

AVALIAÇÃO DA HERING S.A.

HERING S.A. VALUATION

Recebido em: 15/01/2017 • Aprovado em: 24/03/2017

Avaliado pelo sistema double blind review

Editora Científica: Claudia Stadtlöber

10.13058/raep.2017.v18n2.545

ROBERTO JUN FUKUZAWA *rfjun@hotmail.com*

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE ADMINISTRAÇÃO

RICARDO GOULART SERRA

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO

RESUMO

O caso apresenta o estudo sobre as decisões reais de investimento e de avaliação de empresa. A Hering S.A. é uma empresa de vestuário listada na *BM&FBovespa*. Por meio de informações públicas e artigos de jornais detalhados no texto, este caso (i) permite que os alunos analisem as decisões de investimento tomadas pelos grandes investidores que adquiriram ações ordinárias da empresa, ao mesmo tempo que (ii) oferece ao aluno o desafio de formular as premissas necessárias para avaliar a empresa com base em informações públicas como demonstrações contábeis, indicadores macroeconômicos e outras variáveis de mercado. O resultado obtido pelo aluno poderá ser confrontado na sala de aula para possível discussão sobre (i) as premissas utilizadas e (ii) os preços das ações calculados. Esta discussão pode explicitar os vieses decorrentes da motivação dos avaliadores na medida em que diferentes premissas podem ter sido adotadas e motivadas por diferentes interesses (comprador, vendedor etc.).

Palavras-Chave: Caso de ensino; Avaliação de empresas; Fluxo de caixa descontado; Hering.

ABSTRACT

The case studies real investment decisions and firm valuation. Hering S.A is a textile and retail clothing company listed in BM&FBovespa stock exchange. This case, based on newspaper articles and public information detailed in the text, (i) enables the students to analyze the real investment decisions taken by investors that bought Hering's stocks and at the same time (ii) challenges the students to formulate assumptions to value the firm based on public information such as: financial statements, macroeconomic indicators and other market variables. The result obtained by the students can be confronted in the classroom for further discussion about (i) the assumptions used and (ii) the stock prices calculated. Such discussion can explicit the biases arising from the motivation of the evaluators considering that different assumptions may have been adopted based on different interests (buyer's, seller's etc.).

Keywords: *Teaching case; Firm valuation; Discounted cash flow; Hering.*

INTRODUÇÃO

Em 17 de janeiro de 2016, domingo, o Sr. Fábio Hering, CEO, quinta geração da família que comanda a empresa que leva o mesmo sobrenome, reunia-se com o diretor-financeiro e de relações e investidores da empresa, Sr. Frederico Oldani. O encontro tinha como objetivo revisar o desempenho preliminar (não auditado) de vendas da empresa no quarto trimestre de 2015, pois seria anunciado ao mercado no dia seguinte. Nesses encontros, havia sempre um misto de expectativa e apreensão, pois se especulava como o mercado reagiria a tais informações e qual seria o impacto desta reação no preço da ação. Como havia imaginado, o desempenho da empresa, ao longo de 2015, não tinha sido dos melhores. Sabia que 2016 seria ainda mais desafiador, pois a situação econômica do país havia piorado e não seria trivial fazer a empresa crescer novamente. Mas confiava nos pontos fortes da empresa e no plano de recuperação detalhado na entrevista concedida à revista norte-americana *Forbes Brasil*, um mês antes.

Na sua gestão, o faturamento da companhia apresentou um expressivo crescimento de 117% (de R\$876 milhões, quando assumiu em 2009, para R\$1.900 milhões, em 2015), por meio do *slogan* “Vestindo a Vida”. Entretanto, tal modelo de negócio apresentava sinais de esgotamento. A entrada de novos concorrentes e a pior crise econômica que assolava o país começavam a refletir negativamente nos indicadores financeiros da empresa. Já em 2014, a empresa registrara um crescimento negativo da sua receita bruta nominal. Não bastasse a conjuntura externa à empresa, havia, também, os erros operacionais internos dando origem às primeiras queixas dos franqueados insatisfeitos. A ação da empresa, que chegou a valer R\$46,83 no dia 3 de maio de 2012, tinha fechado, o ano de 2015, a R\$14,65.

Apesar dos contratemplos, o Sr. Fábio sentia-se animado. Afinal, vestiam a mesma camisa que ele (i) o Sr. Pedro Moreira Salles (banqueiro), que, por meio da *Cambuhy*, havia adquirido, em setembro de 2015, 6,10% do capital da Hering; e (ii) o Sr. Armínio Fraga (ex-presidente do Banco Central), que, por meio da *Gávea Investimentos*, havia adquirido, em dois momentos (agosto e dezembro de 2015), 10% do capital da empresa, fatias

que asseguravam a ambos a presença no Conselho de Administração da empresa.

Diante da alta volatilidade do preço das ações da companhia, do excelente histórico, com exceção dos últimos 2 anos, e da demonstração de confiança por meio da aquisição de relevantes participações de ações de dois renomados investidores, o Sr. Fábio perguntava-se qual seria o preço da ação da Hering?

CONHECENDO A EMPRESA

A Hering, criada pelos irmãos Bruno e Hermann Hering, em 1880, na cidade de Blumenau, é uma empresa multinacional brasileira de confecção e comercialização de vestuário. Hoje, ela é uma das empresas mais antigas em atividade no Brasil e, ao mesmo tempo, a maior rede de franquias de vestuários do Brasil, distribuídas em mais de 800 lojas, 18.000 varejistas multimarcas e três redes de franquias distintas. Em 2015, a empresa apresentou um faturamento de R\$1,9 bilhão.

Ao longo dos seus 135 anos de existência, a empresa passou por diversas fases e ciclos econômicos. Em 1966, no auge de sua expansão e consolidação no setor de vestuário de multiclasse, começou a exportar visando à diversificação do mercado. Em 1979, com o lançamento da marca infantil *PUC*, entrou no mercado das classes A e B e, em 1993, ingressou no mercado de varejo, com a abertura da primeira loja *Hering Family Store*. Em 1998, adquiriu a marca *Dzarm*, entrando na moda feminina das classes A e B. A partir de 2003, concentrou-se na reestruturação financeira e operacional para ingressar no segmento Novo Mercado da *BM&FBovespa*, com o propósito de expansão e fortalecimento da marca Hering. Como resultado dessa nova estratégia, lançou a marca *Hering Kids*, em 2010, e a marca *Hering for You*, em 2014.

As cinco marcas da empresa (*Hering*, *Hering Kids*, *Hering for You*, *PUC* e *Dzarm*) são representadas por uma identidade de fácil leitura e reconhecimento visual. A gestão de marca está centrada em quatro pilares: estilo, *merchandising*, comunicação e definição da estratégia de apresentação da nova coleção na loja. Desta forma, o planejamento, a criação, a comunicação com o consumidor e a padronização do ponto de venda são pensados a partir do posicionamento de cada marca, a fim de evitar o processo de canibalização entre elas.

O processo produtivo e a distribuição são suportados por (i) onze unidades fabris (cinco em Santa Catarina, cinco em Goiás e uma no Rio Grande do Norte) responsáveis pela produção, beneficiamento e corte de malha, confecção e acabamento de peças, (ii) dois centros de distribuição

(um em Santa Catarina e um em Goiás) e (iii) dois escritórios (um em São Paulo e um em Santa Catarina).

O modelo de crescimento e de distribuição está centrado no sistema de franquias e nas lojas multimarcas. Em 2015, 89% das lojas eram franquias e 11% eram lojas próprias. Além do mercado brasileiro, a empresa está presente também no Uruguai, no Paraguai, na Bolívia e na Venezuela, por meio de 17 lojas franqueadas que representam 2,3% do faturamento.

