

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA CIA. HERING

Leonardo Azulay

No de matrícula: 1311019

Orientador: Maria Elena Gava

Coordenador de Monografia: Marcio Garcia

Dezembro de 2019

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA CIA. HERING

Leonardo Azulay

No de matrícula: 1311019

Orientador: Maria Elena Gava

Coordenador de Monografia: Marcio Garcia

Dezembro de 2019

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pela professora tutora.

Leonardo Azulay

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a todos que fizeram dessa jornada mais alegre e prazerosa, desde as conversas às longas horas de estudo em conjunto.

Em especial, gostaria de agradecer à minha mãe, que diante dos momentos de dúvida e dificuldade ao longo do curso sempre esteve ao meu lado, e dizia que valeria a pena no final. E não é que ela estava certa?

Não poderia de ser grato ao departamento de professores que puderam me ensinar tanto e passar a olhar o mundo de uma nova forma que não conhecia antes, como Economista PUC–RJ.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	7
2. CIA HERING	8
2.1 TRAJETÓRIA	9
2.2 MARCAS	10
2.2.1 HERING	10
2.2.2 HERING KIDS	11
2.2.3 PUC	11
2.2.4 DZARM	11
2.3 MERCADO DE CAPITAIS	12
2.4 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA	12
2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA	12
2.5.1 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E COMITÊS	13
2.5.2 DIRETORIA EXECUTIVA	13
3. O SETOR	15
4. BASE TEÓRICA	16
4.1 O QUE É VALUATION	16
4.2 OS MÉTODOS DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	16
4.2.1 O FLUXO DE CAIXA PARA O ACIONISTA (FCFE)	17
4.2.2 O FLUXO DE CAIXA PARA A FIRMA (FCFF)	17
4.3 A TAXA DE DESCONTO	18
4.4 O MODELO DE PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS FINANCEIROS	19
5. VALUATION DA COMPANHIA	21
5.1 RECEITA	21
5.2 CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	22
5.3 DESPESAS	23
5.4 EBITDA	23
5.5 DEPRECIACÃO E AMORTIZACÃO	24
5.6 CAPEX	25
5.7 CAPITAL DE GIRO	25
5.8 PERPETUIDADE	26
5.9 TAXA DE DESCONTO	26

5.10	FLUXO DE CAIXA	28
5.11	VALOR DA AÇÃO	29
6.	CONCLUSÃO	30
7.	BIBLIOGRAFIA	31

1. INTRODUÇÃO

Com quase 140 anos de história, a Cia. Hering foi a companhia escolhida para ser analisada nesse trabalho visto que tem se destacado no mercado de capitais ao longo dos anos, além de atualmente possuir a maior rede de franquias de vestuário do Brasil.

Fora isso, o setor do varejo desempenha um importante papel na economia do país, e já é responsável por aproximadamente 63,4% do PIB nacional. Considerando o varejo restrito, que exclui automóveis e materiais de construção, o setor representa 20,25% do PIB¹, além disso, segundo o IBGE, o setor é responsável pelo emprego de 22,3% de trabalhadores, sendo o portanto o maior empregador do país. A expectativa é que o varejo continue crescendo e contribuindo para a recuperação da economia.

¹ Segundo dados da Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo.

2. CIA. HERING

A Hering é uma companhia de vestuário que atinge o público feminino, masculino e o infantil. Ademais, abrange as diversas classes sociais e faixas etárias, reconhecida por cerca de 90% dos brasileiros, vestindo 1 a cada 2 brasileiros.

Com mais de 130 anos de história, é uma empresa que ao longo de sua existência se reinventou, e se reinventa constantemente. Tem como propósito vestir seus clientes desde seus primeiros passos, estando presente nos momentos de contato e afeto na vida do seu cliente.

Considerada a companhia com a maior rede de franquias de vestuário do Brasil², a Cia. Hering faz a gestão das seguintes marcas: Hering, Hering Kids, PUC e DZARM.

A companhia possui unidades produtivas, escritórios e centros de distribuição em quatro estados brasileiros.

A marca tem sua história e imagem associada a produtos acessíveis à população, sempre prezando pela qualidade, mesmo nas coleções mais básicas.

A Hering Store está presente em todos os estados brasileiros, contando com lojas de ruas nas principais cidades, assim como dentro dos diversos shoppings do território nacional e parte da manutenção da marca se deu pela expansão em lojas multimarcas, e principalmente na internet através de sua *webstore*³.

Um dos seus diferenciais está no seu longo histórico de atuação em causas de responsabilidade social. A empresa se tornou parceira da campanha “O câncer de mama no alvo da moda”, que é realizada no Brasil pelo Instituto Brasileiro de Controle do Câncer (IBCC).

A partir disso, tornou-se a primeira marca no país autorizada a licenciar produtos do conhecido alvo azul, vestindo mais de oito milhões de pessoas.

Na área de sustentabilidade, em 2012 foi criado o programa “Moda Sustentável”, para o desenvolvimento contínuo das questões socioambientais junto aos fornecedores

² Segundo informação encontrada no site da própria companhia.

³ Loja virtual

no processo de produção própria, terceirizada e de sourcing⁴.

2.1 TRAJETÓRIA

Fundada em 1880 pelos irmãos Bruno e Hermann Hering, integrantes de uma tradicional família de tecelões da Alemanha, decididos a darem uma melhor condição de vida para sua família, que deixaram a sua terra natal e vieram empreender no Brasil.

Foi no município de Blumenau que a Indústria Têxtil Companhia Hering iniciou suas atividades, voltadas para a confecção de roupas de malha de algodão.

A empresa foi se desenvolvendo ao longo do tempo e já em 1966, obteve o certificado de Sociedade de Capital Aberto, mudando sua denominação social para “Cia Hering”.

