

MARCELO CHUNG BAE LEE

AVALIAÇÃO ECONÔMICA E ANÁLISE ESTRATÉGICA PARA UMA COMPANHIA
VAREJISTA DO SETOR DE VESTUÁRIO

Trabalho de formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo para
obtenção de um diploma do diploma de
Engenheiro de Produção

São Paulo

2013

MARCELO CHUNG BAE LEE

AVALIAÇÃO ECONÔMICA E ANÁLISE ESTRATÉGICA PARA UMA COMPANHIA
VAREJISTA DO SETOR DE VESTUÁRIO

Trabalho de formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo para
obtenção de um diploma do diploma de
Engenheiro de Produção

Orientador: Professor Doutor João Amato Neto

São Paulo

2013

FICHA CATALOGRÁFICA

Lee, Marcelo Chung Bae

**Avaliação econômica e análise estratégica para uma companhia varejista de vestuário / M.C.B. Lee. -- São Paulo, 2013.
122 p.**

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1.Análise estratégica 2.Varejo 3.Vestuário 4.Avaliação econômica I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

A minha família,
Pelo apoio incondicional.

AGRADECIMENTOS

A minha família pelo apoio, amor e paciência em toda minha trajetória pessoal e profissional durante todos estes anos.

Ao Professor João Amato Neto, pelas instruções, pela paciência e pelo tempo dedicado a este trabalho.

Aos professores do Departamento de Engenharia de Produção da Escola Politécnica pelos ensinamentos lecionados durante estes anos.

Aos amigos que fiz durante o curso, especialmente ao Igor D., ao Victor N., ao André H., ao Henrique C. e ao Frederico S. pelo suporte e motivação não apenas acadêmico, mas também pessoal e profissional.

A todos amigos do trabalho, especialmente ao F.A., D.K., D.R., C.F, A.N., R.M. e A.F., que me auxiliaram durante a elaboração deste trabalho.

A Cris e ao Osni, pelo carinho e paciência durante estes anos.

E a todos aqueles que um dia me motivaram a ir mais longe.

"O correr da vida embrulha tudo,
a vida é assim: esquenta e esfria,
aperta e daí afrouxa,
sossega e depois desinquieta.
O que ela quer da gente é coragem."
(João Guimarães Rosa)

RESUMO

Este trabalho possui como foco de estudo a análise econômica de uma empresa varejista do setor de vestuário listada na Bolsa de Valores de São Paulo. Inicialmente foi realizada uma descrição do panorama macroeconômico do Brasil e uma classificação do setores onde a companhia atua, sendo estes o de varejo, e mais especificamente, o de vestuário. Em seguida, para compreender melhor a estratégia da companhia, foi analisado o seu posicionamento estratégico, pelos métodos das forças de Porter e SWOT. Por fim, avaliou-se economicamente o valor da empresa e de suas ações por meio das análises mais frequentes do mercado, sendo elas: Análise pelo fluxo de caixa descontado, análise pelo método de múltiplos de companhias comparáveis e análise pelo método das transações precedentes, e ao final, discutiu-se os resultados, abordando vantagens, desvantagens, similaridades e diferenças de cada método.

Palavras-chave: Análise Econômica. Varejo. Vestuário

ABSTRACT

This work has as its focus the economic evaluation of an apparel retailer company, listed on the São Paulo Stock Exchange. Initially, a Brazilian macroeconomic outlook and an overview of the retail and apparel sectors were performed. In sequence, to understand the company's strategy, a strategic positioning was conducted using Porter's five forces and a SWOT analysis. Finally, an economic valuation was performed to evaluate the company and its shares adopting the most used methods in practice, which are: Discounted cash flow analysis, comparable companies multiples, and precedent transactions multiples. At the end, the results, pros, cons, similarities and differences of each method was discussed

Keywords: Economic Evaluation. Retail. Apparel.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - As cinco forças de Porter	27
Figura 2 - Análise SWOT	30
Figura 3 - Ilustração do Fluxo de Caixa	35
Figura 4 - Estrutura do valor da firma	43
Figura 5 - Níveis de Varejo	61
Figura 6 - Fluxos presentes no Varejo	62
Figura 7 - Cadeia produtiva da indústria têxtil-vestuário	65
Figura 8 - Classificação das indústrias do setor de vestuário	66
Figura 9 - Análise de crescimento e posicionamento	79
Figura 10 - Análise SWOT aplicada a Cia. Hering	82
Figura 11 – Cálculo do WACC	99

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Breakdown das vendas de 2012 por marcas	23
Gráfico 2 - Breakdown das vendas de 2012 por canal	24
Gráfico 3 - Composição Acionária em Junho de 2013.....	26
Gráfico 4 - Estrutura Ótima de Capital.....	44
Gráfico 5 – Evolução do PIB Brasileiro (US\$)	52
Gráfico 6 - Ascensão Social	53
Gráfico 7 - Evolução do PIB per capita em US\$.....	53
Gráfico 8 – Evolução percentual do PIB, consumo das famílias e varejo no Brasil	54
Gráfico 9 - Estimativas do crescimento real do PIB brasileiro	55
Gráfico 10 - Evolução Histórica do IPCA.....	57
Gráfico 11 - Estimativas do IPCA	58
Gráfico 12- Evolução do Salário Mínimo	59
Gráfico 13 - Evolução da Concessão de Crédito no Brasil	60
Gráfico 14 - Comparação da porcentagem de crédito em relação ao PIB.....	60
Gráfico 15 - Evolução nominal do setor de vestuário, sapatos e acessórios (R\$ Bi)	69
Gráfico 16 - Market share das companhias do setor	69
Gráfico 17 - Performance das companhias abertas do setor.....	72
Gráfico 18 - Variação do preço do algodão e da margem bruta da Hering	74
Gráfico 19 - Sazonalidade do Varejo em 2012.....	75
Gráfico 20 - Performance das ações (Indexado a 100).....	80
Gráfico 21 - Evolução da dívida líquida.....	99
Gráfico 22 - Comparação dos diversos métodos	113
Gráfico 23 – Evolução do preço da ação HGTX3 indexada a 100.....	117

LISTA DE FÓRMULAS

Fórmula 1 – Cálculo do P/E	37
Fórmula 2 – Cálculo do EPS	37
Fórmula 3 – Cálculo do P/E	37
Fórmula 4 – Cálculo da Captação do Mercado	38
Fórmula 5 – Cálculo da Margem Bruta	38
Fórmula 6 – Cálculo da Margem EBIT	39
Fórmula 7 – Cálculo da Margem EBITDA	39
Fórmula 8 – Cálculo da Margem Líquida	39
Fórmula 9 – Cálculo do ROIC.....	39
Fórmula 10 – Cálculo do ROE	40
Fórmula 11 – Cálculo do ROA.....	40
Fórmula 12 – Cálculo da Alavancagem Operacional.....	40
Fórmula 13 – Cálculo dos dias implícitos de recebíveis	108
Fórmula 14 – Cálculo dos dias implícitos de estoque	108
Fórmula 15 – Cálculo dos dias implícitos das contas a pagar	108

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 – Cálculo do Valor Agregado	38
Equação 2 – Equação do WACC.....	44
Equação 3 – Cálculo do Retorno Esperado	45
Equação 4 – Cálculo do Custo de Capital Próprio	46
Equação 5 – Cálculo do Beta Desalavancado	48
Equação 6 – Cálculo do Fluxo de Caixa Livre	48
Equação 7 – Cálculo do Valor Terminal	49
Equação 8 – Cálculo do Valor Agregado	50
Equação 9 – Cálculo do custo de capital próprio	98

LISTA DE TABLEAS

Tabela 1 - Divisão do PIB por componente	54
Tabela 2 – Componentes do IPCA (2012).....	57
Tabela 3 - Análise das companhias comparáveis	90
Tabela 4 - Valor da ação pelo métrica VA/Receita Líquida.....	91
Tabela 5 - Valor da ação pelo métrica VA/EBITDA	91
Tabela 6 - Valor da ação pelo métrica P/E	92
Tabela 7 - Lista das Transações Precedentes.....	93
Tabela 8 - Valor da ação pelo métrica VA/Receita Líquida.....	93
Tabela 9 - Valor da Ação pela métrica VA/EBITDA	94
Tabela 10 - Valor da ação pela métrica P/E	94
Tabela 11 – Média dos Retornos do Título do Governo de 15 anos	96
Tabela 12 - Valores do Beta para companhias brasileiras de vestuário	97
Tabela 13 - Dados Operacionais Históricos	100
Tabela 14 - Evolução do número de lojas e crescimento do setor	101
Tabela 15 - Projeção da receita das lojas próprias e franqueadas	102
Tabela 16 - Projeção das receitas do canal multimarcas	103
Tabela 17 - Projeção das receitas do canal webstore.....	103
Tabela 18 - Projeção das receitas das lojas internacionais	103
Tabela 19 - Projeção da receita líquida total	105
Tabela 20 - Projeção do lucro bruto	105
Tabela 21 - Projeção do lucro operacional	106
Tabela 22 - Projeção do capex.....	106
Tabela 23 - Projeção do capex e da depreciação e amortização.....	107
Tabela 24 - Projeção da variação do capital de giro.....	109
Tabela 25 - Projeção do fluxo de caixa descontado	110

Tabela 26 - Valor presente do valor terminal da empresa	111
Tabela 27 - Cálculo do preço por ação da empresa	111
Tabela 28 - Sensibilidade do Valor Agregado.....	112
Tabela 29 - Sensibilidade do preço por ação	112

LISTA DE ABREVIATURAS

Capex	Capital Expenditures
DCF	Discounted cash flow (Fluxo de caixa descontado)
D&A	Depreciação e Amortização
EBIT	Earnings before interest and taxes (Lucro operacional)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EPS	Earnings per share (Lucro por ação)
FCFF	Free cash flow (Fluxo de caixa livre)
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	Índice de Preço ao Consumidor Amplo
Mi	Milhões
NWC	Net Working Capital (Capital de Giro Líquido)
VA	Valor Agregado
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Custo de Capital Ponderado)

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	19
1.1	O estágio	19
1.2	O Objetivo do Trabalho	20
1.3	O Trabalho de Formatura e a Engenharia de Produção	21
1.4	A empresa	22
1.4.1.	A história da empresa	22
1.4.2	Portfólio de Marcas	23
1.4.3	Estrutura do varejo nacional	24
1.4.4	Sistema de Produção.....	24
1.4.5	Posicionamento e competidores	25
1.4.6	Controle acionário	25
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA EM ESTRATÉGIA	27
2.1	As cinco forças de Porter	27
2.1.1	Forças dos novos entrantes	28
2.1.2	Força dos concorrentes	28
2.1.3	Força dos produtos substitutos	28
2.1.4	Força do poder de negociação dos compradores	29
2.1.5	Força do poder de negociação dos fornecedores	29
2.2	A análise SWOT	30
2.2.1	Pontos Fortes	30
2.2.2	Pontos Fracos.....	30
2.2.3	Oportunidades.....	31
2.2.4	Ameaças.....	31
3	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA EM FINANÇAS E CONTABILIDADE	33

3.1	Relatórios Contábeis	33
3.1.1	O Balanço Patrimonial (BP)	33
3.1.2	O Ativo	33
3.1.3	O Passivo	34
3.1.4	O patrimônio líquido	34
3.1.5	Demonstração de Resultado de Exercício (DRE).....	34
3.1.6	Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC)	35
3.2	Finanças Corporativas.....	35
3.2.1	Método dos múltiplos das companhias comparáveis	36
3.2.2	Método dos múltiplos das transações precedentes	40
3.2.3	Método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF)	42
3.2.4	Custo de Capital	42
3.2.5	O Fluxo de Caixa Livre (FCF)	48
3.2.6	O crescimento na perpetuidade	49
3.2.7	O Fluxo de Caixa Descontado	49
4	PANORAMA MACROECONOMICO	51
4.1	O PIB	51
4.1.1	O PIB brasileiro	51
4.1.2	Projeções de Crescimento do PIB	55
4.2	Inflação	56
4.3	Salário Mínimo	58
4.4	Crédito	59
5	O VAREJO BRASILEIRO	61
5.1	Fluxos do varejo.....	61
5.2	Classificação por tipo de propriedade:.....	62
5.3	Classificação de instituições com lojas físicas	63

