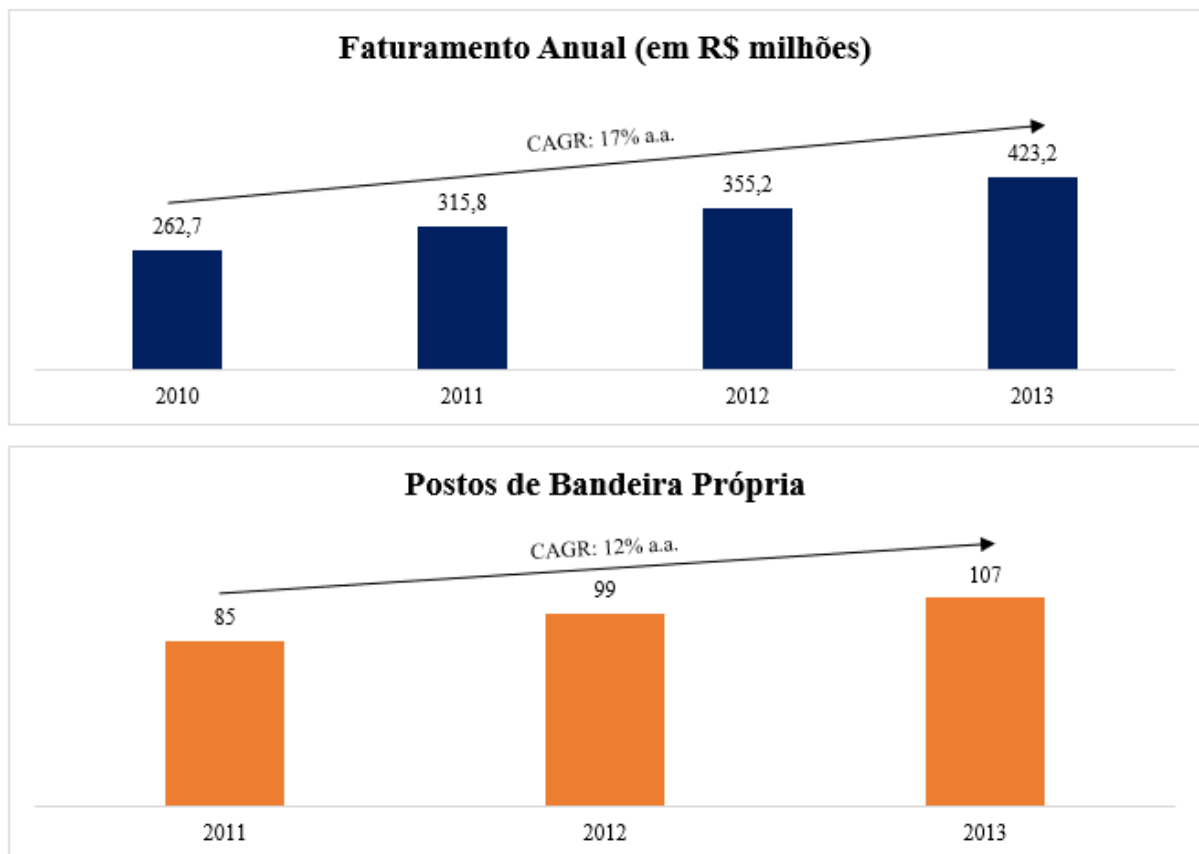
Embora a RodOil fosse uma empresa saudável e provavelmente conseguisse se desenvolver organicamente em níveis próximos ao do restante do mercado – entre 5% e 10% ao ano –, o corpo diretor almejava seguir com o mesmo desempenho dos últimos anos, buscando, em um futuro próximo, liderar o segmento na região. Por não possuir mais recursos próprios para injetar, nem capacidade de captação junto aos bancos, a alternativa levantada pela distribuidora foi a de se associar a alguma de suas concorrentes.

Neste contexto, foram mapeados diversos possíveis parceiros que fizessem sentido operacionalmente, visando a obtenção de sinergias e, por consequência, a criação de valor. Ao final do processo, optou-se pela união com a Mazp, pois as sinergias com esta distribuidora bem como o prévio conhecimento entre os sócios apontavam que a sua integração era a que possibilitaria melhores resultados para ambas as empresas.