Em 1984 a marca “PUC” Foi lançada , voltada para o público infantil, ampliando sua atuação no mercado.

Em 1993 foi criada a rede de franquias da marca Hering e em 1998 a primeira loja da linha infantil, “PUC”. Em 1999 a Companhia adquiriu a marca “DZARM”, voltada para o público jovem.

Em 1999 a companhia, que tinha sua estrutura de capital baseada em empréstimos atrelados ao dólar , teve sua situação financeira fortemente afetada pela crise da desvalorização do real. Para solucionar a sua situação financeira, realizou um aumento de capital, onde então novos acionistas ingressaram.

Como parte do processo de aumento de capital, foi feita a incorporação da controlada “Cia. Hering” pela sua controladora “Hering Têxtil S.A”, que logo depois teve sua denominação social alterada para “Cia Hering”.

A partir de então a companhia focou em se restabelecer e se reestruturar tanto financeiramente quanto operacionalmente.

Em 2007 foi elaborado um plano de crescimento, que duraria 4 anos, onde a prioridade era o crescimento e em estabelecer a força da marca “Hering”. Tal plano tinha o objetivo de aumentar a participação da marca no mercado, através de diversas operações que estimulavam o consumo.

4 Estratégia empresarial que envolve a aquisição de bens ou serviços de forma mais vantajosa.

Em 2013 muitos investimentos foram realizados, principalmente na plataforma eletrônica de vendas (*webstores*), o que possibilitou significativas melhorias na experiência de compra dos seus consumidores e aumento no faturamento da empresa.

Em 2015 foi inaugurada a unidade produtiva de São Luís de Montes Belos, em Goiás, que passou a concentrar uma grande parte das atividades do processo produtivo da empresa.

Ao longo do tempo a companhia se desenvolveu na produção de seus produtos, lançando novidades no mercado e ampliando seu portfólio, como sapatos e bijuterias. A marca Hering, que está entre as 25 marcas brasileiras mais valiosas⁵, vem evoluindo a cada dia e ganhando espaço no mercado brasileiro.

Hoje a companhia conta com 761 lojas no Brasil e no exterior, sendo 579 da marca Hering, 103 da Hering Kids, 46 da PUC, 2 da DZARM, 10 da Espaço Hering, 1 Hering Basic Shop e 20 lojas no exterior, localizadas no Uruguai, Bolívia e Paraguai. Além disso, a companhia conta com 10.505 pontos de vendas nas lojas multimarcas, e seu *website*, além dos seus dois centros de distribuição, localizados em Santa Catarina e Goiás, três unidades produtivas no Estado de Santa Catarina, quatro em Goiás e mais uma unidade no Rio Grande do Norte. São aproximadamente 6.319 colaboradores e quatro marcas.

2.2 MARCAS

A companhia conta atualmente com quatro marcas de segmentos distintos, em seu portfólio, e que serão descritas brevemente a seguir.

2.2.1 HERING

A Hering, principal marca da Companhia, é voltada tanto para o público feminino quanto para o masculino, além de atingir diferentes faixas etárias.

Empenhada em ser aceita por diferentes classes sociais a Hering possui um amplo portfólio de produtos, lançados em seis coleções diferentes ao ano. Tais coleções buscam manter sempre a identidade da marca, atrelando-a as principais tendências do mundo da moda.

⁵ Segundo pesquisa da Interbrand.

As peças mais básicas, marca registrada da Hering, estão sempre presentes em suas coleções, e tornaram-se as peças atemporais queridinhas dos brasileiros.

A marca conta com 567 lojas espalhadas pelo Brasil e 19 lojas no exterior.

2.2.2 HERING KIDS

Extensão infantil da marca Hering, a Hering Kids é voltada para o público de 0 a 16 anos de idade e conta com uma rede independente de lojas. Ao todo são 99 lojas no Brasil e 1 loja no exterior, além das lojas multimarcas e *e-commerce*.

Assim como a Hering, a Hering Kids também lança ao todo seis coleções ao ano, compostas por diversos itens.

2.2.3 PUC

A PUC, assim como a Hering Kids, é voltada para o público infantil. Veste crianças de 2 a 16 anos além de bebês. Hoje a PUC conta com 37 lojas no Brasil.

2.2.4 DZARM

A DZARM tem como público principal as mulheres de 18 a 34 anos. Entre seus produtos estão roupas voltadas para o dia-a-dia, trabalho, festas, além de uma linha de acessórios. Conta com cinco coleções ao ano, que traduzem as tendências do mundo da moda.

Possui 2 lojas próprias em São Paulo e está presente em aproximadamente 3.500 lojas multimarcas pelo Brasil.

2.3 MERCADO DE CAPITAIS

A companhia conta com um capital social de R\$ 381.165.816,77 distribuído entre 162.533.937 ações ordinárias, negociadas sob o código HGTX3, cotadas a R\$ 33,40 no dia 03 de outubro de 2019.