5.4	Classificação de instituições sem lojas físicas	64
6	O SETOR DE VESTUÁRIO.....	65
6.1	A indústria do setor têxtil-vestuário.....	65
6.2	Classificação das empresas de vestuário.....	66
6.3	O mercado do vestuário no Brasil.....	68
6.4	A performance das Companhias Abertas do Setor	72
6.5	Fatores Externos	73
6.5.1	A influência do preço do Algodão.....	73
6.5.2	A sazonalidade do setor	74
7	ANÁLISE ESTRATÉGICA.....	77
7.1	Aplicação das Forças de Porter.....	77
7.1.1	Força dos novos entrantes	77
7.1.2	Força dos concorrentes	77
7.1.3	Força Produtos Substitutos	80
7.1.4	Força dos Fornecedores	81
7.1.5	Força dos Clientes	81
7.2	Análise SWOT aplicada a Cia. Hering	81
7.2.1	Pontos Fortes	82
7.2.2	Pontos Fracos.....	84
7.2.3	Oportunidades.....	85
7.2.4	Ameaças.....	86
8	AVALIAÇÕES ECONÔMICAS	89
8.1	Avaliação pelo método das companhias comparáveis	89
8.2	Método das transações precedentes	92
8.3	Método de avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado	95
8.3.1	A estrutura de Capital da Empresa (WACC)	95

8.3.2	A projeção do fluxo de caixa	99
8.3.3	O fluxo de caixa livre descontado	110
8.3.4	Sensibilidades	111
8.3.5	Comparação dos diferentes métodos	112
9	CONCLUSÕES	115
9.1	Método das Companhias Comparáveis.....	115
9.2	Método das transações precedentes	115
9.3	Método do fluxo de caixa descontado	116
9.4	A Empresa e sua Estratégia.....	116
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	118
	ANEXO A – Balanço Patrimonial	120
	ANEXO B – Demonstração de Resultado.....	121
	ANEXO C – Demonstração do Fluxo de Caixa.....	122

1 INTRODUÇÃO

O Brasil é a sexta maior economia do mundo e a maior economia da América Latina. Tal posição foi alcançada devido ao seu crescimento acelerado na última década, na qual o Brasil, se tornou uma das principais atrações das economias emergentes, não apenas por suas dimensões continentais e por seus recursos naturais, mas também pela sua população e pelo seu poder de consumo, que também acompanhou este crescimento acelerado. Como consequência muitas empresas de consumo e varejo aumentaram suas vendas e suas operações. Mas, a partir de 2012, ocorreu um esfriamento na economia brasileira. Este esfriamento juntamente com a incerteza do futuro econômico do país, gera dúvidas nos investidores sobre o potencial valor das companhias brasileiras. Motivado por este cenário temporariamente enfraquecido e pela dúvida de alguns investidores, o autor decidiu desenvolver uma análise econômica e uma avaliação estratégica em uma companhia brasileira de varejo, mais especificamente do vestuário, para analisar se o seu valor atual corresponde ao seu valor real ou potencial. Desta forma neste trabalho foram abordados premissas, métodos e discussões para tal análise.

1.1 O estágio

O estágio foi realizado em um banco de investimentos americano na divisão de *Investment Banking*. A divisão por sua vez é composta por duas sub-áreas: *M&A*, responsável pelo assessoramento de fusões, aquisições e reestruturações, e *Global Capital Markets*, responsável pelo levantamento de capital por emissões de ações em bolsas de valores e pelo levantamento de capital por emissões de títulos e debêntures. O aluno desenvolveu o trabalho na área de *M&A*, onde teve a oportunidade de realizar análises setoriais e financeiras para diversas empresas.

O banco no qual o estágio foi desenvolvido é sediado em Nova Iorque e possui uma atuação global, presente em mais de 40 países, com mais de 55 mil funcionários. O banco oferece serviços e produtos financeiros para diversos clientes, incluindo instituições privadas e públicas. A filial do banco presente no Brasil foi fundada em 1997, durante a sua expansão em mercados emergentes e atualmente conta com 220 funcionários. As principais áreas de atuação do banco no Brasil são:

- *Investment Banking Division* – Divisão responsável pelo relacionamento e elaboração de soluções financeiras para a clientes corporativos. Os setores de cobertura presentes no Brasil são: Saúde, óleo e gás, químicos, infraestrutura, transporte, agronegócio, papel e celulose, instituições financeiras, varejo, tecnologia, telecomunicações, metais e mineração, educação e energia.
- Mesa de Operações – Esta divisão é responsável pela elaboração de produtos e comercialização dos mesmos nos mercados abertos. Entre os produtos comercializados pode-se citar ações, títulos de renda fixa, derivativos, moedas e *commodities*
- *Equity Research* – Responsável pelo acompanhamento do mercado e pela elaboração de estimativas futuras sobre o estado das companhias para clientes do banco. Também possui uma cobertura setorial como a área de *Investment Banking*, e apresenta recomendações de compra e venda de ações.
- *Back-office* – O *back-office* é responsável pelo acompanhamento das operações da mesa desde sua primeira ordem até sua integração final com os sistemas internos do banco.
- Tecnologia da Informação – A área é responsável pela infraestrutura e tecnologia do banco, atuando na implementação, atualização e manutenção frequente dos sistemas internos, tanto operacionais quanto de segurança.

1.2 O Objetivo do Trabalho

O objetivo deste trabalho é de analisar financeiramente uma companhia varejista do setor de vestuário pelos métodos mais utilizados no mercado financeiro, para compreender o seu real valor econômico e compará-lo com a seu valor atual de mercado, e também analisá-la estrategicamente com ferramentas frequentemente utilizadas por consultorias estratégicas. O setor de vestuário foi escolhido devido a um contato com o setor durante a elaboração de um projeto para uma companhia do setor, que despertou o interesse do aluno em realizar o trabalho de formatura nesta área, combinando sua experiência adquirida no estágio com o conhecimento adquirido no curso de Engenharia de Produção.

Ao se realizar avaliação econômico-financeira do valor de uma empresa e de suas ações não se deve focar apenas no resultado final, mas também nas premissas adotadas e no ambiente o qual a empresa está inserida.

Desta forma, foi inicialmente descrito o panorama macroeconômico do Brasil, pois alguns dados deste panorama foram utilizados como premissas para o modelo. Em seguida, realizou-se uma classificação do setor varejista no Brasil, e uma análise do setor do vestuário e da performance recente das empresas deste no Brasil. Após este panorama setorial, foram desenvolvidas e discutidas as análises estratégicas e financeiras, e por fim as conclusões deste trabalho.

1.3 O Trabalho de Formatura e a Engenharia de Produção

O curso de Engenharia de Produção fornece aos seus alunos uma formação dinâmica, ampla e flexível para o mercado de trabalho. O conhecimentos e os conceitos adquiridos durante o decorrer do curso desde o ciclo básico até a área de especialização foram de grande importância para o desenvolvimento deste trabalho, destacando as área de Economia da Produção e Engenharia Financeira, com as seguintes matérias:

- Introdução à Economia – A introdução à economia juntamente com conceitos de macroeconomia serviram de base para a elaboração da análise macroeconômica do cenário brasileiro atual.
- Contabilidade de Custos – A disciplina e seus conceitos foram utilizada na interpretação dos relatórios contábeis das companhias, servindo de base para estimativas futuras
- Engenharia Econômica e Finanças – Os conceitos da disciplina como dinheiro no tempo, taxa de retorno interna, custo de capital, capital de giro e outros conceitos foram amplamente utilizados neste trabalho.
- Economia de Empresas – A teoria e os casos práticos utilizados durante as aulas possibilitou o autor a compreender melhor a companhia na qual o trabalho foi desenvolvido.

Conceitos estratégicos também foram aplicados neste trabalho, baseados principalmente na disciplina:

- Gestão Estratégica da Produção – As ferramentas e os casos práticos lecionados foram de grande auxílio para a elaboração da análise estratégica da companhia.

1.4 A empresa

As análises foram desenvolvidas em cima da Cia. Hering, uma companhia do setor de varejo e vestuário com atuação nacional e internacional, contando com aproximadamente 650 lojas. Optou-se por desenvolver o trabalho na Cia. Hering devido a sua tradição no mercado brasileiro e ao seu modelo atual de negócios que permitiu uma análise detalhada de suas receitas.

1.4.1. A história da empresa

A Cia Hering foi fundada em 1880 no Município de Blumenau produzindo principalmente roupas de malha de algodão, e após uma trajetória de erros e acertos, a companhia se encontra presente até hoje no Brasil.

Durante toda sua trajetória a companhia esteve presente em todas quase todas as fases da cadeia de valor têxtil-vestuário, desde a fiação até a venda final para o cliente, mas hoje se concentra apenas no fim da cadeia, nas áreas de desing, corte e confecção, até a venda para o seu cliente final.

Nos anos 70 a empresa optou por focar suas atividades no segmento infantil, e durante este período desenvolveu algumas estratégias e marcas como por exemplo, a criação da marca PUC em 1984 e a criação da Marca Hering Kids em 1992, marcas que continuam presentes em seu portfólio.

Durante os anos 90 devido às mudanças econômicas as quais o Brasil estava passando, a companhia optou por uma mudança em seu modelo de negócios, norteadas pela ideia de desverticalização da companhia, consolidação e ampliação das marcas. A companhia a partir de 1993 começa adotar um modelo de franquias para seu negócio, que se encontra presente até hoje. Em 1999 a companhia adquiriu a marca “dzarm.”, focada no setor de jeanswear, começando assim a abordar o segmento de adolescentes e jovens.

Em 2007 a companhia reelaborou sua estratégia para os anos seguintes baseada nas seguintes diretrizes: o reposicionamento da marca “Hering” como acessível, um aumento de crédito pelo cartão da marca Hering, a expansão da rede Hering Store, incluindo lojas próprias e franqueadas, e o aumento de vendas do canal multimarcas. Vale ressaltar que neste ano a

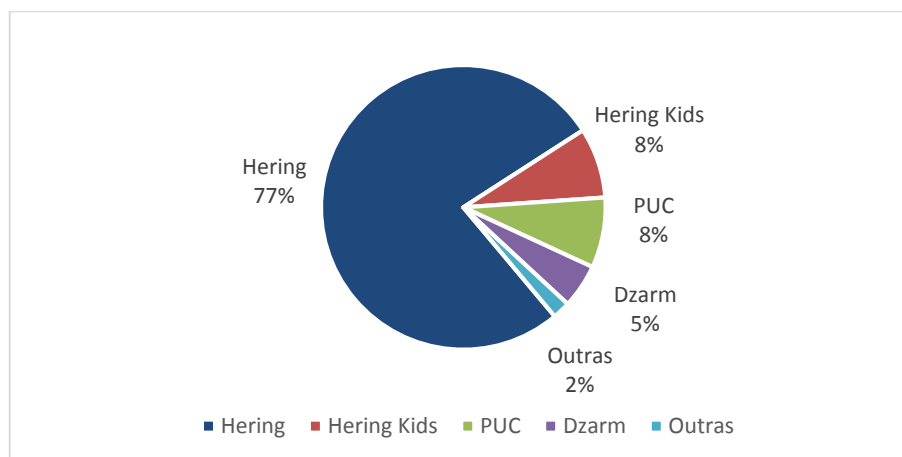
empresa decidiu abrir o seu capital na Bolsa de Valores de São Paulo, o que proporcionou a entrada de um grande volume de capital para executar a sua estratégia.

Em 2009 impulsionada pelo efeito do e-commerce e pelo efeito da inclusão digital da população brasileira, a companhia criou uma plataforma de vendas online, e em 2012 a Hering reestruturou sua *webstore*, para atender mais consumidores e proporcionar uma melhor experiência de compra pelo setor virtual, focando-se assim, no crescimento de vendas on-line.

1.4.2 Portfólio de Marcas

Hoje, a Cia. Hering atua no setor de varejo e é responsável pelo desenvolvimento e criação de coleções sob quatro marcas próprias: Hering, Hering Kids, PUC e dzarm. As marcas Hering Kids e PUC são voltadas para o público infantil. Já marca dzarm visa jovens entre 18 e 28 anos, e a marca Hering, principal marca da companhia, possui um público alvo na faixa de 18 a 35 anos.