CONHECENDO O MERCADO

O Brasil tem a quinta maior indústria têxtil e está entre os oito maiores mercados consumidores do mundo. É mais de 1,5 milhão de empregos diretos, de acordo com os dados da Associação Brasileira de Indústria Têxtil e de Confecção (ABIT). Apenas o estado de Santa Catarina, onde está a sede da Hering, concentra 15,4% dos produtores da cadeia têxtil brasileira.

Segundo dados do *Euromonitor*, o setor varejista de vestuário movimentou, em 2015, R\$93 bilhões, representando 2,5% do PIB de serviços do Brasil. Nos últimos 10 anos (2006 a 2015), o setor apresentou crescimento médio anual de 6,3%, impulsionado pela elevação da renda e pelo aumento do crédito para o consumo, principalmente, das classes C e D. Entretanto, com a deterioração do cenário político-econômico do país, o setor vem enfrentando queda no faturamento, fechamento de lojas e, em alguns casos, redução no quadro de funcionários. De acordo com os dados da ABIT, o faturamento do varejo de vestuário caiu 8,0%, em 2015, com expectativa de queda nominal de 4,8% em 2016.

Nenhuma das cinco maiores companhias de vestuário de médio padrão instaladas no Brasil possui *market share* superior a 10%. Além da concorrência com as grandes redes internacionais e das importações chinesas, não existem barreiras de entrada para novos entrantes. Esses fatores tornam o setor de vestuário, no Brasil, bastante fragmentado. O setor de vestuário de alto padrão (*premium*), também bastante fragmentado, possui uma limitada presença de competidores internacionais e ampla dominância de empresas nacionais. As duas maiores empresas do segmento “*premium*” são as empresas *Restoque* (*Li Lis Blanc Deux, Bo.Bô Bourgeois, Boheme, John, Noir e Le Lis*) e *Inbrands* (*Ellus, Richards, VR Menswear, Ellus 2nd, Floor, Salinas, Alexandre Herchcovitch, VR Kids, Mandi, Selaria, Bobstore e Tommy Hilfiger*). A presença de multinacionais nesse nicho é restrita por diversos motivos, entre eles: (i) relacionamento e espaço disponíveis nos *shopping centers*, (ii) dificuldades logísticas e de distribuição, (iii) risco cambial e questões fiscais e (iv) calendário de coleção invertido em relação ao hemisfério norte.

POSICIONAMENTO E ESTRATÉGIA DE VENDA DA HERING

Entre as grandes redes varejistas do setor de vestuário, a Hering ocupa a oitava posição pelo critério de faturamento. Do ponto de vista de posicionamento de mercado, a Hering, por meio de suas cinco marcas, tem representatividade em todas as classes e grande capilaridade a partir de suas 840 lojas e 18.228 lojas multimarcas. As principais características de cada uma das marcas são apresentadas a seguir:

1. *Hering* – representada por seus dois peixinhos, a marca faturou R\$1,42 bilhão em 2015, representando 76,2% do faturamento total da empresa. A marca (i) oferece vestuário básico e de moda com foco em artigos casuais e esportivos, (ii) possui uma ampla aceitação em diversas classes sociais e faixas etárias em decorrência da oferta de produtos com boa relação custo *versus* benefício e (iii) conta com uma boa capilaridade por meio de lojas multimarcas e 653 lojas (57 lojas próprias e 596 franquias) presentes nos principais *shopping centers* do Brasil.
2. *Hering Kids* – voltada para o público infantil, a marca registrou um faturamento de R\$200 milhões em 2015, ou 10,5% do faturamento total. Oferecendo vestuário básico infantil, segue a mesma estratégia de posicionamento da marca *Hering*. Possui 93 lojas (13 lojas próprias e 80 franquias), além das lojas multimarcas.
3. *PUC* – marca *premium* criada em 1979 e voltada para o público infantil, apresentou um faturamento de R\$130 milhões em 2015, ou 6,8% do faturamento total. Possui 72 lojas (8 lojas próprias e 64 franquias).
4. *Hering for You* – voltada ao público feminino, oferece moda casual para o público jovem. A marca foi criada em 2014, como uma das grandes apostas para diversificação do portfólio. A marca conta com 3 lojas próprias em São Paulo.
5. *Dzarm* – marca feminina *premium* adquirida em 1998, da *M. Officer*, representa 4,3% do faturamento total da empresa, ou R\$82 milhões em 2015. Está presente em todo território nacional por

meio de suas 2.000 lojas multimarcas. É uma das grandes apostas da empresa para diversificação do portfólio.

O sistema de franquias e lojas multimarcas representa 83,9% do faturamento da empresa, seguido por lojas próprias que representam 13,9%. O comércio eletrônico, apesar de apresentar um crescimento médio de 16,9% a.a., ainda, representa apenas 1,7% do total.

O grande número de clientes multimarcas (18.228 lojas) garante a distribuição da marca em todo o território nacional, incluindo cidades pequenas onde o sistema de franquia não está disponível. O sistema de franquia, por sua vez, está localizado preferencialmente em *shopping centers*, ou, na falta deles, em áreas nobres de comércio nas cidades com população superior a 70 mil habitantes. O investidor interessado em abrir uma loja da rede terá de desembolsar, em média, R\$812 mil, R\$665 mil e R\$509 mil, para as redes *Hering Store*, *Hering Kids* e *PUC*, respectivamente. Mensalmente, é cobrada uma taxa (*royalties* e taxa de propaganda) que varia de 4,5% a 6,0%, embutida no valor da compra mensal da unidade franqueada. Sendo assim, a expansão da marca depende da existência de investidores, predominantemente pessoa física, com perfil empreendedor, com recurso disponível e que aceite as taxas de franquia e os riscos inerentes ao negócio. Questões burocráticas podem dificultar ainda mais os futuros empreendedores, tendo em vista que, de acordo com a pesquisa *Doing Business 2015 (Endeavor Brasil)*, o tempo médio para abertura de uma empresa no Brasil é de 129 dias, variando de 24 dias em Uberlândia (MG) até 304 dias em Caxias do Sul (RS). Este tempo é de, a título de comparação, 6,3 dias no México, 5,5 dias no Chile e 28,4 dias na Índia. Outros indicadores, como tempo médio para regularização do imóvel (153 dias) e taxa de congestionamento dos tribunais (71,4%), contribuem ainda mais para dificultar os empreendedores no Brasil.

Pelas características do setor e pelo modelo de negócio do comércio varejista, as lojas (multimarcas e franquias) possuem uma concentração em *shopping centers*. Portanto, uma rede de franquia consolidada como a *Hering Store*, que já tem forte presença nos principais *shopping centers*, no Brasil,

apresenta certa dificuldade de crescimento, ficando condicionada à abertura de novos *shopping centers*. Já as redes de franquias *Hering Kids* e *PUC* revelam alto potencial de crescimento em *shopping centers*, dentro do seu nicho infantil e infantil *premium*, respectivamente.

De acordo com o levantamento da Associação Brasileira de *shopping centers* (ABRASCE), o Brasil encerrou o ano de 2015 com 528 *shopping centers*, movimentando R\$151,5 bilhões e tendo 444 milhões de visitas/mês, números que, em 2009, eram de 392 *shopping centers*, R\$74 bilhões de faturamento e 328 milhões de visitas/mês. As regiões Sul e Sudeste concentram 71,0% dos empreendimentos. Para 2016, de acordo com a ABRASCE, estava previsto o lançamento de 30 novos *shopping centers* no Brasil. Ainda de acordo com a entidade, a confiança dos empresários do setor *shopping centers*, em curto prazo, é pouco otimista (para 44,5% dos empresários, o Brasil vai piorar até o final de 2016). Por sua vez, a expectativa é de melhora a partir de 2017 (64,9% dos empresários enxergam melhorias a partir de 2017).

A ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO E OS ERROS OPERACIONAIS

Quando o Sr. Fábio assumiu o comando da empresa, em 2009, o seu faturamento bruto era de R\$876 milhões, tendo atingido R\$1.900 milhão, em 2015 (aproximadamente 13,8% de crescimento ao ano). O número de lojas franqueadas passou de 236, em 2009, para 596, em 2015, o que correspondeu a um crescimento de 157% na área de vendas. Esse crescimento é explicado pela estratégia de posicionamento da empresa, fazendo a transição de uma empresa industrial para uma empresa voltada para varejo. A empresa foi capaz de acompanhar as tendências de moda e explorar fortemente o posicionamento das marcas *Hering*, *Hering Kids*, *Hering for Yor*, *PUC* e *Dzarm*. Outro ponto que explica o crescimento no período é o forte plano de expansão da rede por meio de franquias. Uma pesquisa realizada pela empresa, em 2014, indicou que 88% dos franqueados estavam satisfeitos.

Nesse mesmo período, a empresa ganhou importantes reconhecimentos no setor de vestuário: (i) empresa que melhor se comunica com jornalistas (2012), (ii) a melhor franquia do Brasil (2012 e 2013), (iii) marca *Top of Mid* (2012 a 2014) e (iv) marca mais amada do Brasil (2014 e 2015).

Esta notável melhora nos números da operação fez com que o preço das ações da empresa chegasse ao pico de R\$46,83, em 3 de maio de 2012, tendo saído de R\$2,35, em 2 de janeiro de 2009, contabilizando notável 1.893% de valorização em pouco mais de três anos. Nesse mesmo período, o índice da *BM&FBovespa* (Ibovespa) valorizou 54% (saindo de 40.244 para 62.104 pontos).

O acirramento da concorrência, a deterioração do cenário macroeconômico e o esgotamento do modelo de negócio da empresa refletiram na estabilidade do faturamento em 2014 (queda de 0,4% em relação ao ano anterior) e na queda desse em 2015 (queda de 5,5%). A alta do dólar começou, gradativamente, a impactar no custo da produção, levando a margem bruta a 41,1% (50,6% em 2010). Internamente, erros operacionais, tais como atrasos na reposição de mercadorias, dificuldades em atender à demanda e elevados preços para peças de entrada estavam afugentando a

clientela. Surgiram as primeiras queixas dos franqueados insatisfeitos com a demora em ações corretivas para contornar os problemas.

O preço das ações, então, despencou para R\$28,95 no final de 2013, não obstante o bom faturamento da empresa naquele ano, mas, possivelmente, antecipando a piora nas expectativas. A queda do preço continuou em 2014, fechando o ano em R\$19,15. Considerando o pico de R\$46,83, em maio de 2012, a queda foi de quase 60% em pouco mais de dois anos e meio. Em 2015, a ação desvalorizou 23,3%, fechando o ano em R\$14,65.

A ENTREVISTA

No dia 3 de dezembro de 2015, o Sr. Fábio Hering recebeu, no seu escritório, a jornalista da *Forbes Brasil*. Antes, porém, anotou os principais pontos que acreditava serem aqueles que chamariam atenção dos grandes investidores, além de outros pontos que poderiam ser mencionados no relatório anual da empresa, em 2015. Enquanto fazia as anotações, lembrava de uma outra entrevista concedida para a revista *Época Negócios*, dois anos antes, quando encerrou a entrevista com a seguinte frase: “Somos uma empresa que tem uma família no comando, sem ser uma empresa familiar. O investidor gosta disso”. Essa frase fazia total sentido para o momento que estava enfrentando. Sentia-se um pouco confortado ao pensar que não estava sozinho. Havia, também, a confiança depositada pelo Sr. Pedro Moreira Salles e pelo Sr. Armínio Fraga e a expectativa de que ambos ajudariam no processo para fazer a empresa crescer novamente. Os principais pontos abordados na entrevista foram:

ATRATIVIDADE DO SETOR E DA EMPRESA

1. Estrutura de capital robusta – “*Hoje, a companhia tem uma bela estrutura de capital, não tem endividamento algum e ainda conta com um caixa de R\$200 milhões, mesmo distribuindo dividendos*”. Sendo assim, a empresa possui capacidade para financiar seus investimentos com recursos internos.
2. O peso da marca – “*Como ativo, a marca é muito forte. Nosso awareness (reconhecimento) é de 98%*”.
3. A harmonia da família – A Hering tem um histórico sem disputas familiares, mesmo com 135 anos de existência.
4. A qualidade do Conselho de Administração – Composto por profissionais renomados do mercado.
5. As características do setor vestuário – O mercado brasileiro é grande e bastante fragmentado, o que confere à Hering vantagem competitiva do ponto de vista de posicionamento e capilaridade.

PLANO DE RECUPERAÇÃO

1. Pesquisa e Desenvolvimento – Criação da área de P&D para aumentar a capacidade de inovação visando à criação e ao desenvolvimento de tecidos melhores, como, por exemplo, uma malha apropriada para prática de atividades esportivas. De acordo com a empresa, a coleção verão 2017 já apresentará melhorias na qualidade do material. Tais melhorias permitem o lançamento de novos produtos com maior valor agregado, aumentando a rentabilidade do produto.
2. Produção – A inauguração da sua mais nova e moderna fábrica no estado de Goiás, onde concentrará várias etapas do processo produtivo, com isso, aumentando a eficiência produtiva. Além disso, a expansão da capacidade produtiva reduzirá a dependência de produtos importados em 10% (de 35% para 25% da produção). Essa flexibilidade permitirá à empresa reduzir a sua exposição cambial dos produtos importados em períodos de alta do dólar.
3. Logística e Sistema – A modernização da estrutura logística e a implantação do SAP permitirão melhor controle de estoque e abastecimento das lojas. A nova estrutura permitirá o abastecimento de acordo com a capacidade de venda de cada loja, evitando abastecimento excessivo e obrigando o lojista a vender o produto excedente em liquidação. O menor nível de atividade promocional das franquias favorecerá a rentabilidade do canal.
4. Gestão das Marcas – Por sua vez, a empresa visa reduzir continuamente a dependência da marca *Hering* para 50% do total de faturamento, atualmente em 75%. Como estratégia de diversificação, a empresa apostará na expansão de outras marcas, como, por exemplo, *PUC* e *Dzarm*, e também estuda novas aquisições para acelerar a expansão e o fortalecimento do portfólio da empresa.
5. Ponto de venda – Até o final de 2016, está prevista a reforma de aproximadamente cem lojas de franquias e todas as lojas próprias. O total de investimento previsto é de R\$10 milhões. A ação de modernização do *layout* das lojas visa ao fortalecimento da mar-

ca, à aproximação ainda maior do consumidor e à melhoria da *performance* das vendas nas lojas. A empresa aposta, também, na expansão da área de *e-commerce*, seguindo a tendência mundial.

A PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DAS FIRMAS DE *PRIVATE EQUITY*

Duas firmas de *Private Equity* têm representantes no Conselho de Administração da empresa: a *Gávea Investimentos* e a *Cambuhy Investimentos*. A *Gávea Investimentos* adquiriu as ações em 2 momentos, atingindo 10% da participação acionária da empresa: 13 de agosto de 2015 (a R\$11,16) e 11 de dezembro de 2015 (a R\$15,59). A *Cambuhy Investimentos* comprou 6,10% de participação em 22 de setembro de 2015 (a R\$12,36).

A *Gávea Investimentos* é uma gestora independente de recursos financeiros de terceiros, fundada em 2003, pelo Sr. Armínio Fraga e pelo Sr. Luiz Henrique Fraga. Suas atividades de investimentos estão concentradas nos Fundos Multimercados e Fundos de *Private Equity*. O valor patrimonial do fundo é de aproximadamente R\$15 bilhões em 2015. O investimento na *Hering* representa 1,2% do total do patrimônio do fundo.

A *Cambuhy Investimentos* é um fundo de investimento constituído em 2011, pelo Sr. Pedro Moreira Salles e pelo Sr. Marcelo Pereira Lopes de Medeiros. O valor patrimonial do fundo é de aproximadamente R\$830 milhões em 2015. O investimento na *Hering* representa 12,2% do total do patrimônio do fundo.