O seu desempenho frente ao mercado de capitais nos últimos cinco anos pode ser analisado pelo gráfico a seguir:



FIGURA 1: DESEMPENHO HGTX3
 FONTE: ECONOMIA.UOL

2.4 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA

A posição acionária atual da companhia é a seguinte:

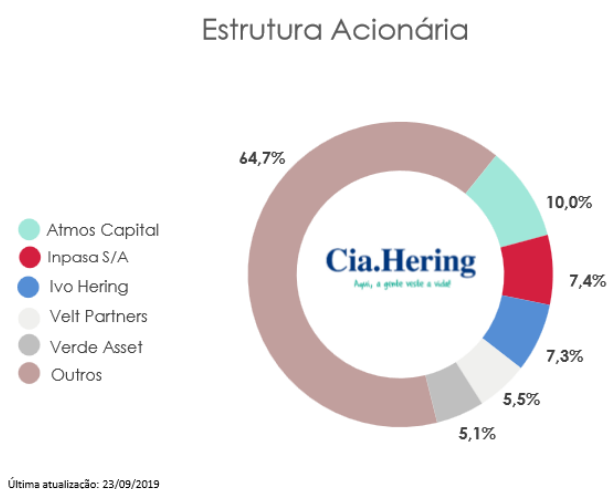


FIGURA 2: COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA.
 FONTE: APRESENTAÇÃO INSTITUCIONAL DA COMPANHIA.

2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Embora a companhia não possua um órgão formal que regule as práticas de governança corporativa, ela adota posturas relacionadas com as boas práticas de governança, e integra a carteira do índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC). Tais práticas têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, garantindo confiança aos seus acionistas.

Seu estatuto social contém as cláusulas mínimas que são exigidas pelo regulamento do Novo Mercado da B3, segmento destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem com a adoção das práticas de governança de forma voluntária.

As regras exigem que a Companhia emita apenas ações ordinárias, mantenha no mínimo 25% de ações do capital da mesma em circulação, adote procedimentos de oferta que favoreçam a dispersão acionária, disponibilize aos acionistas um calendário de eventos societários, limite a, no máximo, dois anos o mandato de todos os membros do conselho de administração, divulgue suas informações financeiras trimestralmente e anualmente, entre outras.

2.5.1 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E COMITÊS

Seu Conselho de Administração conta com seis conselheiros e um presidente. Todos os conselheiros são eleitos na assembleia geral de acionistas e podem exercer o cargo por no máximo dois anos, de acordo com as regras exigidas pelo regulamento do Novo Mercado da B3.

Nome	Posição	Data de Eleição
Sr. Ivo Hering	Presidente	29/04/2019
Sra. Andrea Oliveira Mota Baril	Conselheira	29/04/2019
Sra. Claudia Worms Sciana	Conselheira	29/04/2019
Sr. Fábio Colletti Barbosa	Conselheiro	29/04/2019
Sr. Fabio Hering	Conselheiro	29/04/2019
Sr. Celso Luis Lodduca	Conselheiro	29/04/2019
Sr. Patrick Charles Morin Junior	Conselheiro	29/04/2019

FIGURA 3: CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
FONTE: SITE DA COMPANHIA

Além do conselho de administração a companhia possui três comitês estabelecidos, são eles: Comitê de Auditoria Estatutário, Comitê de Estratégia e Comitê de Gestão de Pessoas.

2.5.2 DIRETORIA EXECUTIVA

A diretoria executiva é composta por um diretor presidente, um diretor administrativo um diretor financeiro, um diretor executivo de negócios, um diretor industrial e um diretor de suprimentos.

Nome	Posição	Data de Eleição
Sr. Fabio Hering	Diretor Presidente	30/04/2019
Sr. Marciel Eder Costa	Diretor Administrativo	30/04/2019
Sr. Rafael Bossolani	Diretor Financeiro e DRI	30/04/2019
Sr. Thiago Hering	Diretor Executivo de Negócios	30/04/2019
Sr. Marcelo Toledo	Diretor Industrial	30/04/2019
Sr. Moacyr José Matheussi	Diretor de Suprimentos	30/04/2019

TABELA 1: DIRETORIA
FONTE: SITE DA COMPANHIA

3. O SETOR

O varejo é a parte da economia onde a atividade da venda é destinada ao consumidor final. Ocorre em quantidades inferiores do que no setor de atacado, onde ocorre o comércio em larga escala.

O varejo é um setor com parcela relevante no PIB do país, onde atividades do setor terciário empregam grande parte dos brasileiros. Por se tratar de consumo, em um país com uma grande população, é um dos setores geradores de boa parte dos empregos e por isso tem importância crucial na economia, movimentando grande parte da renda da população.

O comércio no Brasil tem características sazonais, tendo diferentes parcelas na composição do PIB, principalmente nas épocas finais do ano, onde ocorre o feriado do Natal e o recebimento do décimo terceiro por parte da população, além de outras datas como Dia dos Pais e Dia das Mães.

O gráfico a seguir mostra a variação das vendas no comércio varejista, restrito – que não considera veículos e material de construção – brasileiro nos últimos anos:

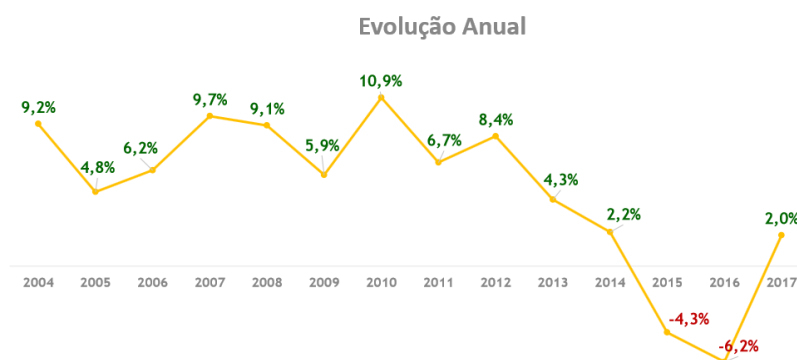


FIGURA 4: EVOLUÇÃO ANUAL DO VAREJO RESTRITO.
 FONTE: ESTUDO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO.

É possível perceber uma recuperação do comércio em 2017, frente aos anos de 2015 e 2016, que registraram forte queda. Segundo estudo divulgado pela Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo, a expectativa é de crescimento nos próximos anos.