4.2 CONTEXTUALIZAÇÃO DA MAZP

Fundada na cidade de Renascença e com matriz instalada em Araucária, ambas no Paraná, a Mazp Distribuidora de Petróleo LTDA faturava cerca de R\$ 423 milhões, possuía relação com 107 postos de bandeira própria, 59 postos de bandeira branca e tinha à sua frente o empresário Idiomar Zanella. Assim como a RodOil, a distribuidora apresentava uma operação saudável e bem estruturada, tendo bom relacionamento com seus *stakeholders* e apresentando receitas consistentes ao longo dos anos. Seu crescimento, no entanto, não atingia patamares tão altos como os da empresa gaúcha, ficando em torno de 17% ao ano – no caso do faturamento – e 12% ao ano – no caso de postos de bandeira própria.

Figura 5 – Faturamento e Número de Postos da Mazp

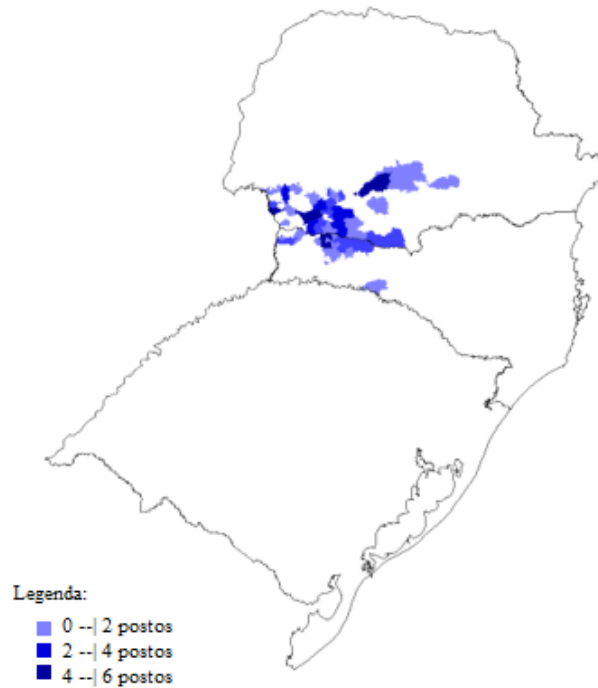


Fonte: RodOil Distribuidora de Combustíveis

Este crescimento menos agressivo estava relacionado com a estrutura da operação da Mazp, que priorizava distribuir combustível apenas para regiões específicas do Paraná e Santa Catarina, nas quais estavam distribuídos seus postos. Apesar desta estratégia possibilitar algumas vantagens – como gastos logísticos reduzidos e maior margem de contribuição –

acabava limitando a expansão da empresa, que se via obrigada a atuar em uma área já extremamente explorada e com poucas oportunidades na abertura de novos estabelecimentos.

Figura 6 – Localização dos Postos de Bandeira Própria da Mazp



Fonte: RodOil Distribuidora de Combustíveis

Ciente deste contexto, Idiomar acreditava que para crescer necessitaria de grandes investimentos na gestão da empresa. Além disso, por ser natural do Paraná, possuía vantagens competitivas diferenciadas nesta região que poderia não conseguir replicar caso decidisse atuar em outros locais, o que tornava sua expansão ainda mais desafiadora.

Desta forma, ao ser abordado pela RodOil, o empresário vislumbrou a oportunidade de perpetuar seus ganhos e obter, de forma ágil, uma estrutura já preparada para a expansão almejada. Além disso, o sócio já conhecia Roberto Tonietto de longa data, o que facilitava o alinhamento de cultura e dava credibilidade à operação.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

O primeiro passo para a análise dos resultados está relacionado ao correto tratamento dos dados das empresas, viabilizando comparações coerentes entre os cenários antes e depois da fusão. Neste sentido, opta-se por projetar os resultados hipotéticos das empresas caso elas seguissem com operações separadas através de extrapolação de seus dados históricos. Por fim,

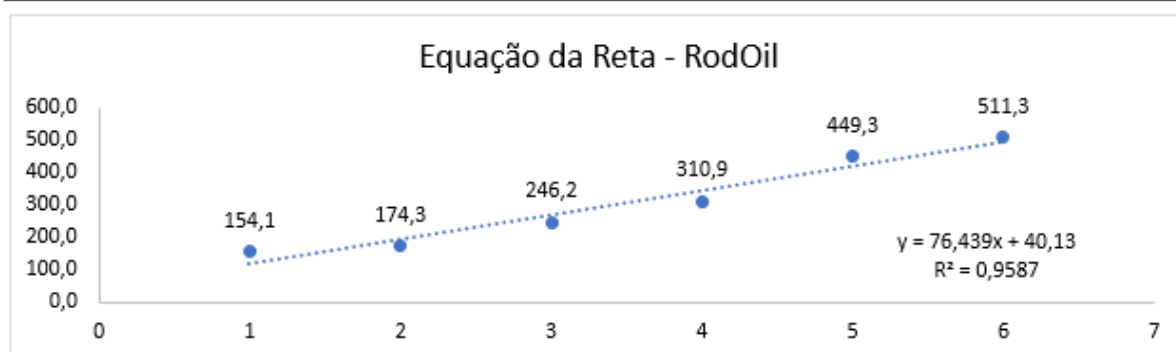
busca-se por uma comparação dos valores obtidos com os valores que, de fato, foram alcançados após a união das operações.