FAZENDO AS CONTAS – AFINAL QUANTO VALE A AÇÃO DA EMPRESA?

Após a nova aquisição de ações por parte da *Gávea Investimentos*, em dezembro de 2015, o Sr. Fábio lhe chamou, na condição de assessor especial da presidência, para produzir uma avaliação da *Hering* (HGTX3). O trabalho deve ser apresentado até o final de janeiro de 2016, pois existem rumores de que a *Gávea Investimentos* estaria planejando fazer novas aquisições de ações da *Hering* em 2016, e que, por enquanto, estaria apenas aguardando a divulgação do resultado auditado de 2015.

Como assessor especial da presidência, você tem acesso aos números preliminares da empresa para 2015, que devem ser anunciados somente em fevereiro, após auditoria. Recém-ingressado na empresa, você ficou bastante animado com a confiança depositada no seu trabalho, na oportunidade de conhecer a fundo a empresa e na visibilidade interna que teria com essa importante missão.

Você reuniu as informações que estão no Anexo I, além de ter discutido algumas premissas com os principais diretores da empresa:

Receita – para 2016, seguirá o entendimento de queda nominal projetada pela ABIT, de 4,8%. Em 2016, manterá a marca *Hering* como responsável por 75% do faturamento. No entanto você projetará a participação da marca *Hering* caindo para 50% do faturamento em 2020, conforme o item Gestão das Marcas detalhado em Plano de Recuperação. Este rebalanceamento dar-se-á a partir do crescimento das demais marcas conforme oportunidades de crescimento vislumbradas pela empresa. Dada a alta penetração das lojas da marca *Hering* em *shopping centers*, a sua receita, a partir de 2017, não apresentará crescimento real (crescerá apenas a reposição da inflação).

Margem Bruta – as expectativas de melhorias operacionais e menor dependência de matéria-prima importada levam-no a acreditar em uma recuperação da margem bruta em 2020, de volta ao patamar de 2010.

CAPEX – poderá ser endereçado de duas formas: (i) a partir da relação CAPEX/Receita Líquida ou (ii) a partir do giro de ativo fixo (Receita Líquida/Ativo Fixo Líquido), ambos os índices baseados nos anos históricos.

Outras – (i) despesas com vendas serão tratadas como despesas variáveis, (ii) despesas gerais e administrativas serão tratadas como despesas fixas (“*pero no mucho*”) e (iii) contas do capital de giro líquido serão projetadas a partir dos índices financeiros (por exemplo, dias de recebíveis).

Valor residual – será estimado a partir de uma perpetuidade, calculada por meio de um fluxo de caixa base normalizado (CAPEX para igualar a depreciação) e de um crescimento igual ao da inflação, o que reflete o entendimento de que o crescimento não agregará valor.

Número de ações – 163,8 milhões.

Empolgado com a importante tarefa que lhe foi confiada, você deseja começar logo a montar o seu modelo de avaliação.

ANEXO I

Quadro 1 Portfólio da *Hering* e posicionamento da marca

				
Vestuário básico	Feminino/ Adulto Moda casual	Vestuário básico infantil	Moda infantil <i>Premium</i>	Feminino <i>Premium</i>
Classes A, B e C	Classes A e B	Classes A, B e C	Classes A e B	Classes A e B

Fonte: Adaptada pelos autores com base no Relatório Anual da *Hering* de 2015

Tabela 1 Demonstrativo de Resultado da *Hering* (histórico)

Demonstrativo de Resultados	2010	2011	2012	2013	2014	2015
(=) Receita Bruta	1.235,2	1.647,3	1.793,6	2.019,4	2.011,1	1.900,1
Mercado Interno	1.214,0	1.625,9	1.766,5	1.987,6	1.976,0	1.857,3
<i>Hering</i>	941,1	1.243,0	1.335,3	1.495,7	1.482,6	1.415,0
% Mercado Interno	77,5%	76,4%	75,6%	75,3%	75,0%	76,2%
Demais Marcas	272,9	382,9	431,2	491,9	493,4	442,3
% Mercado Interno	22,5%	23,6%	24,4%	24,7%	25,0%	23,8%
Mercado Externo	21,2	21,4	27,1	31,8	35,1	42,8
(-) Deduções	(221,6)	(294,1)	(302,3)	(339,7)	(332,7)	(311,2)
% Deduções	17,9%	17,9%	16,9%	16,8%	16,5%	16,4%
(=) Receita Líquida	1.013,6	1.353,2	1.491,3	1.679,7	1.678,4	1.588,9
(-) CPV	(500,5)	(683,5)	(795,2)	(903,0)	(923,6)	(935,5)
(=) Resultado Bruto	513,1	669,7	696,1	776,7	754,8	653,4
Margem Bruta	50,6%	49,5%	46,7%	46,2%	45,0%	41,1%
(-) Despesas com Vendas	(170,1)	(212,5)	(243,0)	(262,0)	(292,1)	(318,5)
% Receita Líquida	16,8%	15,7%	16,3%	15,6%	17,4%	20,0%
(-) Despesas Gerais e Adm.	(33,0)	(37,1)	(43,0)	(53,2)	(53,3)	(54,1)
(+/-) Outras	(10,0)	3,2	1,0	(5,5)	(12,7)	(17,9)
(=) EBITDA	300,0	423,3	411,1	456,0	396,7	262,9
Margem EBITDA	29,6%	31,3%	27,6%	27,1%	23,6%	16,5%
(-) Depreciação	(23,1)	(29,3)	(34,3)	(34,0)	(38,6)	(47,2)
(=) Resultado Operacional	276,9	394,0	376,8	422,0	358,1	215,7
Margem Operacional	27,3%	29,1%	25,3%	25,1%	21,3%	13,6%
(+) Receita Financeira	10,1	29,7	37,3	28,8	34,3	39,5
(+/-) Outras não Operacional	(23,4)	(28,8)	(3,7)	(17,1)	(0,7)	-
(=) LAIR	263,6	394,9	410,4	433,7	391,7	255,2
(-) IR	(51,5)	(97,5)	(99,5)	(115,6)	(72,7)	26,0
(=) Lucro Líquido	212,1	297,4	310,9	318,1	319,0	281,2

Fonte: Adaptada pelos autores com base no Relatório Financeiro da *Hering*

Nota: para o ano findo em 31/12, em R\$ milhões.

Tabela 2 Abertura do Custo do Produto Vendido (CPV)

CPV	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Total	-	(683,5)	(795,2)	(903,0)	(923,6)	(935,5)
Matéria-prima	-	(415,6)	(468,8)	(563,1)	(580,2)	(575,5)
Salários e encargos	-	(124,1)	(155,5)	(153,2)	(161,8)	(163,9)
Mão de obra	-	(110,5)	(132,5)	(148,5)	(141,9)	(148,9)
Energia	-	(7,0)	(8,6)	(7,7)	(6,9)	(10,9)
Outros Custos	-	(26,3)	(29,8)	(30,5)	(32,8)	(36,3)

Fonte: Adaptada pelos autores com base no Relatório Financeiro da *Hering*

Nota: para o ano findo em 31/12, em R\$ milhões.

Tabela 3 Desempenho operacional da *Hering Store*

Desempenho <i>Hering Store</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Área de Vendas (m ²)	44.815	57.507	70.899	82.350	87.426	91.356
Peças por Atendimento	2,23	2,13	2,17	2,09	2,08	2,09
Preço Médio (R\$)	40,21	45,89	45,88	52,07	53,84	54,54

Fonte: Adaptada pelos autores com base no Relatório Financeiro da *Hering*

Nota: para o ano findo em 31/12.