Gráfico 1 - Breakdown das vendas de 2012 por marcas



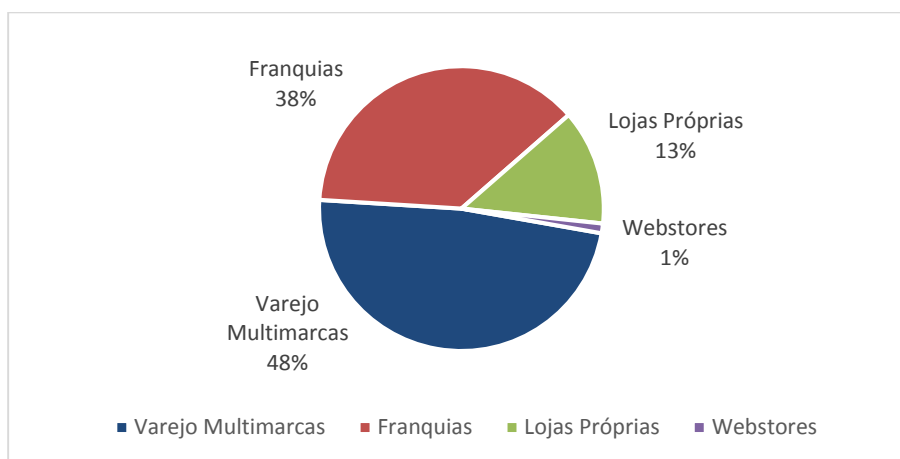
Fonte: Companhia

Em Dezembro de 2012, a companhia possuía um total de 638 lojas em território brasileiro, das marcas Hering, Hering Kids, Dzarm e PUC, e 17 lojas no mercado internacional (Uruguai e Chile). Além disso a companhia conta com uma loja virtual para operações de e-commerce.

1.4.3 Estrutura do varejo nacional

A estrutura de varejo é composta por quatro canais de venda complementares: as lojas próprias, franquizadas, modelo no qual são expostos apenas produtos da Cia. Hering em um formato de lojas customizado e decorado nos moldes da Cia Hering, varejo multimarcas, modelo no qual os produtos da Cia. Hering são expostos juntamente com outras marcas e concorrentes em um formato de exposição a critério do proprietário do estabelecimento, e *webstore*, modelo no qual os produtos da companhia são expostos e comercializados virtualmente. Para suprir a demanda do em todo o país a Companhia possui dois centros de distribuição no Brasil, sendo um em Goiás e um em Santa Catarina.

Gráfico 2 - Breakdown das vendas de 2012 por canal



Fonte: Companhia

1.4.4 Sistema de Produção

A Hering possui um sistema de produção híbrido e flexível, resultante da combinação e produção própria, produção terceirizada e *outsourcing*. De acordo com a companhia, em 2012 41,5% foi produção próprio, 40,8% foi feito por empresas com vínculos com a companhia e 17,7% foi resultado de *outsourcing*, ou seja, compra de produto acabado seja este do mercado interno ou do mercado internacional. Esta combinação de métodos permite que a companhia seja mais flexível e mais ágil na entrega de seus produtos e no acompanhamento das tendências da moda.

A companhia também está aumentando suas parcerias com países internacionais, em grande maioria países asiáticos, para conseguir produzir com menores custos e tornar-se mais

competitiva. Por outro lado, este tipo de parceria também possui pontos negativos como *lead times* maiores e preços sujeitos ao câmbio internacional.

A Hering também possui dez fábricas no Brasil nos estados de Santa Catarina, Rio Grande do Norte e Goiás, onde todas as fábricas produzem para lojas próprias, lojas franqueadas, loja virtual e varejistas multimarcas.

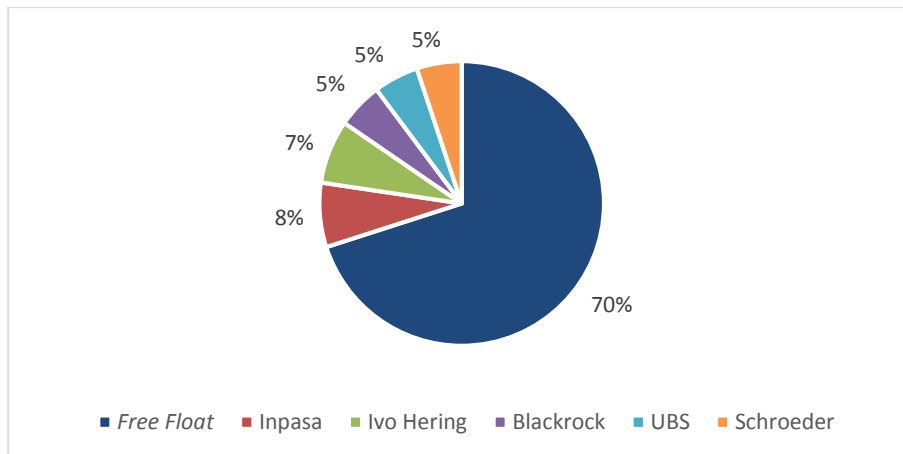
1.4.5 Posicionamento e competidores

O setor de vestuário no Brasil é muito competitivo devido a sua alta fragmentação. Os principais competidores da Cia Hering são: C&A, Lojas Renner, Lojas Riachuelo e Marisa. O recente desaceleramento no consumo e a baixa aderência de suas últimas coleções afetaram negativamente a companhia.

Em termos de classes sociais, a companhia, por ter quatro marcas sob seu portfólio, possui um grupo heterogêneo de clientes. Sua marca principal, Hering, foca em homens e mulheres das classes A, B e C, as marcas PUC e Hering Kids, focam no público infantil das classes A e B, e a marca dzarm, foca-se em jovens das classes A e B.

1.4.6 Controle acionário

A Cia Hering atualmente é uma companhia baseada nos modelos de Sociedade por Ações (S.A), listada na Bolsa de Mercadorias e Valores de São Paulo na categoria de Novo Mercado desde 2007, onde possui um total de 164.611.187 ações ordinárias, distribuídas da seguinte maneira:

Gráfico 3 - Composição Acionária em Junho de 2013

Fonte: Companhia

Como demonstrado acima a família Hering assume uma participação minoritária na companhia detendo um total de 15% da companhia, considerando as ações da holding Inpasa, Ivo Hering e outros membros da família. Existe também a presença de instituições financeiras como é o caso da Blackrock, uma *asset management* americana com US\$ 3,85 trilhões de dólares sob gestão, o banco de investimento suíço UBS, presente em mais de 50 países, e a *asset managment* Schroeder com aproximadamente US\$ 350 bilhões de ativos sob gestão. Percebe-se que 70% das ações da Hering estão na categoria *free float* ou seja, estão pulverizadas no mercado em acionistas com participação menor que 5%, demonstrando que não existe um acionista controlador majoritário no caso, ou seja, um acionista com participação de 50% mais uma ação.

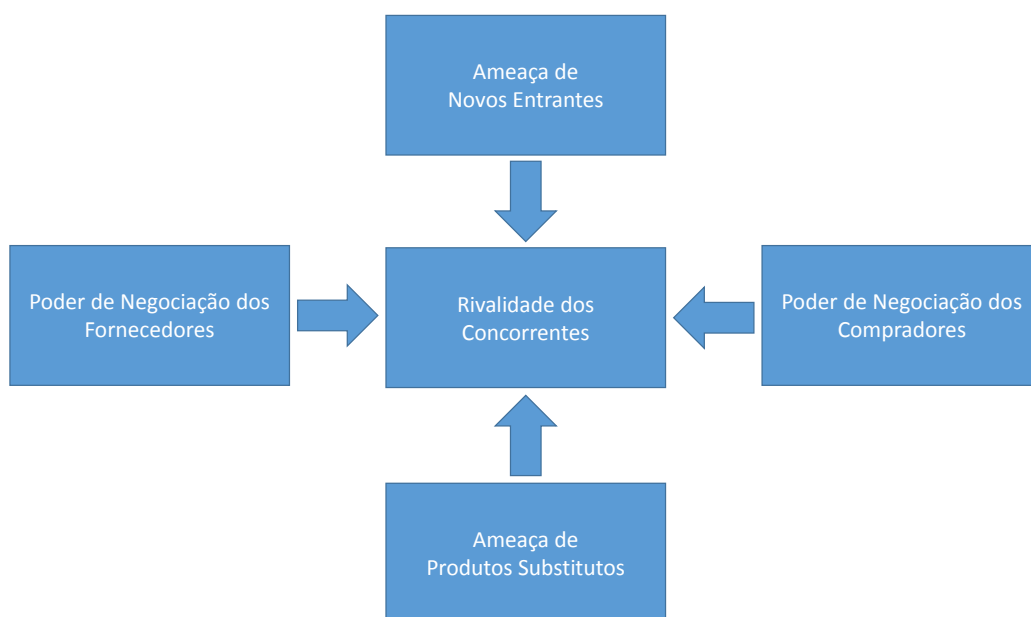
2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA EM ESTRATÉGIA

O planejamento estratégico das empresas e a sua implementação ou adaptação, pode ser um grande diferencial para as empresas em cenário turbulento ou mercados de alta competitividade. Em sentido amplo pode-se entender estratégia como um conjunto de medidas adotadas para se atingir um objetivo ou meta durante um determinado período. Nesta seção foi desenvolvida a revisão literária estratégica para análise da empresa, onde foram abordadas duas das principais técnicas de análise estratégica utilizadas atualmente por consultorias estratégicas: as cinco forças de Porter e a análise SWOT.

2.1 As cinco forças de Porter

Para se adotar uma estratégia é necessário primeiro entender a empresa a qual será aplicada a estratégia e em qual contexto ela está inserida, ou seja, é necessário também entender o ambiente onde está situada. Porter (2004) criou um modelo de estratégia baseado em cinco forças para auxiliar às empresas a encontrarem um melhor posicionamento, e consequentemente defender-se destas forças, sendo elas: Novos Entrantes, Concorrentes, Substitutos, Fornecedores e Compradores.

Figura 1 - As cinco forças de Porter



Fonte: Porter (2004)

2.1.1 Forças dos novos entrantes

A entrada de novos competidores em um mercado pode afetar negativamente as vendas e os resultados daqueles que já estavam antes presentes, isso se deve ao aumento da competição, que pode acarretar perdas de mercado, diminuição de margens e aumento na gama de produtos oferecidos pela concorrência para o cliente. Porter, relembra que para que tais efeitos apareçam, é necessário que o novo entrante supere as barreiras de entrada, sendo elas:

- Economias de escala
- Diferenciação do produto
- Necessidade de capital
- Acesso aos canais de distribuição
- Desvantagem de custos independentes de escala
- Políticas governamentais

2.1.2 Força dos concorrentes

Em um ambiente de competição as empresas buscam se diversificar para se destacarem dos competidores por diversos meios incluído redução de preços, introdução de novos produtos, aumento da gama de produtos e aumento de garantias para os clientes. Porter (2004) cita os seguintes fatores como causas de uma rivalidade:

- Concorrentes numerosos ou em equilíbrio
- Crescimento lento da indústria
- Custos fixos altos
- Ausência de diferenciação ou custos de mudança
- Capacidade aumentada em grandes incrementos
- Concorrentes divergentes
- Barreiras de saída elevadas

2.1.3 Força dos produtos substitutos

Produto substituto pode ser entendido com um produto que promova o mesmo fim que o produto inicial mas possua suas diferenças, sejam elas materiais, de produção, de distribuição, de preço, de satisfação e outras. Inicialmente a entrada de produtos substitutos podem originar uma redução de vendas e consequentemente de margens, mas conforme a aderência destes novos produtos pela população se tornar maior e permanente, ocorrerão perdas consideráveis de *market-share*.

2.1.4 Força do poder de negociação dos compradores

O poder de negociação dos compradores se refere a capacidade de negociação dos preços, ou de exigir mudanças na qualidade do produto vendido ou serviço prestado. Esta prática geralmente é realizada confrontando diferentes concorrentes da indústria para se obter o melhor produto o serviço. Porter (2004) define como características de compradores poderosos:

- Compradores de grande volume
- Compradores de produtos que representem uma parcela significativa das compras ou custos
- Compradores de produtos padronizados ou não diferenciados
- Baixos custos de mudança
- Compradores que ameacem a integração da produção
- Comprador com total informação do processo ou mercado

2.1.5 Força do poder de negociação dos fornecedores

Os fornecedores por sua vez também podem influenciar no preço e na qualidade do serviço e consequentemente alterar os resultados de seus compradores. Porter (2004) determina as seguintes características para fornecedores poderosos:

- O mercado de fornecedores é mais consolidado do que o mercado alvo
- Inexistência de produtos substitutos
- Fornecedores para vários tipos de indústrias
- O produto do fornecedor é indispensável para uma companhia
- Fornecedores de produtos diferenciados e específicos

- Fornecedores que ameacem a integração da produção

2.2 A análise SWOT

A análise SWOT (*Strenght, Weakness, Opportunities and Threats*) é uma ferramenta estratégica adotada por empresas para analisar seu posicionamento e seu planejamento estratégico no ambiente externo, e também para refletir seu atual desempenho e gestão no ambiente interno. Também podem ser observados na análise fatores positivos e negativos da empresa. A base para sua elaboração e interpretação são seus quatro quadrantes onde são posicionados: Pontos fortes, pontos fracos, oportunidades e ameaças.