Para realizar este processo, são catalogadas as receitas de anos anteriores de cada uma das empresas. Com tais valores mapeados, traça-se uma linha de tendência, que pode ser usada para projetar os anos seguintes. Ressalta-se que, para realização deste processo, serão utilizadas as receitas reais – sem efeito de inflação em cada um dos anos – a fim de se obter apenas o crescimento orgânico da operação, desconsiderando os aumentos por conta dos fenômenos políticos e econômicos do país.

Tendo discorrido acerca dos métodos utilizados, inicia-se o tratamento dos dados. Desta forma, apresenta-se a seguir as receitas reais da distribuidora RodOil a partir do ano de 2009.

Figura 7 – Receitas Reais e Linha de Tendência da RodOil

Dados da RodOil	2009	2010	2011	2012	2013	2014
IPCA no Período		5,91%	6,50%	5,84%	5,91%	6,41%
Faturamento (em R\$ milhões)	154,1	184,7	277,7	371,1	568,1	687,8
Faturamento Real (Base 2009)	154,1	174,3	246,2	310,9	449,3	511,3



Eixo Vertical (y): Milhões de reais

Eixo Horizontal (x): Anos transcorridos desde 2008, sendo 2009 = 1

Fonte: Elaborada pelo autor a partir de dados do IBGE e da RodOil Distribuidora de Combustíveis

Conforme descrito anteriormente, a receita bruta foi descontada pela inflação acumulada em cada um dos anos, obtendo-se o faturamento real com base em valores de 2009. Através destes dados, traçou-se uma linha de tendência – cuja equação se encontra apresentada no gráfico da figura 7 – que permite projetar o faturamento dos períodos subsequentes.

Para o estudo em questão, considera-se interessante a extrapolação até o ano de 2016 por três motivos básicos. O primeiro deles é que a união das operações ocorreu em meados de 2015 e, desta forma, os resultados neste ano consistiam em valores com grandezas diferentes antes e após a consumação do fato, o que poderia distorcer a análise caso fossem utilizados

indicadores cumulativos. Já o segundo motivo diz respeito a demora pela qual a nova empresa passa até atingir maturidade operacional, visto que existem dificuldades tanto de aspectos burocráticos – como a alteração nos contratos com cada posto de gasolina, cadastro na junta comercial da nova companhia – quanto funcionais – como a integração no sistema da empresa e alteração do layout de cada estabelecimento. Por fim, o último motivo está relacionado aos gastos extraordinários envolvidos na integração das partes – como rescisões, processos trabalhistas, treinamento para alinhamento de cultura, migração de sistema e pagamento dos assessores jurídicos e financeiros – que não pertencem a realidade operacional da empresa e que devem ser desconsiderados para fins de comparação.

Em função dos conceitos apresentados, utiliza-se a fórmula exposta na figura 7 para projeção do faturamento caso a RodOil seguisse atuando separadamente até 2016. Nota-se que os resultados obtidos são inflacionados novamente para que sejam mapeadas as receitas brutas nominais em cada um dos anos.

Figura 8 – Projeção de Faturamento da RodOil

Dados da RodOil	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Faturamento Real (Base 2009)	154,1	174,3	246,2	310,9	449,3	511,3	575,2*	651,6*
IPCA no Período		5,91%	6,50%	5,84%	5,91%	6,41%	10,67%	6,29%
Faturamento (em R\$ milhões)	154,1	184,7	277,7	371,1	568,1	687,8	856,5	1.031,3