4. BASE TEÓRICA

4.1 O QUE É VALUATION

A definição do termo *valuation*, originário da língua inglesa, está relacionado à “análise de empresas”. Melhor dizendo, representa todo o processo de análise, através de modelos quantitativos, do qual se estima o valor de uma empresa para assim indicar o retorno de um investimento em suas ações, e por fim determinar o seu preço justo.

Além do conhecimento setorial da empresa analisada, o processo engloba uma parcela de subjetividade determinada pelo analista quando este define as premissas que passará a utilizar em seu modelo. Desta maneira, os resultados são variáveis e refletem uma visão de mercado.

A utilização do método contribui para a tomada de decisão em relação à realização de um investimento, após a comparação do preço de mercado das ações da empresa e o valor obtido no processo de *valuation*.

4.2 O MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O método do Fluxo de Caixa Descontado é um dos instrumentos mais utilizados por analistas para avaliar empresas e precificar um ativo.

Baseado em premissas macroeconômicas, projeta-se a capacidade de geração de caixa futura da companhia trazendo-a valor presente a partir de uma taxa de desconto, que reflete o risco associado ao investimento. Assim, quanto mais arriscada a empresa, maior será a taxa de desconto.

Para calcularmos o valor da empresa pelo fluxo de caixa descontado (Damodaran, 2007) utilizamos a seguinte fórmula:

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

Onde,

n é período de vida do ativo

CF_t é o fluxo de caixa do período t

r é a taxa de desconto que incorpora o custo de oportunidade e todos os riscos associados ao negócio

Existem dois métodos diferentes de fluxo de caixa descontado que podem ser utilizados para valorar uma empresa.

O primeiro é o fluxo de caixa do acionista, ou FCFE, sigla em inglês para *Free Cash Flow to the Equity*, que avalia o caixa gerado pelos recursos aplicados apenas pelos investidores da empresa.

O segundo é o fluxo de caixa da firma ou fluxo de caixa livre, FCFF, sigla em inglês para *Free Cash Flow to the Firm*, que leva em consideração o caixa da firma como um todo, ou seja, tanto o capital gerado por recursos próprios dos acionistas, como o capital de terceiros.

4.2.1 O FLUXO DE CAIXA PARA O ACIONISTA (FCFE)

Contempla o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído aos donos e sócios da empresa, após dedução de todos os gastos e despesas. É o que sobra dos lucros gerados pela empresa após o pagamento de juros aos credores, e é o que de fato está disponível para ser distribuído aos acionistas.

O cálculo do valor da empresa pelo fluxo de caixa descontado para o acionista (Damodaran, 2007) é feito da seguinte forma:

$$Value\ of\ Equity = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF\ to\ Equity_t}{(1 + ke)^t}$$

Onde,

$CF\ to\ Equity_t$ é o fluxo de caixa esperado para o acionista no período t

Ke é o custo do capital próprio

4.2.2 O FLUXO DE CAIXA PARA A FIRMA (FCFF)

É o saldo de caixa disponível após serem feitos todos os pagamentos obrigatórios da empresa.

Esse valor serve para recompensar todos os credores da empresa, desde os acionistas e bancos até qualquer meio de financiamento financeiro que a empresa tenha.

Diferentemente do FCFE que leva os empréstimos e pagamento de juros, o FCFE é calculado antes do pagamento das dívidas da companhia. Portanto, o fluxo de caixa da firma é o caixa que sobra após abatimento dos custos operacionais e dos investimentos realizados.

Nesse caso, a taxa de desconto a ser usada é o custo médio ponderado de capital, ou WACC, sigla em inglês para *weighted average cost of capital*, que é a média ponderada entre o custo de capital de terceiros, ou custo da dívida (K_d) e o custo de capital próprio (K_e).

Sendo assim, para calcularmos o valor da empresa pelo fluxo de caixa descontado para a firma (Damodaran, 2007) utilizamos a seguinte fórmula:

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

Onde,

$CF\ to\ Firm_t$ é o fluxo de caixa projetado para a firma no período t

WACC a taxa de desconto, ou seja, o custo médio ponderado de capital

4.3 A TAXA DE DESCONTO

O WACC, sigla em inglês para *weighted average cost of capital*, como já citado anteriormente, pondera o custo médio dos recursos investidos pelos acionistas e pelos credores e traz o fluxo de caixa a valor presente.

Muitos analistas acreditam que o cálculo dessa taxa é a parte mais desafiadora de toda a análise do valor justo do ativo, visto que por não se tratar de uma ciência exata, não existe uma resposta cientificamente correta.

Sendo assim, a taxa de desconto consiste no lado mais artístico da análise de empresas e da gestão de recursos (Póvoa, 2012).

Para encontrarmos o WACC utilizamos a seguinte fórmula (Damodaran, 2007):

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

Onde,

Ke é o custo do capital próprio

Kd é o custo do capital de terceiros

E é o valor de mercado da companhia, ou Equity

D é o valor de mercado da dívida

t é a alíquota de imposto

4.4 O MODELO DE PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS FINANCEIROS

O CAPM, sigla em inglês para *Capital Asset Pricing Model*, é o modelo utilizado por analistas para calcular a taxa de desconto para o acionista, ou seja, o custo do capital próprio, e tem como objetivo encontrar a relação entre risco e o retorno esperado do investimento.

O cálculo do CAPM é feito da seguinte forma, (Póvoa, 2012):

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

Onde,

RF é a taxa livre de risco, sigla em inglês para *Risk Free*

β mede a sensibilidade do ativo a variações do mercado

RM é o retorno esperado do mercado

O cálculo da sensibilidade do ativo a variações de mercado é feito da seguinte forma, (Damodaran, 2007):

$$\beta_i = \frac{Cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

Onde,

Cov_{im} é a covariância entre o retorno do ativo e do mercado

σ_m^2 é a variação dos retornos do mercado

Sendo assim quanto menor o beta do menos sensível às variações do mercado o ativo será.