Figura 2 - Análise SWOT

	Pontos Positivos	Pontos Negativos
Fatores Internos	Pontos Fortes	Pontos Fracos
Fatores Externos	Oportunidades	Ameaças

Fonte: Elaborado pelo autor

2.2.1 Pontos Fortes

Representam pontos positivos da empresa, que estão sob controle da mesma, pelos quais esta pode-se diferenciar de seu concorrentes, podem abranger tanto quesitos tangíveis como linha de produção e estoques quanto intangíveis como marca e reputação perante aos clientes. Os pontos positivos refletem os quesitos internos da empresa e podem resultar em vantagem competitiva.

2.2.2 Pontos Fracos

Representam pontos negativos da empresa, que também estão sob controle da empresa, onde seus concorrentes podem estar obtendo vantagem, da mesma forma que os pontos fortes também podem abranger quesitos tangíveis quanto intangíveis. Os pontos negativos refletem falhas internas da empresa e podem resultar na degradação da empresa e na falta de vantagem competitiva.

2.2.3 Oportunidades

As oportunidades são fatores externos que inicialmente não estão sobre o controle da empresa dos quais a empresa pode-se beneficiar para e obter vantagens sobre seus competidores como *market-share*, margens e outros.

2.2.4 Ameaças

As ameaças também são fatores externos que inicialmente não estão sobre o controle da empresa e que podem apresentar um risco à operação ou à estratégia do negócio.

3 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA EM FINANÇAS E CONTABILIDADE

3.1 Relatórios Contábeis

Os relatórios contábeis são uma apresentação organizada e ordenada dos resultados e acontecimentos de uma empresa durante um intervalo de tempo, assim com o auxílio da contabilidade estes fatos e acontecimentos são mensurados monetariamente e contabilizados nos livros e nas demonstrações da empresa.

As empresas compostas por Sociedade por Ações, como é caso da empresa estudada, devem por sua vez publicar, em conjunto com notas explicativas, os seguintes relatórios:

- Balanço patrimonial
- Demonstração de resultado de exercício
- Demonstração de lucros ou prejuízos acumulados
- Demonstração de fluxo de caixa
- Demonstração do valor adicionado

Para fins de avaliação econômica, este trabalho focará apenas no balanço patrimonial, demonstração de resultado de exercício e demonstração de fluxo de caixa.

3.1.1 O Balanço Patrimonial (BP)

O BP é caracterizado como a principal demonstração financeira. Ele representa uma imagem estática da empresa durante o final de um período. É constituído por duas colunas, sendo elas o ativo do lado esquerdo, e o passivo e o patrimônio líquido do lado direito.

3.1.2 O Ativo

O ativo pode ser compreendido como o conjunto de bens e direitos, de titularidade da empresa, passíveis de mensuração monetária e que possam trazer benefícios atuais ou futuros para a empresa. Pode ser dividido em Circulante, composto por ativos de alta liquidez que podem ser executados ou recebidos durante o ano ou o ciclo operacional vindouro da empresa, e Não

Circulante, por sua vez subdividido em realizável a longo prazo, composto por ativos de média liquidez, e subdivididos em imobilizado, investimentos e intangível. O imobilizado é caracterizado por não ser destinado a venda, pela sua natureza relativamente permanente e pela sua utilização na atividade do negócio. Os investimentos são caracterizados como aplicações relativamente permanentes que possuem potencial de trazer um retorno para o investidor e não se destinam a operação e atividade operacional da empresa. O intangível é caracterizado por ser imaterial, ou seja, não apresenta uma forma física, mas possui valor e pode trazer benefícios competitivos, como por exemplo marcas e patentes registradas.

3.1.3 O Passivo

O passivo por sua vez representa o conjunto de dívidas e obrigações de uma empresa. Também é dividido de acordo com sua liquidez, sendo composto por: passivo circulante e não circulante. O passivo circulante são obrigações de curto prazo que devem ser liquidadas no ano ou ciclo operacional vindouro da empresa, enquanto as obrigações não circulantes podem ser liquidadas em um prazo maior.

3.1.4 O patrimônio líquido

O patrimônio líquido pode ser calculado como a diferença entre o ativo e o passivo exigível, e pode ser entendido como uma obrigação da empresa com os seus proprietários, representando a quantidade de recursos aplicada pelos donos da empresa.

3.1.5 Demonstração de Resultado de Exercício (DRE)

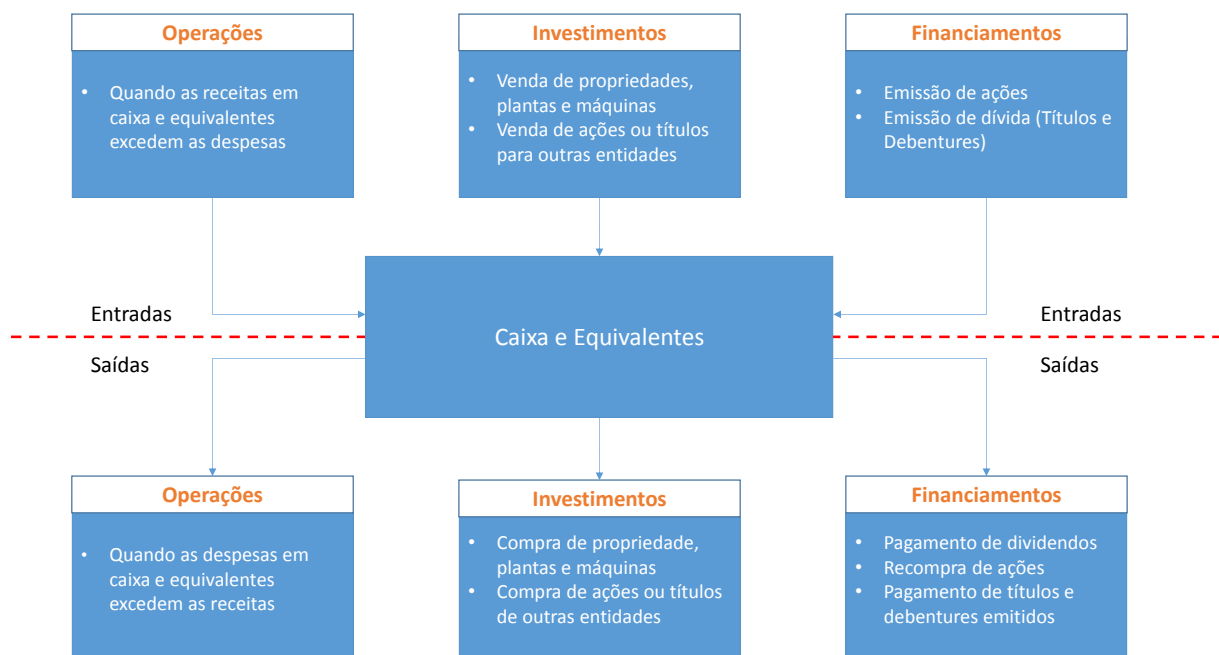
A demonstração de resultado do exercício é uma demonstração vertical, onde são expostas de maneira ordenada receitas e despesas da empresa durante um certo intervalo de tempo, obtendo-se assim no final o resultado da empresa, podendo este ser positivo ou negativo. A DRE é uma demonstração na qual se pode avaliar a performance da companhia e também suas margens de eficiência. Suas principais linhas são: Receita Bruta, receita líquida, lucro bruto, lucro operacional, lucro antes de imposto e o resultado do exercício.

3.1.6 Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC)

A demonstração do fluxo de caixa analisa as entradas e saídas de caixa de uma empresa. Ela é responsável por conectar o BP com a DRE e é composta por três categorias:

- Fluxo das Operações: refere-se a entrada e saída relacionada às atividades operacionais da empresa, diretamente relacionado ao lucro líquido da empresa.
- Fluxo dos Financiamentos: refere-se a entrada e saída de caixa proveniente de atividades de financiamentos, como por exemplos empréstimos, financiamentos e aumento de capital.
- Fluxo dos Investimentos: refere-se a entrada e saída de caixa proveniente de atividades de investimentos, como por exemplo a compra de propriedades, plantas e máquinas.

Figura 3 - Ilustração do Fluxo de Caixa



Fonte: Kieso, Weygandt e Warfield (2012)

3.2 Finanças Corporativas

Nesta parte do trabalho foi desenvolvida uma revisão bibliográfica na parte de finanças corporativas, métodos de avaliação e precificação de ativos. Inicialmente foram apresentados o

método dos múltiplos de companhia comparáveis, o método das transações precedentes e o método de do fluxo de caixa descontado.

3.2.1 Método dos múltiplos das companhias comparáveis

O métodos dos múltiplos é uma opção que pode ser utilizada para a uma companhia ou utilizado para obter a performance de um setor. Esta metodologia permite uma estimativa baseada na comparação com universo de companhias, podendo assim determinar o valor de uma companhia fechada.

Os método dos múltiplos é elaborado na premissa de que as companhias comparáveis possuem características em comum, ou seja, estas possuem aspectos chave do negócio, estruturas financeiras, riscos e indicadores de performance semelhantes a da companhia avaliada.

A seleção das companhias comparáveis é uma decisão chave neste tipo de análise, pois suas estatísticas financeiras e seus múltiplos são o cerne da análise. Este tipo de análise é amplamente utilizado em operações de fusões e aquisições, ofertas primárias de ações para se estabelecer um intervalo do valor potencial da transação.

Para Rosenbaum e Pearl (2009) diversas métricas podem ser utilizadas para a análise econômica dependendo do setor, mas as mais utilizadas são os múltiplos de VA/EBITDA, Valor Agregado pelo EBITDA, e o múltiplo de P/E, preço por lucro. Segundos os autores os múltiplos de P/E são mais utilizados fora do mercado financeiro, enquanto múltiplos relacionados ao VA/EBITDA são mais utilizados por instituições financeiras, isso porque o EBITDA desconsidera efeitos de juros e impostos, contas não relacionadas diretamente às operações da companhia que podem variar de acordo com legislações e regimes tributários e impactar o lucro da mesma. Assim, o múltiplo de VA/EBITDA tende a oferecer um resultado mais neutro, focado na parte operacional das empresas e livre dos efeitos externos e não padronizados citados acima, permitindo assim uma melhor comparação entre empresas do mesmo setor com legislações ou estrutura de financiamento diferentes.

Damodaran (2002) ressalta três aspectos importantes deste método: uma análise por múltiplos pode ser feita com menos premissas e de maneira mais rápida do que uma análise do fluxo de caixa, também cita que este tipo de análise é mais fácil de ser explicado para clientes que não

possuem conhecimentos específicos de finanças e por fim explica que esta análise reflete uma situação temporária do mercado e não o valor intrínseco de uma empresa.

Abaixo foram exemplificados os múltiplos P/E, VA/EBITDA e outros múltiplos e indicadores auxiliares que podem ser utilizados em uma análise por múltiplos de companhias comparáveis.

3.2.1.1 Múltiplo P/E (Price to Earnings)

O múltiplo P/E pode ser obtido de duas maneiras, dividindo o preço da ação pelo múltiplo EPS (*earnings per share*/lucro por ação) em casos de companhias listadas ou dividindo seu patrimônio líquido pelo seu lucro líquido no caso de companhias fechadas. Esta métrica indica quanto um investidor está disposto a pagar por uma unidade de lucro atual ou futura, ou também pode indicar o tempo necessário para que o investimento inicial se pague.

Fórmula 1 – Cálculo do P/E

$$\text{Múltiplo P/E} = \frac{\text{Preço da Ação}}{\text{EPS}}$$

Fórmula 2 – Cálculo do EPS

$$\text{EPS} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Total de Ações}}$$

Fórmula 3 – Cálculo do P/E

$$\text{Múltiplo P/E} = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Lucro Líquido}}$$

Rosenbaum e Pearl (2009) explica que o múltiplo de P/E pode ser ineficaz para companhias em estágios iniciais devido à instabilidade dos resultados, podendo gerar até múltiplos negativos, que devem ser descartados. Também explica que empresas com diferentes estruturas de capital, mas com operações e tamanho semelhantes podem possuir múltiplos diferentes devido ao aumento do pagamento de juros nas despesas financeiras, que por sua vez influenciaria no lucro líquido.

3.2.1.2 Múltiplos de Valor Agregado

Este tipo de múltiplo considera o Valor Agregado da empresa, que por sua vez inclui tanto a parte de patrimônio, referente aos acionistas, quanto a parte de dívida, referente aos credores. Neste tipo de análise tenta-se a obter um Valor de Agregado da companhia pela proporção deste em relação ao seu EBITDA ou em relação a suas vendas, sendo representados pelas siglas VA/EBITDA e VA/Receita Líquida. Inicialmente pode-se calcular o Valor Agregado por:

Equação 1 – Cálculo do Valor Agregado

$$\text{Valor Agregado (VA)} = \text{Captção de Mercado} + \text{Dívida Total} + \text{Interesses minoritários} - \text{Caixa e Equivalentes}$$

Fórmula 4 – Cálculo da Captação do Mercado

$$\text{Captação de Mercado} = (\text{Preço por ação}) * (\text{Total de ações disponíveis})$$

A partir do Valor Agregado, pode-se obter múltiplos de citados acima, vale ressaltar que o múltiplo VA/EBITDA é mais utilizado em companhias já estáveis e com margens definidas, enquanto o VA/Receita Líquida é mais utilizado em companhias em estágios iniciais devido a inconsistência de suas margens.