*Projeção obtida através da fórmula $y = 76,439x + 40,13$

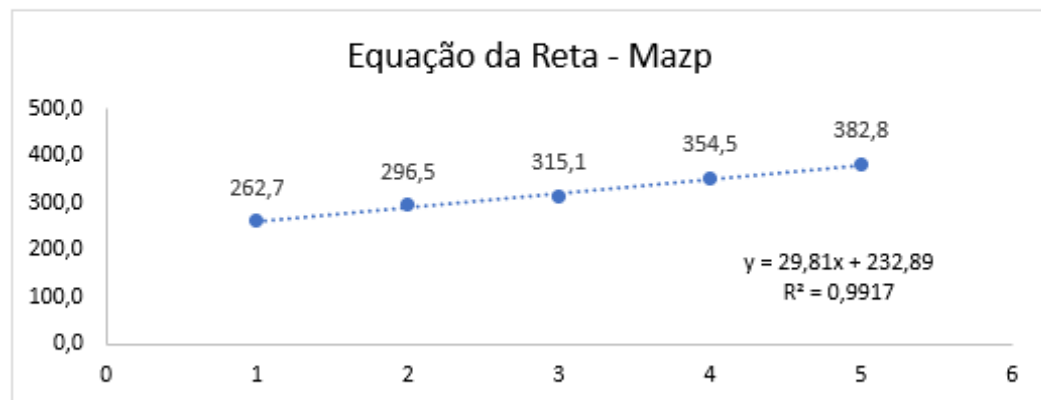
Fonte: Elaborada pelo autor a partir de dados do IBGE e da RodOil Distribuidora de Combustíveis

Conforme apresentado na figura 8, estima-se que o faturamento da RodOil, caso continuasse atuando sozinha, aumentaria em R\$ 168,6 milhões de 2014 para 2015, atingindo a marca anual de R\$ 856,5 milhões. Já em 2016 o avanço seria ainda maior – R\$ 174,8 milhões – permitindo que a empresa alcançasse a receita bruta de R\$ 1.301,3 milhões.

Concluída a análise de faturamento da RodOil, acredita-se ser pertinente replicar o método para extrapolar as receitas da segunda distribuidora envolvida no processo de fusão. Sendo assim, segue abaixo figura representando as receitas reais da Mazp a partir do ano de 2010.

Figura 9 – Receitas Reais e Linha de Tendência da Mazp

Dados da Mazp	2010	2011	2012	2013	2014
IPCA no Período		6,50%	5,84%	5,91%	6,41%
Faturamento (em R\$ milhões)	262,7	315,8	355,2	423,2	486,2
Faturamento Real (Base 2010)	262,7	296,5	315,1	354,5	382,8



Eixo Vertical (y): Milhões de reais

Eixo Horizontal (x): Anos transcorridos desde 2009, sendo 2010 = 1

Fonte: Elaborada pelo autor a partir de dados do IBGE e da RodOil Distribuidora de Combustíveis

Através das receitas reais obtidas entre os anos de 2010 e 2014, obteve-se a equação da reta que dá origem à linha de tendência do faturamento histórico da empresa. Desta forma, utiliza-se a fórmula obtida para extrapolar os dados aos anos subsequentes, chegando nos resultados demonstrados na figura a seguir.

Figura 10 – Projeção de Faturamento da Mazp

Dados da Mazp	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Faturamento Real (Base 2010)	262,7	296,5	315,1	354,5	382,8	441,6*	471,4*
IPCA no Período		6,50%	5,84%	5,91%	6,41%	10,67%	6,29%
Faturamento (em R\$ milhões)	262,7	315,8	355,2	423,2	486,2	620,8	704,4

*Projeção obtida através da fórmula $y = 29,81x + 232,89$

Fonte: Elaborada pelo autor a partir de dados do IBGE e da RodOil Distribuidora de Combustíveis

Em outras palavras, utilizou-se a fórmula descrita na figura 9 para chegar aos faturamentos reais projetados de 2015 e 2016 – R\$ 441,6 milhões e R\$ 471,4 milhões,

respectivamente. Estes valores foram inflacionados de acordo com o IPCA do período, dando origem às receitas brutas nominais de R\$ 620,8 milhões e R\$ 704,4 milhões.

Ciente das receitas de cada uma das distribuidoras, é possível estimar o faturamento total obtido pelas duas empresas na hipótese de que cada uma seguisse com suas operações separadas com o passar dos anos. Este faturamento, em 2016, seria de R\$ 1.735,7 milhões, conforme demonstrado na figura abaixo.