5. VALUATION DA COMPANHIA

O *valuation* da Companhia será realizado a partir do método de fluxo de caixa descontado para a firma.

Tal método determina o valor presente da companhia a partir da projeção do fluxo de caixa futuro da empresa que, por sua vez, é descontado por uma taxa que carrega o risco associado à projeção futura.

Com o intuito de projetar o fluxo de caixa dos próximos dez anos da Cia. Hering, foi utilizado como base os dados históricos dos últimos cinco anos da mesma, que foram divulgados pela própria companhia. Portanto, tal avaliação foi realizada com base nos anos de 2014 até 2018, e projetado o fluxo de caixa do ano de 2019 até 2028. A partir de então o crescimento é considerado constante.

5.1 RECEITA

No caso da Cia. Hering a receita é obtida a partir da venda de peças de roupa. Sendo assim, para a projeção da receita bruta, que é o produto da venda de bens e serviços, foi projetado o número de peças que serão vendidos pela companhia nos próximos dez anos.

O número de peças de roupas vendidas é multiplicado então pelo seu preço e o valor total da receita bruta é enfim encontrado.

Foi utilizado um crescimento de 11,53% na projeção do número de peças vendidas pela companhia. Tal percentual é referente ao crescimento obtido no ano de 2018. Já em relação ao preço médio das peças de roupa a premissa utilizada foi a variação do IPCA projetada pelo Banco Central.

PREMISSAS		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
IPCA	% a.a.	3,27%	3,70%	3,76%	3,58%	3,54%	3,54%	3,54%	3,54%	3,54%	3,54%

TABELA 2: IPCA
 FONTE: BANCO CENTRAL, ELABORAÇÃO: AUTOR

Vale destacar que a receita bruta é dividida entre as vendas realizados tanto no mercado interno quanto no mercado externo. Como o volume de vendas em cada mercado não variou muito entre os anos e aparentemente segue sendo em média o mesmo, foi considerado um percentual de 97% da receita bruta para o mercado interno e

3% para o externo. Tais percentuais são referentes aos volumes vendidos em cada mercado no ano de 2018.

RECEITA - R\$ MIL	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Receita Bruta	1.806.814	2.081.046	2.406.881	2.785.343	3.217.723	3.715.788	4.290.947	4.955.134	5.722.129	6.607.846	7.630.661
Mercado Interno	1.757.183	2.023.882	2.340.767	2.708.833	3.129.336	3.613.719	4.173.080	4.819.022	5.564.949	6.426.336	7.421.056
% do Total	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%
Mercado Externo	49.631	57.164	66.114	76.510	88.387	102.068	117.867	136.112	157.180	181.510	209.605
% do Total	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Número de Peças Vendidas	24.168.832	26.955.647	30.063.799	33.530.340	37.396.594	41.708.651	46.517.915	51.881.717	57.863.997	64.536.072	71.977.477
% Variação	11,53%	11,53%	11,53%	11,53%	11,53%	11,53%	11,53%	11,53%	11,53%	11,53%	11,53%
Preço Médio	R\$ 74,76	R\$ 77,20	R\$ 80,06	R\$ 83,07	R\$ 86,04	R\$ 89,09	R\$ 92,24	R\$ 95,51	R\$ 98,89	R\$ 102,39	R\$ 106,01

TABELA 3: RECEITA BRUTA
 FONTE: SITE DA COMPANHIA, ELABORAÇÃO: AUTOR

A receita Líquida é o resultado da subtração da receita bruta pelas deduções referentes a impostos e abatimentos que incidem sobre as vendas da companhia. Para encontrar tal valor, foi considerado um percentual de 15% da receita bruta referente a tais deduções. Esse percentual é exatamente igual ao dos anos de 2017 e 2018.

RECEITA - R\$ MIL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Deduções de Vendas	(279.321)	(267.246)	(307.808)	(356.002)	(411.980)	(475.934)	(549.602)	(634.674)	(732.914)	(846.361)	(977.367)	(1.128.652)
% da ROB	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Receita Líquida	1.562.321	1.539.568	1.773.238	2.050.879	2.373.362	2.741.789	3.166.185	3.656.273	4.222.220	4.875.769	5.630.479	6.502.009

TABELA 4: RECEITA LÍQUIDA
 FONTE: SITE DA COMPANHIA, ELABORAÇÃO: AUTOR

5.2 CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS

O custo dos produtos vendidos se refere ao custo de produção da mercadoria, ou seja, o quanto ela custou para ser fabricada. No caso de peças de roupas esse custo está relacionado ao custo do tecido, mão de obra para costura e outros relacionados à produção.

O custo das mercadorias vendidas pela Cia. Hering, em média, correspondem a um percentual de 49% da receita bruta, que foi utilizado para projetar o custo dos produtos vendidos dos próximos anos.

CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS - R\$ MIL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Custo dos Produtos Vendidos	(872.273)	(883.580)	(1.019.333)	(1.178.933)	(1.364.310)	(1.576.098)	(1.820.059)	(2.101.782)	(2.427.113)	(2.802.801)	(3.236.640)	(3.737.633)
% ROB	47%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%
Lucro Bruto	690.048	655.988	753.905	871.946	1.009.052	1.165.691	1.346.126	1.554.491	1.795.107	2.072.968	2.393.839	2.764.376

TABELA 5: CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS
 FONTE: SITE DA COMPANHIA, ELABORAÇÃO: AUTOR

Ao deduzirmos o custo dos produtos vendidos da receita líquida obtemos então o lucro bruto da companhia.