3.2.1.3 Índices ou Margens de Rentabilidade

Este tipo de índice indica a eficiência e a rentabilidade de uma companhia durante um trimestre ou um ano, são geralmente baseados nas linhas da demonstração de resultados, ou seja, são uma análise do exercício operacional.

- Margem Bruta – O lucro bruto é obtido através da subtração do custo do produto vendido da receita líquida. Divergências nesta margem podem indicar ineficiências na administração dos custos de produção, principalmente dos custos fixos.

Fórmula 5 – Cálculo da Margem Bruta

$$\text{Margem Bruta} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita Líquida}}$$

- Margem EBIT e EBITDA – O EBIT e o EBITDA são utilizados como *proxy* para o fluxo de caixa da companhia, o EBIT é baseado no lucro operacional e o EBITDA é baseado no lucro operacional da companhia com as adições de depreciação e

amortização. O margem de EBITDA tenta tornar comparáveis companhias com diferentes regimes tributários e regimes de depreciação e amortização.

Fórmula 6 – Cálculo da Margem EBIT

$$\text{Margem EBIT} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Receita Líquida}}$$

Fórmula 7 – Cálculo da Margem EBITDA

$$\text{Margem EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Receita Líquida}}$$

- Margem Líquida - A margem líquida é obtida pela divisão do lucro líquido pela receita líquida, esta indica a quantidade de dinheiro, salvo as reservas legais, que poderá ser retida ou destinada a distribuição de dividendos.

Fórmula 8 – Cálculo da Margem Líquida

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}}$$

3.2.1.4 Índices de Retorno

Os índices de retorno por sua vez são baseados em sua em linhas do balanço patrimonial e da demonstração de resultados, e medem o retorno de um indicador.

- ROIC (*Return on Invested Capital*) – O ROIC mede a eficiência de uma empresa considerando a sua capacidade de lucro operacional (EBIT), dividido pelo seu capital investido, seja ele patrimônio, dívida ou ambos.

Fórmula 9 – Cálculo do ROIC

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT} * (1 - \text{Impostos})}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Dívida Líquida}}$$

- ROE (*Return on equity*) – O ROE representa o retorno gerado para seus acionistas, utilizando-se das métricas de lucro líquido e a média do patrimônio líquido.

Fórmula 10 – Cálculo do ROE

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Média do Patrimônio Líquido}}$$

- ROA (*Return on assets*) – O ROA é uma retorno sobre o total de ativos, medido pelo lucro líquido dividido pela média do total de ativos. Divergências entre ROA's de empresas do mesmo setor com tamanhos similares podem indicar além de uma performance fraca, uma ineficiência dos ativos da companhia.

Fórmula 11 – Cálculo do ROA

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Média do Total de Ativos}}$$

3.2.1.5 Índices de Endividamento

Os índices de endividamento indicam o nível de alavancagem da companhia, ou seja, a relação de dívida de uma companhia com alguma métrica operacional ou contábil. Pode-se cotar como múltiplo de endividamento mais comum:

- Dívida líquida por EBITDA (Alavancagem) – Como o EBTIDA é utilizado como *proxy* para a geração de caixa da empresa, esta métrica pode ser interpretada como quantos anos ou ciclos operacionais serão necessário para pagar a dívida líquida da empresa.

Fórmula 12 – Cálculo da Alavancagem Operacional

$$\text{Alavancagem} = \frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{EBITDA}}$$

3.2.2 Método dos múltiplos das transações precedentes

O método das transações precedentes também é baseado em múltiplos, só que diferentemente do método das companhias comparáveis, este método considera os valores pagos em transações passadas. Geralmente é utilizado em transações de fusões, aquisições e reestruturações para determinar o valor da companhia.

Em termos de seleção o universo de companhias, este método possui uma tolerância maior, podendo ser utilizadas companhias de setores com atividades relacionadas, como por exemplo varejo e consumo, que compartilhem estruturas similares de operação e de mercado.

Segundo Rosenbaum e Pearl (2009) as transações realizadas recentemente podem ser mais relevantes devido a probabilidade de representarem uma situação de mercado mais parecida com a atual, mas também defende o uso de transações mais antigas que reflitam uma situação macroeconômica similar a atual. Em comparação com o método das companhias comparáveis, o método das transações precedentes geralmente resulta em múltiplos de maior valor devido a dois fatores:

- Prêmio de Controle – O investidor está disposto a pagar um valor maior para ser um controlador da companhia e possuir direito de participar das decisões da empresa sejam elas operacionais ou financeiras. Hitchner (2006) por sua vez define o prêmio de controle como valor ou percentual pelo qual o valor pró-rata de uma participação de controle excede o valor pró-rata de uma participação minoritária em uma empresa.
- Sinergias Potenciais – Ross; Westerfield e Jaffe (2002) definem sinergias como os benefícios resultantes de uma fusão ou aquisição. Dentre as sinergias, as mais comuns são redução de custos fixos e variáveis, compartilhamento de tecnologia, mercados e canais de distribuição, aumento do potencial de crescimento e de benefícios fiscais.

Neste método, além da seleção do universo de transações, também é necessário entender o contexto no qual a transação está inserida, Rosenbaum e Pearl (2009) ressaltam os seguintes pontos:

- Condições do Mercado – As condições do mercado podem influenciar tanto positiva quanto negativamente o valor de uma transação, uma transação no setor de tecnologia que ocorreu nos anos 2000 provavelmente possui um prêmio muito maior devido a bolha da internet do que uma transação que ocorreu em meados de 2008, quando ocorreu a crise do crédito.
- Tipo de Comprador – Pode-se dividir o universo de compradores em dois tipos, compradores estratégicos, cuja empresa a ser adquirida faz parte de sua estratégia de negócios, e investidores financeiros, empresas que buscam um investimento pensando em uma saída futura. Em geral os compradores estratégicos estão dispostos a pagar um valor maior na transação pois buscam sinergias entre os negócios, enquanto investidores financeiros possuem uma visão de curto e médio prazo, além de possuir restrições

financeiras, pois valores elevados podem diminuir seus retornos estipulados para transação.

- Tipo da transação – O tipo de transação também pode influenciar no preço pago. Uma transação realizada por leilão ou concessão busca aumentar a competitividade para obter a melhor oferta possível. Uma transação hostil, que não é muito comum no Brasil, também pode elevar o preço da oferta, já que a companhia alvo pode buscar de um comprador alternativo à aquisição hostil.

3.2.3 Método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF)

O método do fluxo de caixa descontado é utilizado para determinar o valor da companhia por meio da análise do seu fluxo de caixa livre e de sua estrutura de capital. Este método é diferente dos demais aqui apresentados, pois se baseia no valor intrínseco da companhia, ou seja, é baseado no potencial de crescimento não necessariamente refletido no mercado. Esta metodologia é utilizada em transações de fusões e aquisições, abertura de capital de empresas, reestruturações e decisões de investimento. O DCF pode ser útil também em companhias pequenas ou recém criadas onde não há uma seleção de companhias comparáveis ou transações precedentes.

A elaboração do método se consiste na projeção do fluxo de caixa livre da companhia em um horizonte de tempo, geralmente de 5 a 10 anos, mas este pode variar. Projeções para períodos muito longos tendem a ser incertas, assim, para evitar estas incertezas é adotado um valor terminal de saída baseado em uma taxa de crescimento a partir do último ano projetado no fluxo de caixa, esta taxa refletirá a taxa de crescimento da companhia nos anos seguintes.

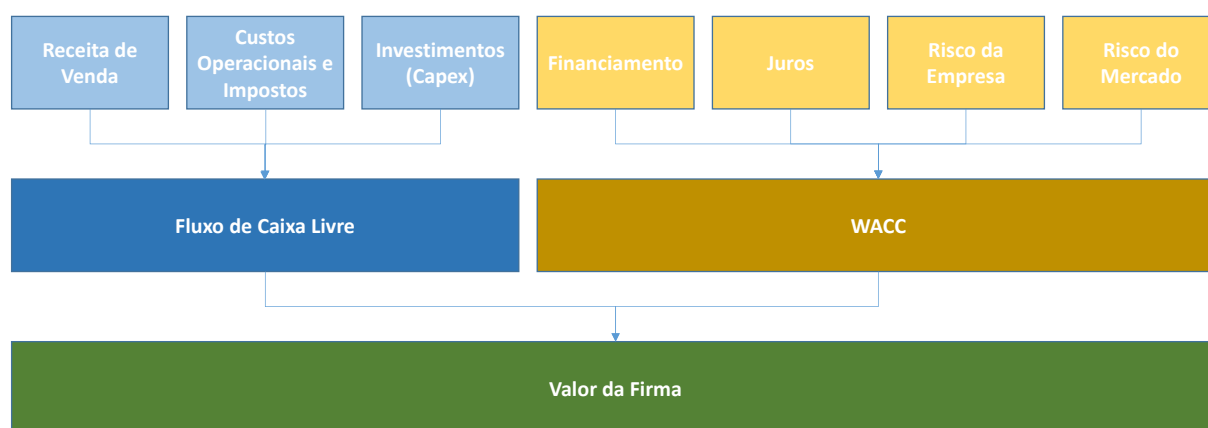
Em conjunto com as projeções do fluxo de caixa, também é considerada uma taxa de desconto, o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), uma média ponderada do custo de capital da companhia, que trará os valores projetados e o valor terminal a valor presente.

3.2.4 Custo de Capital

Brigham e Ehrhardt (2005) explicam que é possível uma companhia se financiar totalmente com a apenas capital próprio, mas mesmo assim, é comum empresas adotarem mais de uma

maneira para se financiar, diversificando assim o seu risco. Estas diferentes maneiras de se financiar são chamadas pelos autores de componentes de capital, e citam como os principais exemplos o capital próprio, resultante dos sócios e acionistas, e o capital de terceiros, resultante de empréstimos e emissões de dívidas. Mesmo havendo diferentes maneiras de se financiar, todas os provedores de capital possuem um fato em comum que é a expectativa de um retorno sobre seu investimento, mas nem todos os provedores esperam a mesma taxa de retorno ou de juros, devido a diferentes riscos e estruturas aos quais são expostos. A estas diferentes taxas de retorno para cada provedor de capital o autor dá o nome de custo do componente. Por fim, defende que o custo de capital para analisar oportunidades de investimento deve ser a média ponderada dos custo de componente pela proporção dos componentes de capital.

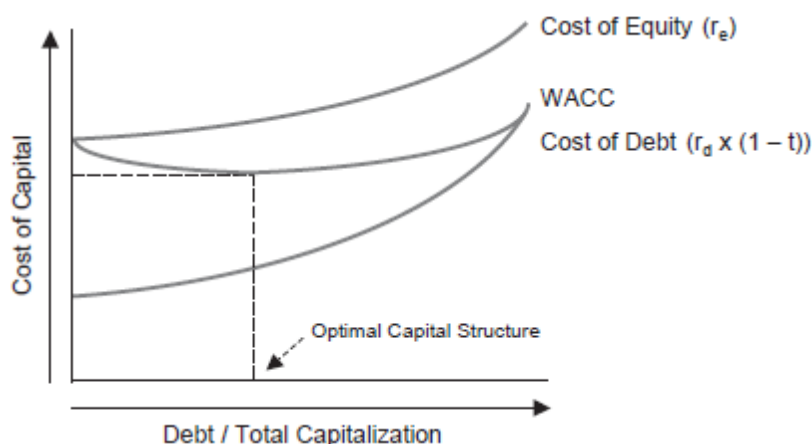
Figura 4 - Estrutura do valor da firma



Fonte: Brigham e Ehrhardt (2005)

Rosenbaum e Pearl (2009) defendem a existência de um ponto ótimo na estrutura de capital de uma empresa. Inicialmente uma companhia pode ser composta por apenas patrimônio, e seu custo de capital seria igual ao custo de capital próprio. A medida que esta adquire capital de terceiros, este ponto tende-se a deslocar para um valor mais baixo devido ao efeito da dedutibilidade de impostos nas despesas financeiras, atingindo um valor mínimo na curva, chamado de ponto ótimo do custo de capital. A medida que a empresa adquire mais capital de terceiros, o WACC tende a aumentar devido a probabilidade de insolvência ou moratória, fazendo com que os credores de capital de terceiros e capital próprio exijam retornos maiores.