Figura 11 – Projeção de Faturamento de Ambas Empresas

Ano	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Faturamento RodOil*	184,7	277,7	371,1	568,1	687,8	856,5	1.031,3
Faturamento Mazp*	262,7	315,8	355,2	423,2	486,2	620,8	704,4
Faturamento RodOil + Mazp*	447,4	593,5	726,3	991,3	1.174,1	1.477,3	1.735,7

*Valores em milhões de reais

Fonte: Elaborada pelo autor

Finalizada a etapa de extrapolação de receitas, inicia-se a estimativa dos custos e despesas, para fins de comparação do resultado final das operações. Neste sentido, acredita-se ser pertinente utilizar a mesma evolução obtida nas receitas para os gastos variáveis – como custo da mercadoria vendida e despesas logísticas – e apenas o crescimento inflacionário para os gastos fixos – como despesas administrativas em geral.

Além disso, destaca-se que não serão projetados os resultados financeiros da empresa. O principal motivo para esta decisão decorre do fato de que o cenário econômico brasileiro teve grandes alterações do ano de 2014 para o ano de 2016, fazendo com que as taxas de juros subissem bastante e dificultando uma análise justa de quanto a empresa melhorou ou piorou seus resultados financeiros devido à sua eficiência operacional ou devido às questões macroeconômicas nacionais. Desta forma, opta-se pela utilização do EBIT – lucro antes de resultado financeiro, imposto de renda e contribuição social – ao invés do lucro líquido como indicador conclusivo de sucesso ou fracasso na fusão das empresas.

Após discorrer acerca das premissas utilizadas, realiza-se a projeção de cada uma das empresas separadamente e a comparação com os resultados obtidos pela fusão das operações no ano de 2016. Tais resultados se encontram apresentados – junto de uma análise vertical – na figura a seguir.

Figura 12 – Comparação dos resultados antes e após a fusão

	DRE				Análise Vertical		Diferenças
	RodOil	Mazp	RodOil + Mazp	NewCo*	RodOil + Mazp	NewCo*	2016
	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016
Receita Bruta	1.031.310.538	704.383.962	1.735.694.500	2.457.207.180	100,00%	100,00%	0,00%
Deduções	-6.249.059	-7.867.731	-14.116.790	-21.441.239	-0,81%	-0,87%	-0,06%
Receita Líquida	1.025.061.479	696.516.231	1.721.577.710	2.435.765.941	99,19%	99,13%	-0,06%
CMV	-972.833.561	-650.921.856	-1.623.755.416	-2.272.848.161	-93,55%	-92,50%	1,05%
Lucro Bruto	52.227.919	45.594.375	97.822.294	162.917.780	5,64%	6,63%	0,99%
Despesas c/ Transporte	-12.535.002	-9.180.962	-21.715.965	-55.903.201	-1,25%	-2,28%	-1,02%
Despesas Administrativas	-7.037.669	-13.854.554	-20.892.224	-16.193.476	-1,20%	-0,66%	0,54%
Despesas Comerciais	-5.263.767	-438.267	-5.702.035	-9.601.408	-0,33%	-0,39%	-0,06%
Outras	-5.855.625	-1.891.643	-7.747.268	-13.390.481	-0,45%	-0,54%	-0,10%
EBIT	21.535.855	20.228.948	41.764.803	67.829.214	2,41%	2,76%	0,35%

Legenda

RodOil: Apresenta os dados projetados da RodOil caso a empresa não tivesse se fundido com a Mazp

Mazp: Apresenta os dados projetados da Mazp caso a empresa não tivesse se fundido com a RodOil

RodOil + Mazp: Soma simples dos dados projetados por cada uma das empresas anteriormente

NewCo: Apresenta os resultados da empresa na forma em que ela se encontra atualmente, ou seja, após realizada a fusão entre as distribuidoras

Fonte: Elaborada pelo autor

A partir da análise dos demonstrativos, nota-se que o EBIT da empresa atual é maior do que a soma das projeções das duas empresas separadas, evidenciando que a operação foi bem-sucedida. Destaca-se, entretanto, que existem diversos pontos que colaboraram – positivamente ou negativamente – para que tal performance fosse atingida.

O primeiro ponto de destaque gira em torno do custo das mercadorias vendidas, que apresentou grande sinergia, melhorando sua margem em 1,05% na fusão. Para compreender esta economia, deve-se notar, primeiramente, que o valor dos combustíveis vendidos é formado pelo custo de diferentes agentes. A gasolina, por exemplo, possui custos embutidos pelas refinarias – que elaboram a matéria-prima conhecida como “gasolina A” – pelas usinas – que vendem o anidro a ser misturado no produto – e pelos governos federais – visto que mais de 50% do valor está relacionado à impostos como ICMS, PIS e COFINS. Desta forma, ao se fundir, as empresas passaram a ter uma maior gama de rotas nos três estados de atuação e, com isso, mais opções de bases de distribuição para buscar menores valores.