Tabela 4 Balanço Patrimonial da *Hering* (histórico)

Balanço Patrimonial	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo	906,0	1.108,1	1.182,3	1.298,5	1.432,2	1.472,6
Caixa e Equivalentes	115,9	200,8	194,5	141,8	191,7	115,7
Contas a Receber	314,4	373,4	439,9	495,0	521,2	511,6
Estoque	190,4	221,5	211,0	295,6	297,0	318,3
Impostos a Compensar	15,2	22,5	22,4	17,0	17,4	47,2
Outras	2,1	0,6	0,4	0,4	0,6	1,0
Impostos Diferidos	18,0	21,2	18,5	16,4	14,3	39,6
Imobilizado Bruto	343,0	389,1	449,6	518,3	607,0	698,2
Depreciação Acumulada	(93,0)	(121,0)	(154,0)	(186,0)	(217,0)	(259,0)
Passivo	906,0	1.108,1	1.182,3	1.298,5	1.432,2	1.472,6
Empréstimos e Financiamentos	53,9	34,9	24,7	24,4	23,4	1,3
Contas a Pagar	134,8	131,7	162,4	160,3	180,8	162,9
Salários e Encargos a Pagar	26,7	41,0	55,3	46,1	51,0	56,6
Impostos a Pagar	63,1	96,3	72,9	78,3	38,7	28,7
Dividendos/JCP a Pagar	14,9	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6
Provisões ¹	41,0	45,5	33,8	39,7	32,3	33,9
Incentivos Fiscais ²	43,8	47,4	48,9	42,3	29,3	14,6
Patrimônio Líquido	527,8	710,9	783,9	906,9	1.076,1	1.174,0

Fonte: Adaptada pelos autores com base no Relatório Financeiro da *Hering*

Nota: para o ano findo em 31/12, em R\$ milhões.

¹ Provisões para processos trabalhistas, cíveis, tributária, despesas comerciais e administrativas.

² Obrigações pela fruição de benefícios fiscais.

Tabela 5 Gastos com CAPEX

CAPEX	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Planta	48,6	22,3	33,4	34,6	35,2	48,3
Lojas	12,1	10,1	6,0	8,4	21,1	17,3
TI	8,1	13,4	22,3	26,6	34,2	30,5
Outros	2,2	1,7	1,8	2,6	6,0	0,8
TOTAL	71,0	47,5	63,5	72,2	96,5	96,9

Fonte: Adaptada pelos autores com base no Relatório Financeiro da *Hering*

Nota: para o ano findo em 31/12, em R\$ milhões.

Tabela 6 Quantidade de lojas

Quantidade de Lojas	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Hering Store - Brasil	347	432	515	592	640	653
<i>Hering</i> - Própria	43	48	50	52	57	57
<i>Hering</i> - Franquia	304	384	465	540	583	596
Outras - Brasil	81	82	106	151	170	170
Total do Mercado Internacional	15	16	17	17	17	17
TOTAL	443	530	638	760	827	840
Lojas Multimarcas	15.853	16.501	17.119	17.898	18.233	18.228

Fonte: Adaptada pelos autores com base no Relatório Financeiro da *Hering*

Tabela 7 Abertura do endividamento em 2015

Valor	Custo	Observação
1.308	12% a.a.	Vencimento em 2016

Fonte: Adaptada pelos autores com base no Relatório Financeiro da *Hering*

Nota: para o ano findo em 31/12, em R\$ milhões.

Tabela 8 Informações selecionadas da *Hering* e de potenciais empresas comparáveis brasileiras

	Hering HGTX3	Renner LREN3	Marisa AMAR3	Riachuelo GUAR3	Restoque LLIS3
Beta Alavancado - 5 anos, Mensal	1,03	1,40	0,70	0,59	1,34
Beta Alavancado - 5 anos, Diário	0,71	0,92	0,59	0,39	0,50
Cotação 30 dez. 2015 (R\$)	14,65	16,80	4,85	44,83	1,85
Quantidade de ação (Mil)	163.771,0	640.041,0	204.086,0	62.400,0	349.863,0
Valor de Mercado	2.399,2	10.752,7	989,8	2.797,4	647,2
Endividamento					
Circulante	(1,3)	(698,3)	(364,0)	(773,0)	(440,1)
Não Circulante	-	(1.155,3)	(734,0)	(750,0)	(593,8)
Disponibilidade	111,1	737,5	573,1	589,5	364,8
Endividamento Líquido	109,8	(1.116,1)	(524,9)	(933,5)	(669,1)
Patrimônio Líquido	1.174,0	2.310,9	1.118,8	3.390,1	1.742,9
DRE	HGTX3	LREN3	AMAR3	GUAR3	LLIS3
(=) Receita Bruta	1.900,1	8.073,4	4.139,3	7.069,2	1.552,2
(=) Receita Líquida	1.588,9	6.145,2	3.164,9	5.507,3	1.188,7
(-) CPV/CSV	(935,5)	(2.511,4)	(1.788,1)	(2.181,1)	(497,7)
(=) Resultado Bruto	653,4	3.633,8	1.376,8	3.326,2	691,0
Margem Bruta	41,1%	59,1%	43,5%	60,4%	58,1%
(-) Despesas com Vendas	(318,5)	(1.389,7)	(899,2)	(1.563,0)	(324,7)
% Receita Líquida	20,0%	22,6%	28,4%	28,4%	27,3%
(-) Despesas Gerais e Adm.	(54,1)	(469,4)	(184,0)	(516,3)	(207,9)
(+/-) Outras	(17,9)	(576,7)	(17,8)	(540,5)	(6,2)
(-) Depreciação	(47,2)	(264,8)	(198,8)	(232,4)	(97,1)
(=) Resultado Operacional	215,7	933,3	77,1	474,1	55,1
Margem Operacional	13,6%	15,2%	2,4%	8,6%	4,6%
(=) Lucro Líquido	281,2	578,8	(35,8)	350,2	(17,2)
Margem Líquida	17,7%	9,4%	-1,1%	6,4%	-1,4%

Fonte: Adaptada pelos autores com base em informações públicas

Nota: para o ano findo em 31/12/2015, em R\$ milhões.

Tabela 9 Descrição das potenciais empresas comparáveis brasileiras. Todas pertencem ao Comércio Varejista de Vestuário e Acessórios, Consumo Cíclico

Empresa	Ticker	Atividade Principal
<i>Hering</i>	HGTX3	Confecção e comércio de artigos do vestuário e acessórios.
<i>Renner</i>	LREN3	Comércio varejista de artigos do vestuário e acessórios. Prestação de serviços de correspondente bancário.
<i>Marisa</i>	AMAR3	Comércio varejista de artigos do vestuário e acessórios. Prestação de serviços de correspondente bancário. Intermediação de negócios e congêneres. Atuação como representante de seguros.
<i>Riachuelo</i>	GUAR3	Confecção e comércio de artigos do vestuário e acessórios. Prestação de serviços de correspondente bancário.
<i>Restoque</i>	LLIS3	Confecção e comércio de artigos do vestuário, acessórios, higiene e cosméticos.