Gráfico 4 - Estrutura Ótima de Capital



Fonte: Rosenbaum e Pearl (2009)

3.2.4.1 O cálculo do WACC

Benninga (2008) explica que o WACC possui dois usos importantes na avaliação econômica, o de ser utilizado como taxa de desconto em um modelo de fluxo de caixa livre para a determinação do Valor Agregado da empresa, e que o WACC pode ser utilizado como taxa de risco-desconto ajustada para projetos da empresa que possuem um risco similar ao do fluxo de caixa da mesma. Gitman (2009) defende que o retorno em um projeto deve ser no mínimo igual ao seu custo de capital para que o preço de sua ação se mantenha constante.

Como uma empresa é composta por capital próprio (E) e capital de terceiros (D), o WACC é representado pela ponderação do custo de oportunidade de cada componente por sua respectiva porcentagem na estrutura de capital total da empresa.

Equação 2 – Equação do WACC

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

onde:

r_d = custo do capital de terceiros

r_e = custo do capital próprio

t = taxa de impostos

D = valor de mercado da dívida

E = valor de mercado do patrimônio

3.2.4.2 Custo de Capital de Terceiros

O custo de capital de terceiros pode ser compreendido com um *mix* de todas as taxas a valor de mercado (*yield*) dos instrumentos dívida adotados pela companhia, ou também como uma média do retorno esperado pelos seus credores. No caso de emissões de dívida pública, como por exemplo *bonds* e debêntures, o valor de cada emissão pode ser obtido por sistemas de mercado financeiro, como por exemplo o Bloomberg.

3.2.4.3 O Custo de Capital Próprio

O custo do capital próprio pode ser compreendido como o retorno esperado pelos investidores em seu investimento de capital, e diferentemente dos custo da dívida, este não pode ser calculado pelo valor de mercado. Podem ser adotados diferentes modelos para se calcular o custo de capital próprio, no caso deste trabalho, foi utilizado o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) que se baseia nas hipóteses de taxa isenta de risco, beta e um prêmio de mercado.

Equação 3 – Cálculo do Retorno Esperado

$$E(R_i) = R_f + \beta * [E(R_m) - R_f]$$

Onde

$E(R_i)$ = Retorno esperado de um ativo i

R_f = Taxa de Retorno Isenta de Risco

$E(R_m)$ = Retorno esperado do portfólio

β = Beta do ativo i

O modelo CAPM é um modelo de risco e retorno utilizado para definir a taxa apropriada de retorno de um ativo. Este modelo é baseado na premissa que os seus investidores precisam ser

recompensados pelo risco sistêmico adquirido, o risco do mercado, por meio de um prêmio. O nível de exposição da companhia ao risco sistêmico está diretamente relacionado a covariância do valor de sua ação com a variação do mercado.

Damodaran (2002) define risco em finanças como a probabilidade de obter um retorno diferente do esperado em um investimento, seja este acima ou abaixo das expectativas. O autor também considera como hipóteses para o método CAPM: a inexistência de custos de transações que possam reduzir o retorno de investimentos, que todos os investimentos possam ser divididos infinitesimalmente e que todos os investidores possuam acesso livre a informação, evitando assim a supervalorização ou desvalorização de um ativo.

Adaptando a equação do CAPM ao custo de capital próprio obtêm-se:

Equação 4 – Cálculo do Custo de Capital Próprio

$$r_e = r_f + \beta_l * (r_m - r_f)$$

Onde

r_e = Custo de Capital Próprio

r_f = Taxa de Retorno Isenta de Risco

β_l = Beta alavancado

$r_m - r_f$ = prêmio de mercado

3.2.4.4 Retorno Isento de Risco (r_f)

Copeland; Koller e Murrin (2000) definem como taxa de retorno isenta de risco todo valor mobiliário que em teoria não apresente risco de moratória e que seja completamente não correlacionado com qualquer item da economia. Utilizam como melhor aproximação as letras e notas do tesouro americano com diferentes maturações, e recomendam o uso da nota do tesouro com vencimento de 10 anos devido a sua maior proximidade com o período do fluxo de caixa projetado de uma companhia e a sua menor sensibilidade a mudanças inesperadas na inflação. Damodaran (2002) explica que um ativo com retorno isento de risco pode ser

considerado aquele que investidor possui certeza de seu retorno durante o horizonte de tempo do investimento.

Rosenbaum e Pearl (2009) reconhecem que podem ser utilizadas diversas opções, mas por outro lado defendem que deve ser utilizado uma estimativa que acompanhe o ciclo de vida da companhia, e por isso recomendam a nota de 30 anos. Também reconhecem que existe um risco de moratória associado a emissão de títulos de do governo de longa data e aceitam o uso de interpolações entre notas de 10 e 30 anos.

3.2.4.5 O Prêmio de Mercado ($r_m - r_f$)

O prêmio de mercado pode ser compreendido como a diferença entre a taxa de risco do mercado e o retorno isento de risco. Copeland; Koller e Murrin (2000) explica que este prêmio pode ser determinado com bases históricas ou em estimativas do mercado futuro. Existem consultorias especializadas em calcular o prêmio de mercado, como por exemplo a Ibbotson.

3.2.4.6 Beta (β_l)

O beta é calculado por meio da divisão da covariância de um ativo pela variância do portfólio do mercado. Assim, quanto mais próximo ao mercado, o portfólio escolhido, melhor será a estimativa do beta, no caso do Brasil, o Ibovespa pode servir como uma carteira espelho do mercado.

O beta também pode ser obtido por uma análise das séries passadas da carteira e do ativo em questão, mas por se tratar de uma estimativa histórica, este método pode não refletir estimativas para retornos futuros, assim, também existe a possibilidade do uso do beta presumido, que visa às estimativas futura da companhia.

Na prática o cálculo do beta pode divergir entre empresas e instituições financeiras devido ao horizonte de tempo considerado e a carteira espelho do mercado adotada, assim alguns analistas recorrem a serviços de informações de mercado financeiro para obter um consenso de beta.

Vale ressaltar que o beta também é diretamente influenciado pela estrutura de capital da empresa e para se obter uma estimativa beta para uma empresa fechada, é necessário

desalavancar o beta das companhias do setor, ou seja, remover os efeitos da estrutura de capital, realizar uma análise dos betas desalavancados, determinar uma estimativa de beta para o setor e depois realavancá-lo considerando a estrutura de capital da empresa fechada.

Equação 5 – Cálculo do Beta Desalavancado

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{\left(1 + \frac{D}{E} * (1 - t)\right)}$$

Onde

β_u = beta não alavancado

β_l = beta alavancado

$\frac{D}{E}$ = proporção de dívida bruta e capital próprio

t = taxa de impostos

3.2.5 O Fluxo de Caixa Livre (FCF)

O fluxo de caixa livre é uma medida que indica a quantidade de caixa gerada por uma companhia em um horizonte de tempo, depois de ter pago suas despesas operacionais e impostos, e também depois de ter destinado recursos ao capital de giro e capital de investimento (*capex*).

Damodaran (2002) define o fluxo de caixa livre como a soma de todos os fluxos de caixa para os quais companhia tem obrigações, incluindo, acionistas preferenciais, acionistas ordinários e credores de dívida, Benninga (2008) por sua vez, ressalta que o fluxo de caixa livre mede o caixa produzido por uma empresa sem considerar a maneira com que esta foi financiada, e considera como a melhor medida para medir o caixa produzido por um negócio.

Equação 6 – Cálculo do Fluxo de Caixa Livre

$$FCFF = EBIT + D\&A - \Delta NWC - Capex$$

Onde

$FCFF$ = Fluxo de caixa livre para a companhia

$EBIT$ = Lucro Operacional (*Earnings Before Interest and Taxes*)

$D\&A$ = depreciação e amortização

ΔNWC = Variação no Capital de Giro

$Capex$ = Capital de Investimento

Como explicado anteriormente o fluxo de caixa livre geralmente é projetado para um período de 5 a 10 anos para companhias em um estágio mais estável. Ao se considerar empresas em estágio inicial, o tempo da projeção pode variar, atingindo maiores horizontes de tempo, até que o seu fluxo de caixa se estabilize. Em análises de concessões públicas, o período projetado geralmente é mais longo e é igual ao período da concessão.

3.2.6 O crescimento na perpetuidade

Em um conceito geral, estimativas para períodos muito longos ou muito distantes podem ser falhas e podem ignorar situações ou conjunturas externas ainda não vigentes. O mesmo pode se aplicar ao universo econômico, onde incertezas sobre mercados e economia podem agravar-se e prejudicar o resultado da indústria como um todo, ou amenizar-se e permitir um ambiente favorável ao desenvolvimento.

Para evitar o uso de estimativas distorcidas para o futuro, é utilizado um valor terminal para o fluxo de caixa, que considera um crescimento da empresa a uma taxa constante após o período projetado. Este valor terminal é calculado da seguinte maneira:

Equação 7 – Cálculo do Valor Terminal

$$Valor\ Terminal = \frac{FCF_n * (1 + g)}{(r - g)}$$

Onde

FCF_n = fluxo de caixa não descontado no período n

n = ano final da projeção

g = taxa de crescimento perpétuo

r = taxa de WACC

3.2.7 O Fluxo de Caixa Descontado

Definida as projeções do fluxo de caixa, o cálculo do WACC e o valor de perpetuidade da companhia, o Valor Agregado de uma empresa pode ser calculado pelo desconto das projeções futuras e do valor perpetuo, às taxas de WACC e de crescimento perpétuo conforme a fórmula abaixo:

Equação 8 – Cálculo do Valor Agregado

$$VA = \sum_i^n \frac{FCF_i}{(1+r)^i} + \frac{FCF_n * (1+g)}{(r-g) * (1+r)^n}$$

Onde

FCF_i = fluxo de caixa livre da companhia no período i

n = período final da projeção

g = taxa de crescimento perpétuo

r = taxa de WACC

4 PANORAMA MACROECONÔMICO

Nesta seção do trabalho foi realizada uma análise macroeconômica para ilustrar a situação econômica brasileira atual por meio dos indicadores macroeconômicos mais utilizados para auxiliar decisões de investimentos ou que de certa forma influenciam o setor no qual o trabalho foi desenvolvido. Os indicadores econômicos aqui analisados incluem o PIB, a inflação, o poder de compra do consumidor e o crédito.

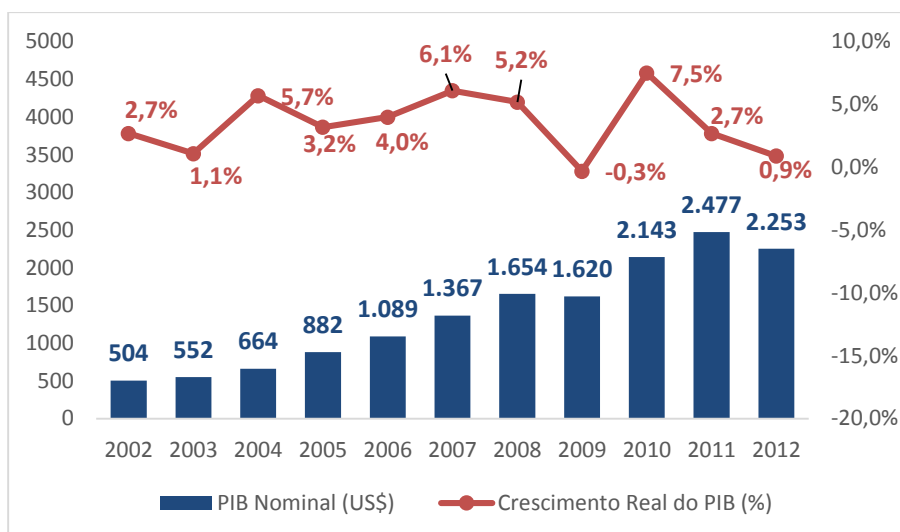
4.1 O PIB

O produto interno bruto (PIB) é uma estatística econômica que mede o valor de mercado de todos os bens e serviços finais produzidos durante um intervalo de tempo. Para o seu cálculo são considerados o consumo das famílias, os investimentos no país, os gastos do governos e as exportações líquidas.

4.1.1 O PIB brasileiro

A economia brasileira é a sexta maior economia do mundo em termos de PIB nominal e a sétima maior em termos de paridade de poder de compra. Membro do BRIC, o Brasil na última década foi manchete de diversos jornais sendo referência entre os países emergentes devido ao seu alto potencial de crescimento, resultado de suas reformas monetárias e econômicas durante a década de 90.