O segundo ponto de destaque tem a ver com as despesas de logística, que pioraram sua margem em 1,02% na fusão. Para explicar este fato, é necessário dizer que, quando atuavam separadamente, as empresas costumavam contar com transportadoras locais que, embora tivessem alguns problemas operacionais, conseguiam obter preços de mercado bastante competitivos. No entanto, ao se tornar uma companhia de maior porte, a distribuidora resolveu estabelecer algumas regras de governança que visavam, entre outras medidas, a

profissionalização de seus fornecedores. Desta forma, os preços para os serviços logísticos aumentaram, culminando na piora marginal das despesas com transporte.

O terceiro ponto de destaque está relacionado às despesas administrativas, que obtiveram redução marginal de 0,11% após a fusão. Isto decorre principalmente da redução do quadro de pessoal, visto que não era necessário manter todos os colaboradores para tocar as operações após a fusão. Salienta-se ainda que estas despesas podem ser consideradas como fixas e, com o passar dos anos, devem seguir crescendo em menor proporção quando comparadas as receitas, evidenciando um clássico caso de economia de escala.

O quarto ponto de destaque está situado em torno da melhoria marginal de 0,35% no grupo de “outras despesas” após a fusão. Embora o nome do grupo não colabore para entender o real motivo da redução, é possível consultar balancetes gerenciais a fim de entender o comportamento de cada um dos gastos. Sendo assim, após realizar tal análise, conclui-se que a grande responsável pela melhoria da situação é a conta de “Perdas de Recebimento”, permitindo inferir que a empresa se tornou mais eficiente, evitando os altos valores de perda que eram despendidos nos anos anteriores.

O último ponto de destaque é, possivelmente, o que mais impressiona após a realização da fusão e está relacionado ao aumento das receitas obtido pelas empresas. Isto ocorre porque a nova companhia, aproveitando-se do maior porte da operação, foi capaz de aumentar sua taxa de conversão de postos bandeira branca para postos de bandeira própria, nos quais consegue atuar com preços mais altos. Além disso, por possuir uma marca mais consolidada, passou a contar com um maior fluxo de clientes nos seus postos, aumentando a eficiência de venda e, por consequência, suas receitas.

Para melhor enxergar os benefícios propiciados pelo aumento do faturamento da empresa, segue figura comparando as projeções das empresas separadas com o cenário das empresas após a fusão – mantendo suas margens atuais – caso as receitas tivessem seguido a extrapolação prevista inicialmente.

Figura 13 – Comparação dos resultados caso não houvesse aumento das receitas

	DRE			Diferenças		
	1) RodOil + Mazp	2) NewCo com Receita Estimada	3) NewCo Realidade	2-1	3-2	3-1
	2016	2016	2016	2016	2016	2016
Receita Bruta	1.708.158.704	1.708.158.704	2.457.207.180	0	749.048.476	749.048.476
Deduções	-13.809.224	-14.905.149	-21.441.239	-1.095.925	-6.536.090	-7.632.015
Receita Líquida	1.694.349.480	1.693.253.555	2.435.765.941	-1.095.925	742.512.386	741.416.461
CMV	-1.598.309.562	-1.579.999.196	-2.272.848.161	18.310.366	-692.848.965	-674.538.599
Lucro Bruto	96.039.918	113.254.359	162.917.780	17.214.441	49.663.421	66.877.862
Despesas c/ Transporte	-21.357.062	-38.861.818	-55.903.201	-17.504.756	-17.041.382	-34.546.138
Despesas Administrativas	-13.013.375	-11.051.598	-15.897.859	1.961.777	-4.846.261	-2.884.484
Despesas Comerciais	-5.684.902	-6.674.541	-9.601.408	-989.639	-2.926.868	-3.916.507
Outras	-15.430.532	-9.514.064	-13.686.098	5.916.468	-4.172.033	1.744.434
EBIT	40.554.046	47.152.337	67.829.214	6.598.291	20.676.876	27.275.167

Legenda

RodOil + Mazp: Soma simples dos dados projetados por cada uma das empresas anteriormente

NewCo com Receita Estimada: Apresenta os resultados que seriam obtidos pela fusão caso ela seguisse com as margens que possui atualmente, no entanto, com a receita projetada inicialmente pelas duas empresas

NewCo Realidade: Apresenta os resultados da empresa na forma em que ela se encontra atualmente, ou seja, após realizada a fusão entre as distribuidoras

Fonte: Elaborada pelo autor

Como é possível perceber, do incremento total de R\$ 27,275 milhões obtido no EBIT das empresas após a fusão, apenas R\$ 6,598 milhões se devem às melhorias marginais de custos e despesas – elencados nos quatro primeiros pontos de destaque do texto. Já os R\$ 20,677 milhões restantes estão relacionados ao aumento do faturamento alcançado, descrito nos dois parágrafos que antecedem a figura 13.