5.3 DESPESAS

As despesas são todos os gastos necessários para manter a estrutura administrativa da companhia, ou seja, para realizar a manutenção da empresa, e por isso podemos chamá-las de despesas operacionais.

No caso da Cia. Hering as despesas operacionais podem ser divididas em três tipos, são elas: despesas com vendas, despesas gerais e administrativas e outras despesas.

DESPESAS - R\$ MIL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Despesas Operacionais	(457.616)	(427.842)	(492.778)	(569.934)	(659.551)	(761.936)	(879.875)	(1.016.069)	(1.173.344)	(1.354.964)	(1.564.696)	(1.806.892)
Vendas	(338.064)	(353.649)	(407.325)	(471.100)	(545.177)	(629.807)	(727.294)	(839.870)	(969.872)	(1.119.996)	(1.293.358)	(1.493.555)
% ROB	-18%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
Gerais, Administrativas e Rem. dos Administradores	(60.512)	(58.162)	(66.990)	(77.478)	(89.661)	(103.580)	(119.613)	(138.127)	(159.508)	(184.197)	(212.709)	(245.634)
% ROB	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Outras Receitas (Despesas) Operacionais	(59.040)	(16.031)	(18.464)	(21.355)	(24.713)	(28.549)	(32.968)	(38.072)	(43.965)	(50.770)	(58.628)	(67.703)
% ROB	-3%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Lucro Operacional (EBIT)	232.432	228.146	261.127	302.012	349.501	403.755	466.252	538.422	621.763	718.004	829.143	957.484

TABELA 6: DESPESAS
 FONTE: SITE DA COMPANHIA, ELABORAÇÃO AUTOR

No ano de 2018 as despesas com vendas corresponderam a um percentual de 20% da receita bruta da companhia, assim como as gerais e administrativas corresponderam a um percentual de 3% e as outras despesas um percentual de 1%. Sendo assim foi utilizado o mesmo percentual para projetar as despesas dos anos seguintes, visto que entre os anos de 2014 a 2018 eles não variaram de forma relevante.

Sendo assim, foi possível encontrar o lucro operacional bruto da companhia, que corresponde ao lucro bruto menos as despesas operacionais. Tal valor terá grande importância no valor justo da Cia. Hering, já que é diretamente utilizado no cálculo do fluxo de caixa da empresa.

5.4 EBITDA

O lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, ou simplesmente EBITDA, sigla em inglês para *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, é um importante indicador contábil que auxilia na análise da potencial geração de caixa da companhia.

O EBITDA reflete o quanto a companhia pode gerar de recursos na sua atividade operacional e, portanto, é útil para analisar a eficiência da empresa.

A partir do lucro operacional obtido, que é a subtração do lucro bruto pelas despesas operacionais, soma-se os valores referentes a depreciação e amortização obtendo então o EBITDA da companhia.

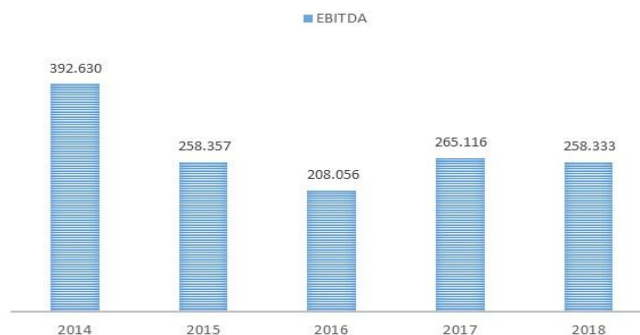


FIGURA 5: EBITDA HISTÓRICO
 FONTE: DADOS DA COMPANHIA, ELABORAÇÃO: AUTOR

A partir de tais valores, calcula-se então a margem EBITDA da Cia. Hering, que nada mais é do que o EBITDA dividido pela receita líquida.

A margem EBITDA é útil para identificar os lucros gerados pelo caixa da companhia; ou seja, a partir dela pode ser analisada a lucratividade operacional da empresa, visto que se pode identificar o quanto de lucro operacional será gerado pela receita obtida.

No caso da Cia. Hering a margem EBITDA foi definida em 17%, valor exatamente igual ao dos anos de 2017 e 2018, mantendo o conservadorismo da análise. A partir de então o valor do EBITDA da companhia foi encontrado por meio da receita líquida, que já havia sido projetada e explicada anteriormente.

EBITDA - R\$ MIL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Lucro Operacional (EBIT)	232.432	228.146	261.127	302.012	349.501	403.755	466.252	538.422	621.763	718.004	829.143	957.484
Depreciação e Amortização	(32.684)	(30.187)	(36.415)	(42.117)	(48.739)	(56.305)	(65.021)	(75.085)	(86.708)	(100.129)	(115.628)	(133.525)
EBITDA	265.116	258.333	297.542	344.129	398.240	460.061	531.272	613.507	708.471	818.133	944.771	1.091.010
Margem EBITDA	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%

TABELA 7: EBITDA
 FONTE: SITE DA COMPANHIA, ELABORAÇÃO: AUTOR

5.5 DEPRECIAÇÃO E AMORTIZAÇÃO

A depreciação representam o quanto um ativo se desgasta ao longo de sua vida útil, ou ainda, o quanto ele perde de valor por conta do desgaste que sofre ao longo do tempo.

No caso da Cia. Hering a depreciação e amortização projetadas para os anos de 2019 a 2028 foram calculadas a partir da subtração entre lucro operacional e o EBITDA, já que para encontrarmos o valor do EBITDA da companhia somamos o lucro operacional ao valor da depreciação e amortização.