Fonte: Adaptada pelos autores com base em informações públicas

Tabela 10 Informações selecionadas de potenciais empresas comparáveis americanas

Painel (A):

	ANF	AEO	BKE	CRI	GPS	GCO	GES
Beta Alavancado - 5 anos, Mensal	1,48	0,90	0,84	0,63	1,00	1,04	1,07
Beta Alavancado - 5 anos, Diário	0,17	0,12	0,18	0,19	0,17	0,07	0,23
Valor de Mercado (US\$ bilhões)	0,97	3,04	1,00	4,32	10,90	1,07	1,12
Endividamento							
Dívida	(333,68)	-	-	(584,43)	(1.731,00)	(111,76)	(6,34)
Disponibilidade	588,58	260,07	231,48	381,21	1.370,00	133,29	445,48
Endividamento Líquido	254,90	260,07	231,48	(203,22)	(361,00)	21,53	439,14
Patrimônio Líquido							
Patrimônio Líquido	1.291,06	1.051,38	412,64	875,05	2.545,00	955,16	1.018,48
DRE							
(=) Receita Líquida	3.518,7	3.521,9	1.119,6	3.013,9	15.797,0	3.022,2	2.204,3
(-) CPV/CSV	(1.361,1)	(2.219,1)	(638,2)	(1.755,9)	(10.077,0)	(1.578,8)	(1.416,9)
(=) Resultado Bruto	2.157,5	1.302,7	481,4	1.258,0	5.720,0	1.443,5	787,4
Margem Bruta	61,3%	37,0%	43,0%	41,7%	36,2%	47,8%	35,7%
(-) Despesas Operacionais	(2.091,1)	(834,7)	(251,8)	(901,1)	(832,0)	(1.284,3)	(666,1)
% Receita Líquida	59,4%	23,7%	22,5%	29,9%	5,3%	42,5%	30,2%
(+/-) Outras	6,4			42,2	(3.272,0)	(7,9)	
(-) Depreciação		(148,2)		(6,2)	(92,0)		
(=) Resultado Operacional	72,8	319,9	229,6	392,9	1.524,0	151,2	121,4
Margem Operacional	2,1%	9,1%	20,5%	13,0%	9,6%	5,0%	5,5%
(=) Lucro Líquido	35,6	218,1	147,3	237,8	920,0	96,3	84,8
Margem Líquida	1,0%	6,2%	13,2%	7,9%	5,8%	3,2%	3,8%

Painel (B):

	KORS	RL	SSI	TJX
Beta Alavancado - 5 anos, Mensal	0,74	0,69	1,04	0,43
Beta Alavancado - 5 anos, Diário	(0,07)	0,09	0,12	0,10
Valor de Mercado (US\$ bilhões)	8,40	8,08	0,14	47,85

Endividamento

Dívida	(2,30)	(1.000,00)	(165,73)	(1.615,00)
Disponibilidade	702,00	1.272,00	16,49	2.447,79
Endividamento Líquido	699,70	272,00	(149,24)	832,79

Patrimônio Líquido

1.995,70	3.744,00	429,75	4.307,07
-----------------	-----------------	---------------	-----------------

DRE	KORS	RL	SSI	TJX
(=) Receita Líquida	4.712,1	7.405,0	1.604,4	30.944,9
(-) CPV/CSV	(1.914,9)	(3.218,0)	(1.208,0)	(22.034,5)
(=) Resultado Bruto	2.797,2	4.187,0	396,4	8.910,4
Margem Bruta	59,4%	56,5%	24,7%	28,8%
(-) Despesas Operacionais	(1.428,0)	(3.103,0)	(387,9)	(5.205,7)
% Receita Líquida	30,3%	41,9%	24,2%	16,8%
(+/-) Outras	(10,9)	(192,0)		
(-) Depreciação	(183,2)	(310,0)		
(=) Resultado Operacional	1.175,1	582,0	8,6	3.704,7
Margem Operacional	24,9%	7,9%	0,5%	12,0%
(=) Lucro Líquido	837,7	396,0	3,8	2.277,6
Margem Líquida	17,8%	5,3%	0,2%	7,4%

Fonte: Adaptada pelos autores com base em informações públicas

Nota: para o ano findo em 31/12/2015, em US\$ milhões, exceto quando indicado.

Tabela 11 Descrição das potenciais empresas comparáveis americanas. Todas pertencem ao Comércio Varejista de Vestuário e Acessórios

Painel (A):

Empresa	Ticker	Atividade Principal	Público
<i>Abercrombie & Fitch Co.</i>	ANF	Vestuários, calçados, fragrâncias e acessórios	Masculino e Feminino; infantil e adulto
American Eagle Outfitters	AEO	Vestuários, calçados e acessórios	Masculino e Feminino; adulto
Buckle Inc.	BKE	Vestuários, calçados e acessórios	Masculino e Feminino; infantil e adulto
Carter's, Inc.	CRI	Vestuários, calçados e acessórios	Público infantil
Gap Inc.	GPS	Vestuários, calçados e acessórios	Infantil, jovem e adulto
Genesco Inc.	GCO	Vestuários, calçados e acessórios	Masculino e Feminino; infantil e adulto
Guess?, Inc.	GES	Vestuários, calçados e acessórios	Masculino e Feminino; infantil e adulto

Painel (B):

Empresa	Ticker	Atividade Principal	Público
<i>Michael Kors Holdings Ltd.</i>	KORS	Vestuários, calçados, fragrâncias e acessórios	Masculino, Feminino e adulto
Ralph Lauren Corp.	RL	Vestuários, calçados e fragrâncias	Infantil, jovem e adulto
Stage Stores Inc.	SSI	fragrâncias	Masculino e Feminino; infantil e adulto
TJX Companies Inc.	TJX	Vestuários, calçados e acessórios	Infantil, jovem e adulto

Fonte: Adaptada pelos autores com base em informações públicas

Tabela 12 Variação do volume de vendas e receita nominal do setor (tecidos, vestuários e calçados), PIB do Brasil e IPCA

Ano	Vol. de vendas	Receita Nominal	PIB	IPCA
2005	5,8%	14,9%	3,2%	5,7%
2006	2,0%	7,2%	4,0%	3,1%
2007	10,6%	14,6%	6,1%	4,5%
2008	4,8%	10,7%	5,1%	5,9%
2009	-2,7%	4,0%	-0,1%	4,3%
2010	10,6%	16,5%	7,5%	5,9%
2011	3,6%	11,8%	3,9%	6,5%
2012	3,5%	6,5%	1,9%	5,8%
2013	3,4%	8,8%	3,0%	5,9%
2014	-1,1%	3,4%	0,1%	6,4%
2015	-8,6%	-5,1%	-3,8%	10,7%

Fonte: Adaptada pelos autores com base em informações do *site* do Banco Central do Brasil e do IBGE – Pesquisa de comércio varejista: tecidos, vestuários e calçados

Tabela 13 Prêmio de Mercado (PM) histórico e inferido. Série histórica de 1928 a 2015**Painel (A): prêmio histórico**

Média	S&P 500	T. Bond	Prêmio de Mercado Histórico
1928-2015	9,50%	4,96%	4,54%
1966-2015	9,61%	6,71%	2,90%
2006-2015	7,25%	4,71%	2,53%

Painel (B): prêmio inferido

Ano	Prêmio de Mercado Inferido
2013	4,96%
2014	5,78%
2015	6,12%

Fonte: Damodaran

Tabela 14 *Yield to Maturity (YTM)* do *Treasury bond* de 10 anos (T-Bond) e Embi + Brasil (EMBI). Série histórica de 16 de janeiro de 2015 a 15 de janeiro de 2016

Data	T-Bond (YTM)	Data	EMBI
15/01/2016	2,03	15/01/2016	533
14/01/2016	2,10	14/01/2016	512
13/01/2016	2,08	13/01/2016	521
...		...	
16/01/2015	1,83	16/01/2015	294

Médias		Médias	
Spot	2,03	Spot	533
Média 10 dias úteis	2,15	Média 10 dias úteis	513
Média 1 mês	2,19	Média 1 mês	515
Média 3 meses	2,20	Média 3 meses	450
Média 1 ano	2,15	Média 1 ano	355

Fonte: Adaptada pelos autores a partir de informações públicas

Tabela 15 Quantidade de *shopping centers* no Brasil

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Shoppings	408	430	457	495	520	538
ABL (m ²) ¹	9.512	10.344	11.403	12.940	13.846	14.679
Faturamento ²	91	108	119	129	142	151
Visitas ³	329	376	398	415	431	444

¹ Área Bruta Locável; ² R\$ bilhões; ³ Milhões visitas/mês

Região ¹	Norte	Nordeste	Centro Oeste	Sudeste	Sul	Total
Shoppings	26	80	50	292	90	538
% do total	4,8%	14,9%	9,3%	54,3%	16,7%	100%