Saindo do âmbito de mapeamento de sinergias, acredita-se ser pertinente analisar o tamanho do sucesso da união das empresas, ou seja, avaliar qual foi o incremento de valor obtido pela fusão por conta de suas melhorias operacionais. Para tanto, busca-se utilizar a metodologia de avaliação relativa descrita no capítulo de referencial teórico. Em outras palavras, elenca-se os múltiplos estabelecidos pelo mercado e, posteriormente, aplica-se tal métrica às organizações estudadas neste artigo. Desta forma, a tabela a seguir apresenta os múltiplos das empresas comparáveis – Ultrapar e Cosan – abertas em bolsa atualmente.

Figura 14 – Múltiplos das Empresas Abertas em Bolsa

30 maiores empresas abertas por P/L			30 maiores empresas abertas por EV/EBITDA		
Número	Empresa	P/L	#	Empresa	EV/EBITDA
1	Embraer	376,8	1	RaiaDrogasil	20,5
2	Sabesp	138,8	2	Dufry Ag	18,2
3	Lojas Americ	66,8	3	Hypermarcas	17,7
4	Fibria	65,6	4	Petrobras	15,5
5	RaiaDrogasil	43,7	5	Weg	14,8
6	P.Acucar-Cbd	43,6	6	Klabin S/A	14,3
7	BR Malls Par	43,6	7	Cielo	14,1
8	Hypermarcas	27,5	8	Cetip	13,7
9	Ambev S/A	23	9	CPFL Renovav	13,3
10	Multiplan	23	10	Multiplan	13,0
11	Ultrapar	22,7	11	Ambev S/A	12,7
12	Natura	22,6	12	Tran Paulist	12,2
13	CCR SA	21,8	13	Lojas Americ	11,9
14	Cetip	20,2	14	Embraer	11,3
15	Ceg	19,9	15	Ceg	10,5
16	Lojas Renner	19,2	16	Lojas Renner	10,3
17	Weg	18,2	17	M.Diasbranco	10,1
18	BRF SA	17,4	18	BRF SA	10,0
19	Cielo	16,5	19	Ultrapar	9,9
20	Telef Brasil	15,7	20	Natura	9,7
21	Cosan	15,6	21	CCR SA	9,1
22	CPFL Energia	15,3	22	CPFL Energia	8,9
23	Tractebel	15,1	23	Sid Nacional	8,9
24	Tran Paulist	14,9	24	Kroton	8,5
25	BBSeguridade	11,1	25	Gerdau	8,4
26	Kroton	11,1	26	Cosan	8,0
27	M.Diasbranco	10,9	27	Tractebel	7,9
28	BmfBovespa	9,1	28	Sabesp	7,3
29	Santander BR	7,6	29	Taesa	7,2
30	Taesa	7,6	30	Equatorial	6,5

Fonte: Economática (2016)

Como é possível notar, os múltiplos EV/EBITDA de Ultrapar – responsável pela distribuidora Ipiranga – e Cosan – responsável pela distribuidora Shell – são, respectivamente, 9,9 e 8,0. Extraindo a média aritmética destes indicadores, obtém-se o valor de 9,0. Desta forma, basta aplicar este múltiplo ao EBITDA das empresas estudadas antes e após a fusão para se obter o incremento no valor das operações.

Figura 15 – Valor incrementado a partir da união das operações

	RodOil + Mazp	NewCo
(=) EBIT	40.554.046	67.829.214
(+) Depreciação e Amortização	3.184.280	3.274.633
(=) EBITDA	43.738.327	71.103.847
Múltiplo de Empresas Comparáveis	9,0	9,0
EV da Operação	393.644.940	639.934.622
Incremento de Valor	246.289.683	

Fonte: Elaborada pelo autor

Em outras palavras, pode-se dizer que a fusão entre RodOil e Mazp foi um sucesso, pois aumentou o *Entreprise Value* das companhias em cerca de R\$ 246,289 milhões. Destaca-se, entretanto, que esta análise parte dos pressupostos de que o mercado seja eficiente em precificar ativos e de que as distribuidoras em questão sejam comparáveis às operações de Ultrapar e Cosan.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Baseado nas informações do presente artigo, pode-se dizer que fusões e aquisições são consideradas estratégias que permitem alavancar o crescimento saudável de empresas de modo geral. Para que isto ocorra, no entanto, a união das operações deve proporcionar sinergias que não seriam alcançadas separadamente, a fim de criar valor para o negócio.