DEPRECIÇÃO E AMORTIZAÇÃO - R\$ MIL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Depreciação e Amortização	(32.684)	(30.187)	(36.415)	(42.117)	(48.739)	(56.305)	(65.021)	(75.085)	(86.708)	(100.129)	(115.628)	(133.525)

TABELA 8: DEPRECIÇÃO E AMORTIZAÇÃO
 FONTE: SITE DA COMPANHIA, ELABORAÇÃO: AUTOR

5.6 CAPEX

Capex, sigla em inglês para *capital expenditure*, representa o quanto é gasto com a aquisição ou manutenção do capital da companhia. Tal custo é realizado com a finalidade de manter ou aumentar as atividades operacionais da empresa.

Como a companhia não divulgou detalhadamente como tais gastos foram realizados e com qual finalidade, a projeção dos gastos futuros foi feita apenas corrigindo os valores pela inflação, projetada pelo banco central, e já ilustrada na tabela 3 anteriormente.

CAPEX	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Capex	(58.848)	(49.621)	(51.244)	(53.140)	(55.138)	(57.112)	(59.133)	(61.227)	(63.394)	(65.638)	(67.962)	(70.368)

TABELA 9: CAPEX
 FONTE: SITE DA COMPANHIA, ELABORAÇÃO: AUTOR

5.7 CAPITAL DE GIRO

O capital de giro corresponde aos recursos que ficam armazenados em caixa para que as necessidades financeiras da empresa sejam supridas. Ou seja, é uma reserva de recursos necessários para os negócios da empresa “girarem”.

As principais contas do balanço patrimonial que afetam o capital de giro são, no caso dos ativos, contas a receber de clientes e estoques, e no caso dos passivos os pagamentos realizados a fornecedores. Projetar tais valores é uma tarefa que depende do número de dias que a companhia demora para receber por suas vendas e quantos dias são necessários para pagar seus fornecedores.

Para se obter o prazo médio de recebimento da Cia. Hering divide-se o valor das contas a receber pela receita bruta e multiplica-se por 365. A mesma lógica é adotada para se obter o prazo médio de pagamento, dividindo o valor das contas a pagar pelo custo dos produtos vendidos e multiplicando por 365.

CAPITAL DE GIRO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
ATIVO	817.600	789.983	892.825	1.032.617	1.194.987	1.380.490	1.594.173	1.840.932	2.125.886	2.454.948	2.834.944	3.273.759
Contas a receber de clientes	455.326	459.074	523.849	605.869	701.137	809.978	935.353	1.080.134	1.247.326	1.440.397	1.663.353	1.920.820
	89	91	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
Estoque	349.535	320.142	357.282	413.222	478.198	552.430	637.940	736.685	850.716	982.396	1.134.459	1.310.060
	69	65	63	63	63	63	63	63	63	63	63	63
Outras contas a receber	12.739	10.767	11.694	13.525	15.652	18.082	20.880	24.113	27.845	32.155	37.132	42.880
	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
PASSIVO	135.794	225.408	197.474	228.393	264.306	305.335	352.597	407.175	470.201	542.982	627.029	724.086
Fornecedores	127.172	207.909	185.963	215.080	248.900	287.537	332.045	383.441	442.793	511.332	590.480	681.880
	53	86	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67
Outras contas a pagar	8.622	17.499	11.510	13.313	15.406	17.798	20.552	23.734	27.407	31.650	36.549	42.206
	4	7	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Capital de Giro	681.806	564.575	695.351	804.224	930.681	1.075.155	1.241.576	1.433.757	1.655.685	1.911.966	2.207.915	2.549.674
Variação Capital de Giro	81.764	(117.231)	130.776	108.873	126.458	144.473	166.421	192.181	221.928	256.280	295.949	341.759

TABELA 10: CAPITAL DE GIRO
 FONTE: SITE DA COMPANHIA, ELABORAÇÃO: AUTOR

A partir de então se utiliza a média desses dias de recebimento e pagamento para projetar os valores futuros. O prazo médio foi de 92 dias para contas a receber de clientes, 63 dias para estoques, 2 dias para outras contas a receber, 67 dias para fornecedores e 4 dias para outras contas a pagar.

Ao se fazer a conta inversa a que foi feita para encontrar o número médio de dias encontra-se os valores de cada conta para os anos de 2019 a 2028.

5.8 PERPETUIDADE

A perpetuidade corresponde a quanto a companhia irá gerar de caixa no final dessa análise, ou seja, após 2028. Após o ano de 2028 foi considerado um crescimento constante de 2,43%, valor correspondente ao PIB de longo prazo projetado pelo banco central.

PREMISSAS	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
PIB	% a.a.	0,89%	2,04%	2,52%	2,51%	2,43%	2,43%	2,43%	2,43%	2,43%

TABELA 11: PIB
 FONTE: BANCO CENTRAL, ELABORAÇÃO: AUTOR

5.9 TAXA DE DESCONTO

A taxa de desconto, como o próprio nome já revela, é a taxa que vai trazer o fluxo de caixa projetado a valor presente, indicando então o valor justo da companhia. Tal taxa deve levar em consideração todos os riscos relacionados ao investimento em tal companhia e por conta disso possui participação relevante na análise.

O WACC, sigla em inglês para *Weighted Average Cost of Capital*, ou custo médio ponderado do capital, como já explicado no capítulo anterior, será a taxa de desconto utilizada para descontar o fluxo de caixa da Cia. Hering.

Tal taxa pondera o custo do capital investido pelos acionistas e credores, e portanto, primeiramente é preciso definir qual a participação de cada um na estrutura de capital da companhia.