Fonte: ABRASCE – Associação Brasileira de *Shopping Center*

¹ Em 2015

Tabela 16 Projeções macroeconômicas

Premissas Macroeco- nômicas	Projetado									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
IPCA	8,2%	6,3%	5,8%	5,5%	5,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
PIB	-3,7%	0,1%	1,1%	1,5%	2,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
CPI	1,3%	1,5%	1,8%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Câmbio	4,20	4,24	4,30	4,40	4,55	4,64	4,73	4,82	4,91	5,01
Câmbio Médio	4,08	4,22	4,27	4,35	4,48	4,60	4,69	4,78	4,87	4,96

Fonte: Adaptada pelos autores com base em informações públicas

NOTAS DE ENSINO

OBJETIVO DO CASO

Este é um caso para o ensino de avaliação de empresas para ser aplicado em cursos de graduação, pós-graduação e especialização nas disciplinas que abordem contabilidade, mercado de capitais, finanças corporativas, avaliação de empresas e negócios. Nesse contexto, o caso leva os alunos a vivenciarem as discussões sobre como avaliar empresas, para tanto, considerando as particularidades setoriais, macroeconômicas e decisões estratégicas das empresas. As premissas necessárias para a resolução do caso envolvem: (i) cálculo do custo de capital, (ii) projeções de receitas e, posteriormente, itens das demonstrações contábeis da empresa, (iii) projeção do fluxo de caixa, (iv) valor da empresa, (v) valor do acionista na empresa e (vi) valor das ações.

PRÉ-REQUISITOS

O caso requer conhecimentos prévios sobre (i) cálculo de custo de capital (custo médio ponderado de capital – CMPC ou *weighted average cost of capital* – WACC), (ii) cálculo de fluxo de caixa para investidores e (iii) conhecimentos sobre *firm value* e *equity value*. Demais itens e premissas podem ser discutidos ao longo da aplicação do caso.

PREPARAÇÃO PARA O CASO

É recomendada a leitura prévia do caso anteriormente à aula de sua aplicação. O professor/instrutor pode pedir aos alunos que respondam a determinadas questões para assegurar a leitura do caso, ou pode pedir que os alunos avancem na resolução do caso, por exemplo, calculando o custo de capital.

PLANO DE AULA SUGERIDO

Sugere-se, preliminarmente, a seguinte divisão do tempo para organização da aula (3h de duração). Dependendo da fluência dos alunos nos pré-requisitos e na familiaridade deles com empresas (bastante variada, dependendo

da aplicação em graduação e pós-graduação), o tempo pode ser aumentado em até 1,5 vez o tempo indicado na Tabela 17:

Tabela 17 Plano de aula sugerido

Tarefa	Tempo
Apresentação e entendimento do caso	10 min
Cálculo do Custo de Capital	20 min
Modelagem da Receita Líquida	30 min
Modelagem do Resultado Bruta até o EBITDA	20 min
Modelagem do Capital do Giro Líquido	20 min
Modelagem do CAPEX e da Depreciação	20 min
Modelagem da Perpetuidade	20 min
Cálculo do <i>Firm Value</i> e <i>Equity Value</i>	20 min
Conclusões	20 min

Além do plano sugerido, que seria recomendável para discussões com a plenária, o caso pode ser aplicado para ser resolvido em grupos de 2 a 4 alunos. Neste formato de aplicação, o tempo poderia ser agrupado para destinar um maior período para que os grupos façam suas análises e calculem o valor da ação da empresa. Um pouco do tempo pode ser destinado à discussão das premissas com a plenária. Outra alternativa seria utilizar a parte final da aula para um leilão, com os grupos fazendo seu lance para comprar ações da empresa (uma parte ou todas as ações).

O caso também pode ser utilizado como um trabalho final de curso ou como uma prova final.

A aplicação parcial do caso também pode ser explorada, utilizando-o, por exemplo, apenas para (i) o cálculo do custo de capital, (ii) a projeção da receita ou (iii) o cálculo da perpetuidade. Neste formato, o caso pode ser aplicado para discutir nuances interessantes relacionadas a cada um destes temas.

Embora o caso não tenha sido desenhado para a aplicação em avaliação por múltiplos, ele pode ser explorado com essa finalidade, uma vez que as tabelas do Anexo I apresentam as informações necessárias para o cál-

culo dos múltiplos P/E (*price-to-earnings*), P/B (*price-to-book*) e *Firm Value/EBITDA* (com algumas exceções de empresas internacionais para as quais não são disponibilizadas a informação relativa à depreciação) de empresas comparáveis (as chamadas *comp's*).

QUESTÕES PARA DISCUSSÃO

1. *Custo de Capital*

- a. Quais são as alternativas para a determinação das premissas necessárias para o cálculo do custo de capital: taxa livre de risco (rf), prêmio país (pp) e prêmio de mercado (pm)?
- b. Qual alavancagem (atual ou ótima) é mais indicada?
- c. Como lidar com a eventual diferença de moeda entre o custo de capital (que pode ser calculado em US\$, dependendo das premissas utilizadas) e as projeções (que serão calculadas em R\$)?

2. *Projeção da DRE e do Balanço*

- a. Alternativas para a projeção das vendas líquidas. Sugerida: crescer (i) a marca *Hering* com a inflação e (ii) as demais marcas até atingir 50% do faturamento em 5 anos. Alternativa seria calcular a elasticidade do crescimento do faturamento do setor comparativamente ao crescimento do PIB e supor que o *market share* da empresa será constante (de forma que ela tenha crescimento igual ao crescimento do setor).
- b. Alternativas para a projeção do custo do produto vendido (CPV). Sugerida: utilizar o indicador (margem bruta) de 2010 como objetivo a ser atingido em 5 anos.
- c. Alternativas para a projeção das despesas operacionais. Sugerida: (i) considerar as despesas com vendas como despesas variáveis (percentual da receita líquida) e (ii) considerar as despesas gerais e administrativas como despesas fixas (crescendo a inflação e, eventualmente, uma proporção do crescimento real do faturamento). Alternativa seria calcular o resultado operacional a partir da margem operacional.
- d. Alternativas para projeção do capital de giro líquido. Sugerida: (i) usar percentual de vendas para o caixa operacional e impostos a compensar,

- (ii) dias de receita para contas a receber e impostos a pagar e (iii) dias de CPV para estoque, contas a pagar e salários e encargos a pagar. Alternativa seria calcular o capital de giro líquido “inteiro” a partir de um percentual das vendas líquidas.
- e. Alternativas para projeção do investimento em ativos fixos (CAPEX). Sugerida: considerar o giro do imobilizado líquido de 4,5 (média dos últimos 6 anos) como meta a ser atingida em 2020.
- f. Alternativas para a projeção da depreciação. Sugerida: usar uma alíquota calculada a partir da despesa de depreciação e do imobilizado bruto médio, ambas as informações relativas a 2015.

3. Projeção do Fluxo de Caixa

- a. Consistência com a moeda do custo de capital (R\$ ou US\$).
- b. Horizonte de projeção a ser utilizado.
- c. Alíquota de Imposto de Renda e Contribuição Social. Sugerida: utilizar 34%, porém pode ser interessante discutir potenciais benefícios fiscais. A Tabela 18 detalha as adições e exclusões nos últimos anos.

Tabela 18 Adições e exclusões fiscais

IMPOSTO	2010	2011	2012	2013	2014	2015
(=) LAIR	263,6	394,9	410,4	433,7	391,7	255,2
Alíquota vigente	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
(-) Expectativa de imposto	(89,6)	(134,3)	(139,5)	(147,5)	(133,2)	(86,8)
Adições e exclusões:						
(+/-) Subvenção (incentivo fiscal) ¹	28,6	13,6	15,2	5,9	34,0	36,2
(+/-) Juros sobre capital próprio	6,4	10,6	14,3	13,1	15,6	21,1
(+/-) Variação Cambial ²	-		0,1			53,5
(+/-) Outras adições/ exclusão	3,0	12,6	10,6	12,9	10,8	1,9
(=) IR e CS	(51,5)	(97,6)	(99,4)	(115,6)	(72,8)	26,0
Alíquota efetiva	19,5%	24,7%	24,2%	26,6%	18,6%	-10,2%
Alíquota média s/ variação cambial	19,5%	24,7%	24,3%	26,6%	18,6%	10,8%

Fonte: Adaptada pelos autores a partir do Relatório Financeiro da *Hering* (para o ano findo em 31/12, em R\$ milhões).