No caso da fusão entre as distribuidoras de combustível RodOil e Mazp – ocorrida em 2015 – pode-se dizer que a principal sinergia foi obtida por conta do fortalecimento da marca, propiciando o aumento de estabelecimentos de bandeira própria, a elevação do fluxo de clientes nos postos atendidos e, por consequência, o acréscimo das receitas da companhia. Além disso, a união das operações ainda se mostrou eficiente na redução marginal dos custos de mercadoria vendida, das despesas administrativas e das perdas de recebimento.

Fruto das melhorias descritas, a empresa aumentou seu resultado operacional (EBIT) em R\$ 27,275 milhões frente às projeções. O valor da companhia, por sua vez, teve um acréscimo de R\$ 246,289 milhões, corroborando para a tese de que a operação foi bem-sucedida e agregou valor aos acionistas do negócio.

Acredita-se que, assim como no caso estudado, outras empresas do setor de distribuição de combustível estão constantemente se beneficiando das fusões e aquisições realizadas. No entanto, por possuir caráter qualitativo, as conclusões do presente trabalho não podem ser generalizadas para o mercado como um todo. Para tanto, aconselha-se estudos com maiores amostras, a fim de melhor compreender este tipo de fenômeno e obter resultados que possam ser inferidos para toda população.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. *Estrutura e Análise de Balanços: Um Enfoque Econômico-Financeiro*. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BARROS, Betânia T. de; SOUZA, Heloiza Helena R. F. de; STEUER, Ruth. *Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos*. São Paulo: Atlas, 2003.

- BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter. Finanças Empresariais. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- BHIDE, A. Reversing Corporate Diversification, in the New Corporate Finance – Where Theory meets Practice. McGraw Hill, 1993.
- BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. Fundamentos da Moderna Administração Financeira. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. Avaliação de Empresas - Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas. 3. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2002.
- DAMODARAN, Aswath. Acquisitions and takeovers. 2002. Disponível em: <<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/acquisitions.pdf>>. Acesso em 22 Out. 2017.
- DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para determinação do valor de qualquer ativo. 2 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.
- ECONOMÁTICA. Banco de Dados. São Paulo, 2016. Disponível em: <<http://www.economatica.com.br>>. Acesso em 12 Nov. 2016.
- GIL, Antônio Carlos. Métodos e Técnicas de Pesquisa Social. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- GOMES, Sofia. O impacto das aquisições na performance operacional das empresas portuguesas. 2017. 58 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pós-Graduação em Economia, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, Porto, 2017.
- IBGE. Séries Históricas do IPCA. Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: <<https://ww2.ibge.gov.br>>. Acesso em 22 Nov. 2017.
- LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. Metodologia científica: ciência e conhecimento científico; métodos científicos; teoria, hipóteses e variáveis. 6 ed. São Paulo:Atlas, 2001.
- MALHOTRA, Naresh K. Pesquisa de marketing: Uma orientação aplicada. 3 ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.
- MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. Avaliação de empresas: Um guia para fusões & aquisições e gestão de valor. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.
- MATARAZZO, Dante Carmine; Pestana, Armando Oliveira. Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial: como avaliar empresas, análise da gestão de caixa, análise da gestão de lucro, desempenho da diretoria. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1994.
- MCDANIEL, Carl. GATES, Roger. Pesquisa de marketing. São Paulo: Pioneira Thompson Learning, 2003.
- NEVES, J. L. Pesquisa qualitativa: características, usos e possibilidades. Caderno de pesquisa em administração, v. 1. n. 3. 1996.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. Princípios de Administração Financeira. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2011.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey; LAMB, Roberto. Administração Financeira. 10 ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

SILVA, Maroni. Cultura & Negócios: O jeito Luiza de ser. Dimensões simbólicas da cultura na gestão do Magazine Luiza. 2012. 175 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Sociais) – Pós-Graduação em Ciências Sociais, Faculdade de Ciências Sociais, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2012.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação. São Paulo: Atlas, 1995.

YIN, Robert K. Estudo de caso: planejamento e métodos. 4 ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.