Como no ano de 2018 a Cia. Hering não apresentava nenhuma dívida a ser paga junto a credores, o percentual de capital próprio é de 100%. Sendo assim será preciso definir apenas o custo de capital próprio, chamado de K_e .

O *Capital Asset Pricing Model*, ou CAPM, é o modelo mais utilizado pelo mercado para definir a taxa de desconto para o acionista. Visto que o investidor deseja receber no mínimo a mesma rentabilidade que teria ao realizar um investimento com risco próximo a zero pelo CAPM o retorno exigido será de: $R_f + \beta (R_m - R_f)$.

O *Risk Free Rate*, ou R_f , foi definido em 6,27% que é a taxa do CDI acumulado nos últimos 12 meses. Tal taxa representa o retorno de um investimento livre de risco. Para o Beta foi considerado um valor de 0,930, proposto por Damodaram⁶ para o setor do varejo, esse valor quantifica o grau de variação de determinado ativo em função da variação de outro ativo⁷, refletindo o quão sensível a ação é a variações de mercado.

Por fim, o prêmio de risco ($R_m - R_f$), que representa o quanto o investidor exige de diferencial sobre o chamado ativo livre de risco para aplicar seus recursos em um

⁶ Ver: < http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html > Acesso em 10 Out. 2019.

⁷ POVOA, A. Valuation: Como Precificar Ações. São Paulo: Campus, 2012. Página 193

investimento de renda variável⁸, foi definido em 6,5%, valor proposto por Alexandre Póvoa em seu livro “Valuation, como precificar ações”, página 210.

O valor obtido para a taxa de desconto foi de 12,32%. A tabela a seguir ilustra os valores utilizados para cada uma das variáveis:

WACC	
Estrutura de Capital	
% Capital Próprio	100%
% Capital Terceiros	0%
Ke	12,32%
Rf	6,27%
Beta	0,930
Rm - Rf	6,5%
Kd	0,00%
WACC	12,32%

TABELA 12: TAXA DE DESCONTO
ELABORAÇÃO: AUTOR

5.10 FLUXO DE CAIXA

O fluxo de caixa projetado para os anos de 2019 a 2018 é ilustrado pela tabela abaixo, e foi calculado com base nas premissas explicadas anteriormente:

FLUXO DE CAIXA LIVREDA FIRMA - R\$ Mil	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBITDA	297.542	344.129	398.240	460.061	531.272	613.507	708.471	818.133	944.771	1.091.010
Impostos	- 88.783	- 102.684	- 118.830	- 137.277	- 158.526	- 183.063	- 211.399	- 244.122	- 281.909	- 325.545
Alíquota imposto	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
Variação do Capital de Giro	130.776	108.873	126.458	144.473	166.421	192.181	221.928	256.280	295.949	341.759
Capex	- 51.244	- 53.140	- 55.138	- 57.112	- 59.133	- 61.227	- 63.394	- 65.638	- 67.962	- 70.368
FCFF	288.291	297.178	350.730	410.146	480.035	561.398	655.605	764.654	890.849	1.036.856
Valor Presente do Fluxo de Caixa	256.681	235.581	247.548	257.743	268.586	279.669	290.789	301.969	313.231	324.594
Valor Presente da Perpetuidade										3.363.499

TABELA 13: FLUXO DE CAIXA
FONTE: SITE DA COMPANHIA, ELABORAÇÃO: AUTOR

⁸ POVOA, A. Valuation: Como Precificar Ações. São Paulo: Campus, 2012. Página 206

5.11 VALOR DA AÇÃO

WACC	12,32%
Perpetuidade	2,43%
VP do Fluxo Operacional	2.776.392
VP da Perpetuidade	3.363.499
Firm Value	6.139.892
Dívida LP+CP	-
Dívidas Previdenciárias e Fiscais	(23.486)
Outros ajustes	(64.363)
Caixa	320.540
Equity Value	6.372.583
Nº Ações	162.534
Valor da Ação (R\$/ação)	39,21

FIGURA 6: VALOR DA AÇÃO
 FONTE: SITE DA COMPANHIA, ELABORAÇÃO: AUTOR

O valor justo da ação foi definido portanto, com base nas premissas apresentadas, em R\$ 39,21. Tal valor é calculado dividindo o valor justo da companhia, que nesse caso é de R\$ 6.372.583 mil pelo número total de ações em circulação. Atualmente as ações da Cia. Hering estão sendo negociadas por R\$32,06⁹ indicando então a possibilidade de uma potencial valorização.

⁹ Segundo fechamento do dia 29 de Nov. de 2019

6. CONCLUSÃO

Conforme apresentado no capítulo anterior, o valor justo das ações da Cia. Hering foi definido em R\$ 39,21. Tal valor, se comparado com o preço em que as ações estão sendo negociadas atualmente representa uma potencial valorização de 22,3%.

Portanto, é possível concluir que o investimento nas ações companhia pode ser lucrativo visto que a perspectiva é de valorização, indicando o momento ideal para compra do ativo em questão.

7. BIBLIOGRAFIA

AGÊNCIA DE NOTÍCIAS IBGE. Disponível em: <<https://agenciadenoticias.ibge.gov.br>> Acesso em: 03 Out. 2019

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/>> Acesso em: 25 Set. 2019

BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/> Acesso em 25 Set. 2018

CIA. HERING. Disponível em: <<https://www.ciahering.com.br/novo/>> Acesso em: 25 Set. 2019

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>> Acesso em 25 Set. 2019

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

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

ECONOMIA UOL. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br>> Acesso em 04 de Out. 2019

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

SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO. Disponível em: <<http://sbvc.com.br/>> Acesso em 20 Set. 2019