¹ Válido até 2020.

² Liquidação de *euro*notes.

4. Perpetuidade

- Alternativas para o cálculo do valor residual. Sugerida: perpetuidade (modelo de Gordon&Shapiro, 1956).
- Alternativas para agregação de valor na perpetuidade. Sugerida: crescimento na perpetuidade não agrega valor (SERRA, 2013).
- Alternativas para a taxa de crescimento na perpetuidade. Sugerida: inflação de longo prazo na moeda do fluxo de caixa (em linha com a sugestão de que crescer não agrega valor).

- d. Alternativas para o fluxo de caixa base para a perpetuidade. Sugerida: ignorar o investimento líquido (em linha com a sugestão de que crescer não agrega valor).
- e. Verificação da consistência do crescimento real utilizado com o investimento líquido implícito no fluxo de caixa do primeiro ano da perpetuidade.

REFERÊNCIAS SUGERIDAS

- ABERCROMBIE & FITCH CO. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <<http://www.abercrombie.com/anf/investors/investorrelations.html>>. Acesso em: 15 set. 2016.
- ABIT. **Expectativas de Mercado**. Disponível em: <<http://www.abit.org.br/cont/dados-economia>>. Acesso em: 25 out. 2016.
- ABRASCE. **Market Positioning – Retail Brasil 2015/2016**. Disponível em: <http://www.portaldoshopping.com.br/monitoramento>. Acesso em: 25 out. 2016.
- AMERICAN EAGLE OUTFITTERS. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <http://investors.ae.com/overview/default.aspx>. Acesso em: 15 set. 2016.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Indicadores macroeconômicos**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/portalCidadao/indecon/index.asp>>. Acesso em: 15 set. 2016.
- BRADLEY, M. H.; JARREL, G. A. Expected inflation and the constant-growth valuation model. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 20, n. 2, p. 66-78, 2008.
- BM&FBOVESPA. **Índice Ibovespa**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm>. Acesso em: 15 set. 2016.
- BUCKLE INC. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <<http://corporate.buckle.com/investors>>. Acesso em: 15 set. 2016.
- CAMBUHY INVESTIMENTOS. **Formulário de Referência Instrução normativa CVM 558/15**. Disponível em: <http://www.cmby.com/doc/Formulario_Referencia.pdf>. Acesso em: 25 out. 2016.
- CARTER'S, INC. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <<http://ir.carters.com/phoenix.zhtml?c=135392&p=irol-IRHome>>. Acesso em: 15 set. 2016.
- CIA HERING. **Relatório Anual 2015**. jan. 2016. Disponível em: <<http://ciahering.com.br/novo/pt/issuu/16/download>>. Acesso em: 20 out. 2016.
- CONOVER, C. M.; JENSEN, G. R.; JOHNSON, R. R. Emerging markets: when are they worth it? **Financial Analysts Journal**, v. 58, n. 2, p. 86-95, 2002.
- COPELAND, T. E.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando valor das empresas**. 3.ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2.ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- DAMODARAN, A. Implied ERP by Month. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>. Acesso em: 03 nov. 2016.
- ENDEAVOR. **Índice de Cidades Empreendedoras 2015**. Disponível em: <<http://info.endeavor.org.br/ice2015>>. Acesso em: 25 out. 2016.

GAP INC. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <<http://www.gapinc.com/content/gapinc/html/investors.html>>. Acesso em: 25 out. 2016.

GARRAN, F. **Metodologias em uso para determinação do custo de capital próprio para avaliação de ativos por fluxo de caixa descontado**. 2006. 183 folhas. Dissertação (Mestrado em Administração) - USP, São Paulo, 2006.

GÁVEA INVESTIMENTOS. **Formulário de Referência – Gávea Investimentos**. Disponível em: <http://www.gaveainvest.com.br/pdf/Formul%C3%A1rio_Refer%C3%Aancia_Gavea_Investimentos.pdf>. Acesso em: 25 out. 2016.

GENESCO INC. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <<http://www.annualreports.com/Company/genesco-inc>>. Acesso em: 25 out. 2016.

GORDON, M. J.; SHAPIRO, E. Capital equipment analysis: the required rate of profit. **Management Science**, v. 3, n. 1, p. 102-110, 1956.

GUARARAPES. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <http://ri.riachuelo.com.br/guararapes/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=19899>. Acesso em: 15 set. 2016.

GUESS, Inc. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <<http://investors.guess.com/phoenix.zhtml?c=92506&p=irol-irhome>>. Acesso em: 25 out. 2016.

HARVEY, C. R. Asset pricing in emerging markets. **International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences**, p. 840-845, 2001.

IBGE - INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Disponível em: <www.ibge.gov.br>. Acesso em: 03 nov. 2016.

JENNERGREN, L. P. Technical Note: Value driver formulas for continuing value in firm valuation by the discounted cash flow model. **The Engineering Economist**, v. 58, n. 1, p. 59-70, 2013.

LOJAS RENNER. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <http://lojasrenner.mzweb.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=32689&conta=28>. Acesso em: 15 set. 2016.

MARISA. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <http://ri.marisa.com.br/marisa/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28>. Acesso em: 15 set. 2016.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; PEREIRA, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity**. São Paulo: Pearson, 2010.

MELDRUM, D. H. Country risk and foreign direct investment. **Business Economics**, v. 35, n. 1, p. 33-40, 2000.

MICHAEL KORS HOLDINGS LTD. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <<http://investors.michaelkors.com/corporate-overview/default.aspx>>. Acesso em: 15 set. 2016.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The costs of capital, corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592. 1984.

PALEPU, K. G.; BERNARD, V. L.; HEALY, P. M. **Introduction to Business Analysis & Valuation**. Ohio: South-Western Publishing Co, 1997.

RALPH LAUREN CORP. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <<http://investor.ralphlauren.com/phoenix.zhtml?c=65933&p=irol-irhome>>. Acesso em: 15 set. 2016.

RESTOQUE. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <http://www.restoque.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=41540>. Acesso em: 15 set. 2016.

SERRA, R. G. Determinação da taxa de crescimento na perpetuidade em avaliação de empresas. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, n. 1, p. 1-20, 2013.

SERRA, R. G.; FÁVERO, L. P. Quem são as empresas comparáveis? Uma análise do múltiplo P/B. In: SEMINÁRIOS DE ADMINISTRAÇÃO, 19, 2016, São Paulo. **Anais...** São Paulo, SEMEAD, 2016.

SERRA, R. G.; WICKERT, M. **Valuation: guia fundamental**. São Paulo: Altas, 2014.

STAGE STORES INC. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <<http://www.stagestore-sinc.com/investor-relations/>>. Acesso em: 15 set. 2016.

TJX COMPANIES INC. **Relatório Anual 2015**. Disponível em: <<http://investor.tjx.com/phoenix.zhtml?c=118215&p=irol-irhome>>. Acesso em: 15 set. 2016.

DADOS DOS AUTORES

ROBERTO JUN FUKUZAWA* *rffjun@hotmail.com*

Pós Graduação em Administração de Empresas pela FIA

Instituição de vinculação: Fundação Instituto de Administração

São Paulo/SP – Brasil

Áreas de interesse em pesquisa: *Valuation*.

* *Rua Navarro de Andrade, 152 Pinheiros São Paulo/SP 05418-020*

RICARDO GOULART SERRA *ricardo.serra@usp.br*

Pós-doutor pela FEA/USP

Instituição de vinculação: Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado

São Paulo/SP – Brasil

Áreas de interesse em pesquisa: *Valuation* e Finanças Corporativas.