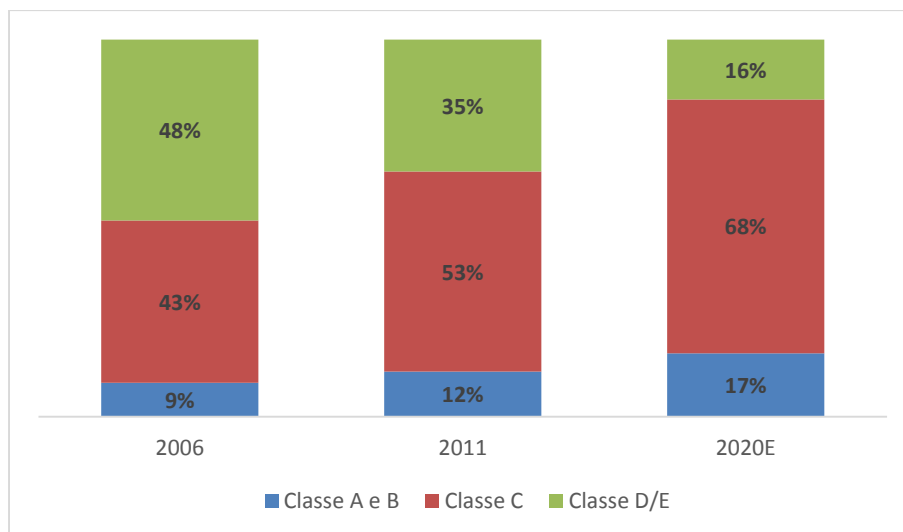
Gráfico 5 – Evolução do PIB Brasileiro (US\$)



Fonte: Banco Mundial

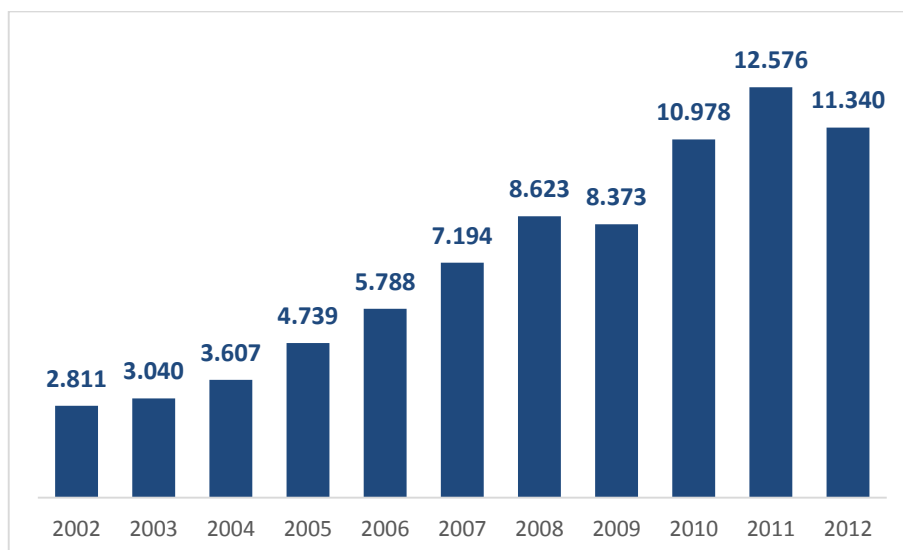
O PIB brasileiro cresceu significativamente na última década, principalmente em dólares, devido ao fato da estabilização da moeda brasileira em relação ao dólar, um aumento do preço das *commodities*, um aumento na ascensão de famílias à classe média, devido a fatores sociais e políticos, juntamente com um aumento de crédito e um ambiente economicamente mais estável.

A população brasileira também cresceu na última década, em média 1,03% ao ano, atingindo 198,7 milhões de habitantes em 2012, enquanto que em 2002 possuía 179,4 milhões de pessoas, representando um aumento do potencial mercado consumidor, e atualmente se encontra dividida em 5 classes de acordo com a renda familiar, sendo que o critério para a definição de cada classe segundo o Centro de Pesquisas Sociais da Fundação Getúlio Vargas é: classe A, renda familiar superior a R\$ 6,745, classe B, renda familiar entre R\$5,174 e R\$6,745, classe C, renda familiar entre R\$1,200 e R\$5,174, classe D, renda familiar entre R\$ 751 e R\$ 1,200, e classe E, renda familiar inferior a R\$ 751. A classe C aumentou consideravelmente sua proporção devido à ascensão de diversas famílias da classe D e E, que foram impulsionadas pelas reformas sociais ocorridas no país, como por exemplo o programa de incentivo do governo como o bolsa família. Esta migração das camadas inferiores para a classe C ainda tende a aumentar nos próximos anos como prevê o gráfico abaixo:

Gráfico 6 - Ascensão Social

Fonte: Centro de Pesquisas Sociais (FGV)

O PIB per capita também aumentou na última década, especialmente em dólares, resultando em um aumento do poder aquisitivo da população, que contribuiu para um aquecimento no setor de consumo, pode-se considerar as principais razões deste aumento as mudanças sociais e o aumento do salário mínimo.

Gráfico 7 - Evolução do PIB per capita em US\$

Fonte: Banco Mundial

O PIB brasileiro é altamente concentrado em consumo, tanto privado quanto público, o que é um ponto positivo para os setores de consumo e varejo, mas também pode ser uma preocupação para o crescimento a longo prazo. Este tipo de modelo altamente baseado em consumo pode

evidenciar e agravar gargalos de infraestrutura presentes no país devido à falta de investimentos em outros setores estruturais, como por exemplo o setor de transporte que é precário.

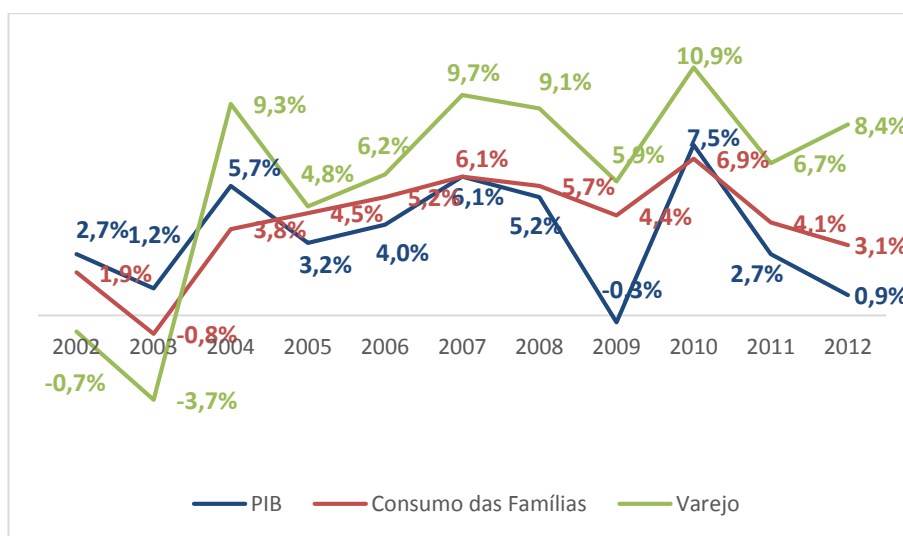
Tabela 1 - Divisão do PIB por componente

Ano	Consumo das famílias	Gastos Públicos	Investimentos	Exportação de bens e serviços	Importação de bens e serviços	Total
2012	2.744.452,00	944.543,00	798.695,00	552.843,00	-615.765,00	4.424.768,00
%	62,0%	21,3%	18,1%	12,5%	-13,9%	100,0%
2007	1.594.067,00	539.061,00	464.137,00	355.672,00	-315.217,00	2.637.720,00
%	60,4%	20,4%	17,6%	13,5%	-12,0%	100,0%
2002	826.468,00	258.043,00	221.772,00	158.619,00	-175.748,00	1.289.154,00
%	64,1%	20,0%	17,2%	12,3%	-13,6%	100,0%
1997	609.294,00	186.854,00	163.134,00	64.056,00	-84.714,00	938.624,00
%	64,9%	19,9%	17,4%	6,8%	-9,0%	100,0%

Fonte: IBGE

Por ser representado por quase 60% pelo consumo de famílias, é esperado que as variações do PIB e do setor de consumo e varejo apresentem um comportamento similar quando perturbados.

Gráfico 8 – Evolução percentual do PIB, consumo das famílias e varejo no Brasil



Fontes: IBGE e Gouvêa Souza

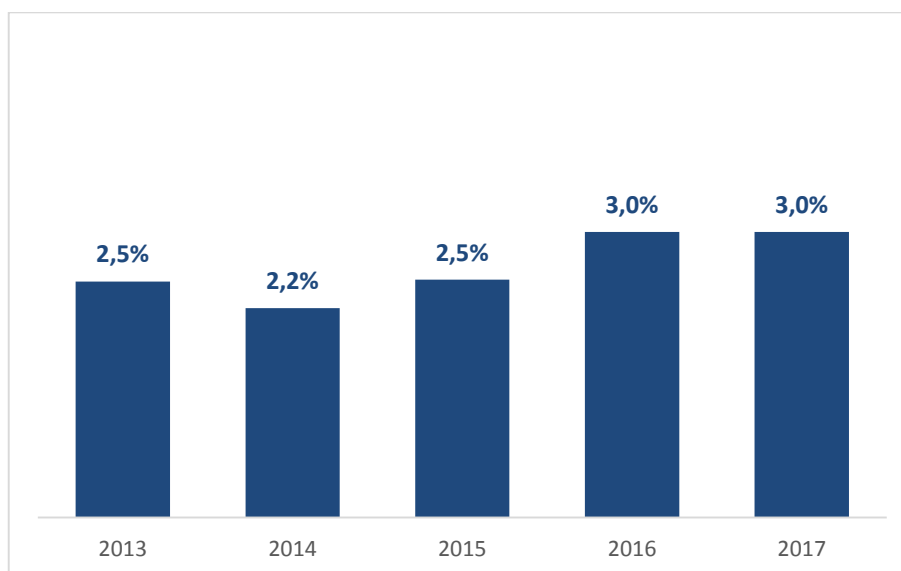
O gráfico acima demonstra que os três fatores analisados apresentam um comportamento similar quando perturbados, sendo que o varejo foi o que apresentou a maior volatilidade, enquanto o consumo das famílias apresentou a menor. Assim, percebe-se uma relação entre as tendências do comportamento do PIB com os setores de consumo e varejo, e a partir desta conclusão, as projeções de crescimento do PIB foram utilizadas como premissas para um dos métodos a ser discutido neste trabalho.

4.1.2 Projeções de Crescimento do PIB

Apesar do período de crescimento robusto na última década, e uma boa recuperação do período pós-crise, a economia brasileira está desacelerando. Incertezas sobre as políticas intervencionistas do governo, o baixo preço das *commodities* e o cenário mundial não favorável representam uma dúvida para os investimentos no Brasil.

Devido a performance modesta da economia nos primeiro semestre de 2013, é pouco provável que o PIB brasileiro exceda a marca de 3,0% neste ano. As expectativas mais realistas do mercado pairam no intervalo de 2,5%. Caso este seja o caso, a economia brasileira, pelo terceiro ano consecutivo, irá crescer abaixo da média anual dos últimos 13 anos.

Gráfico 9 - Estimativas do crescimento real do PIB brasileiro



Fonte: Banco Central

A curto e médio prazo, uma série de fatores conjunturais e estruturais influenciam negativamente o crescimento do PIB e consequentemente suas projeções de curto prazo. Tais problemas englobam a infraestrutura precária brasileira, com um histórico de baixo investimento no setor, um ambiente altamente burocrático para negócios e empreendedorismo com um dos sistemas tributários mais complicados do mundo e uma alta carga de impostos, que não são convertidos em bons serviços públicos devido a ineficiência política do país. Intervenções recentes do governo como por exemplo a MP 579 no setor elétrico, também diminuíram o apetite dos investidores externos no país, causando preocupações e incertezas em relação as intervenções do governo no setor público e privado. Juntamente a estes fatores soma-

se a recente desaceleração da China, um dos maiores importadores de *commodities* do Brasil, e um cenário econômico internacional não favorável, que por sua vez enfraquecem as projeções de crescimento a curto prazo do país.

Já a longo prazo o país conta com um cenário positivo. Fatores como o sistema político relativamente estável no Brasil, um grande mercado consumidor, um amplo potencial agrícola e investimentos contínuos no setores de petróleo e mineração, permitem um ambiente favorável para o crescimento a médio e longo prazo. Além disso, os investimentos privados no setor de infraestrutura, que tem sido fortemente apoiado pelo governo por meio de concessões de rodovias, portos e aeroportos, podem representar uma solução para os gargalos de infraestrutura do país, influenciando positivamente este ambiente a longo prazo.

4.2 Inflação

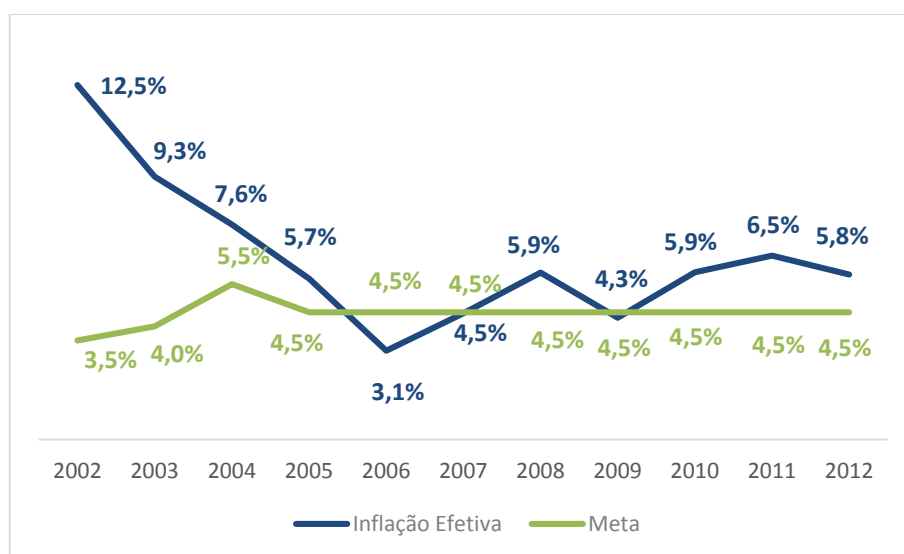
A inflação é um conceito econômico que mede o aumento dos preços dos produtos em um país ou região, e que conseqüentemente diminui o poder de compra do consumidor. O Brasil já teve grandes problemas com inflação durante a década de 80 e início dos anos 90, até que esta foi finalmente corrigida em 1994 com o Plano Real. Desde este período a inflação tem sido controlada pelo Banco Central por meio de uma política econômica de Metas de Inflação, na qual o Banco Central, por meio de variações nas taxas de juros, crescimento da base monetária ou alterações nas taxas de câmbio, mantém a inflação dentro de um intervalo de controle aceitável. O indicador mais utilizado para medir a inflação é o IPCA, que significa, índice de preços ao consumidor amplo, e a partir de 1º de janeiro de 2012 é calculado com base nos seguintes itens e pesos:

Tabela 2 – Componentes do IPCA (2012)

Tipo de Gasto	Peso
Alimentação e bebidas	23,1%
Artigos de residência	4,7%
Comunicação	5,0%
Despesas pessoais	9,9%
Educação	4,4%
Habitação	14,6%
Saúde e cuidados pessoais	11,1%
Transportes	20,5%
Vestuário	6,7%
Total	100,0 %

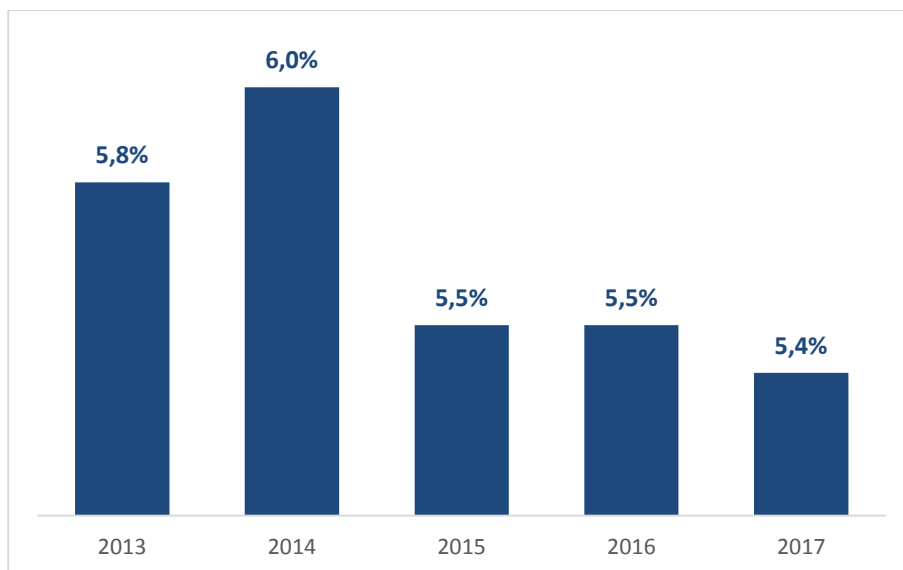
Fonte: Portal Brasil

Desde 2005 esta meta de controle da inflação é de 4,5% $\pm$ 2,0%. No entanto, devido ao esfriamento da economia nos últimos anos, o governo vem pressionando o Banco Central para diminuir as taxas de juros para aumentar o crescimento econômico, tais medidas ocasionaram aumento na taxa de inflação e em alguns casos esta atingiu valores superiores ao seu teto.

Gráfico 10 - Evolução Histórica do IPCA

Fonte: IBGE

Depois de atingir uma alta de 6,59% em Março/13, a inflação acumulada nos últimos 12 meses permanece a 5,86% (Set/13). As projeções de mercado também não preveem um valor muito abaixo a 6,00% até o final do ano.

Gráfico 11 - Estimativas do IPCA

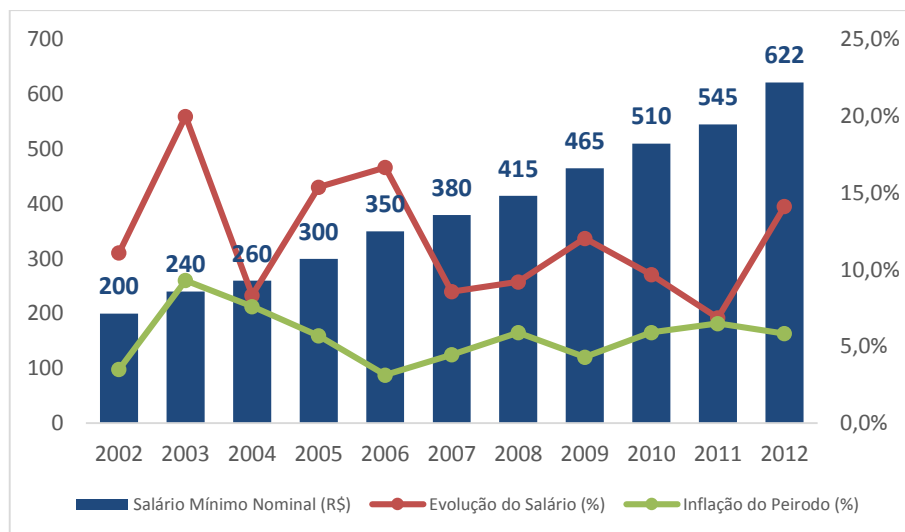
Fonte: Bacen

4.3 Salário Mínimo

O salário mínimo brasileiro foi criado em 1940 no governo de Getúlio Vargas e de acordo com o Art. 7º Inciso IV da constituição brasileira vigente, o salário mínimo para o trabalhador brasileiro é:

“fixado em lei, nacionalmente unificado, capaz de atender a suas necessidades vitais básicas e às de sua família com moradia, alimentação, educação, saúde, lazer, vestuário, higiene, transporte e previdência social, com reajustes periódicos que lhe preservem o poder aquisitivo, sendo vedada sua vinculação para qualquer fim.”

Também representa um indicador do poder de compra da população já que a maioria das classes B, C, D e E possuem sua remuneração indexada ao salário mínimo.

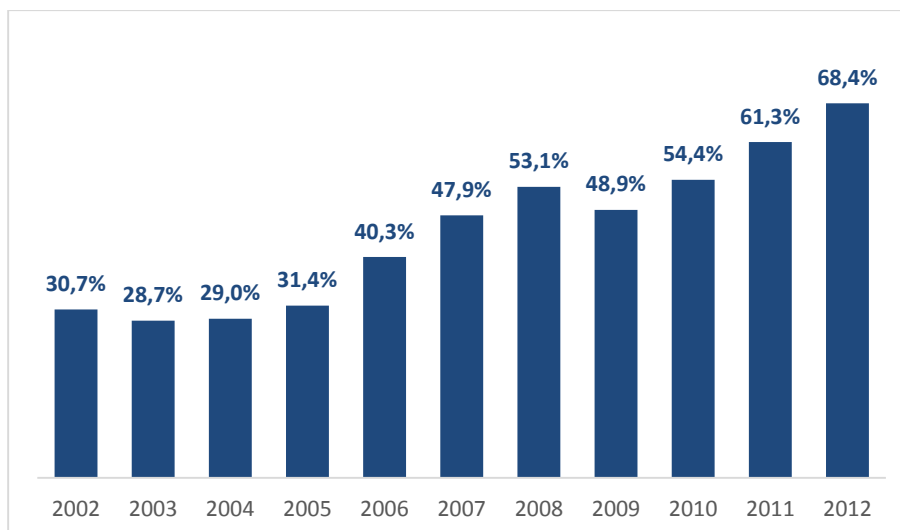
Gráfico 12- Evolução do Salário Mínimo

Fonte: Portal Brasil e IBGE

Para elaboração de gráfico acima considerou-se o salário mínimo vigente no final de cada ano e analisou-se o crescimento deste contra a inflação acumulada do ano. Percebe-se que o reajuste de salário mínimo anual sempre foi maior ou igual a inflação do período, representando um aumento real do poder de compra.

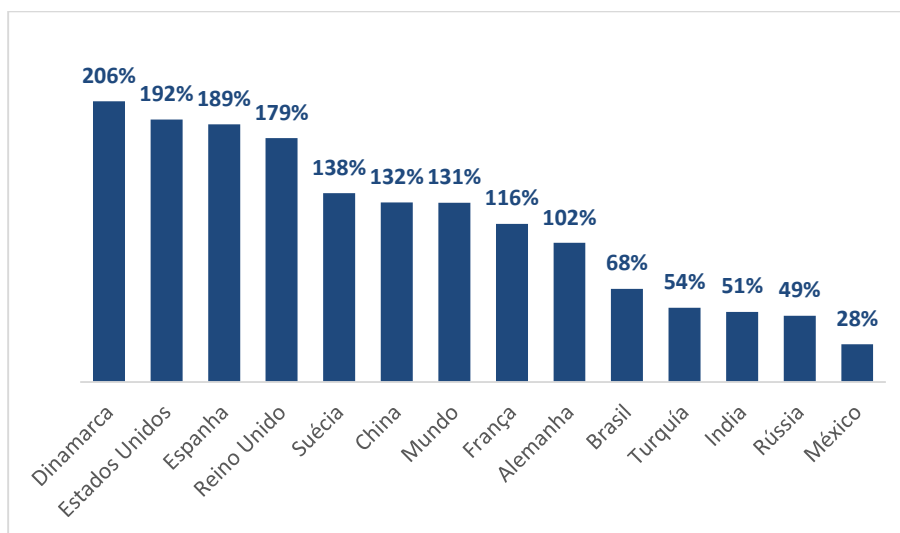
4.4 Crédito

O crédito também desempenha um papel importante na economia brasileira pois de maneira simplificada sua concessão representa um aumento no poder e na capacidade de compra do brasileiro, especialmente no setor de consumo de bens duráveis. O nível de concessão de crédito no Brasil. Praticamente dobrou na última década devido política e econômica do país, permitindo uma diminuição da taxa de juros, o que possibilitou a elaboração de novas linhas de crédito antes não disponíveis, tanto no setor de crédito pessoal, imobiliário e corporativo. Existe ainda uma tendência no aumento do crédito pessoal de curto prazo devido às diminuições nas restrições e garantias necessárias para a concessão de crédito pelo Banco Central a partir do final de 2011. O aumento crédito corporativo também aumentou principalmente devido ao aquecimento da economia na última década e à maior liquidez no mercado de capital brasileiro.

Gráfico 13 - Evolução da Concessão de Crédito no Brasil

Fonte: Banco Central

Vale ressaltar que se comparado o volume de crédito no Brasil com outros países ainda existe espaço para um aumento. Países desenvolvidos como EUA, Reino Unido e Japão, apresentam um volume de crédito superior a 1,5x o valor de seu PIB anual enquanto países em desenvolvimento como Brasil, Rússia e Índia ainda estão em faixas de 0,5x a 1,0x o valor do PIB anual.

Gráfico 14 - Comparação da porcentagem de crédito em relação ao PIB

Fonte: Banco Mundial

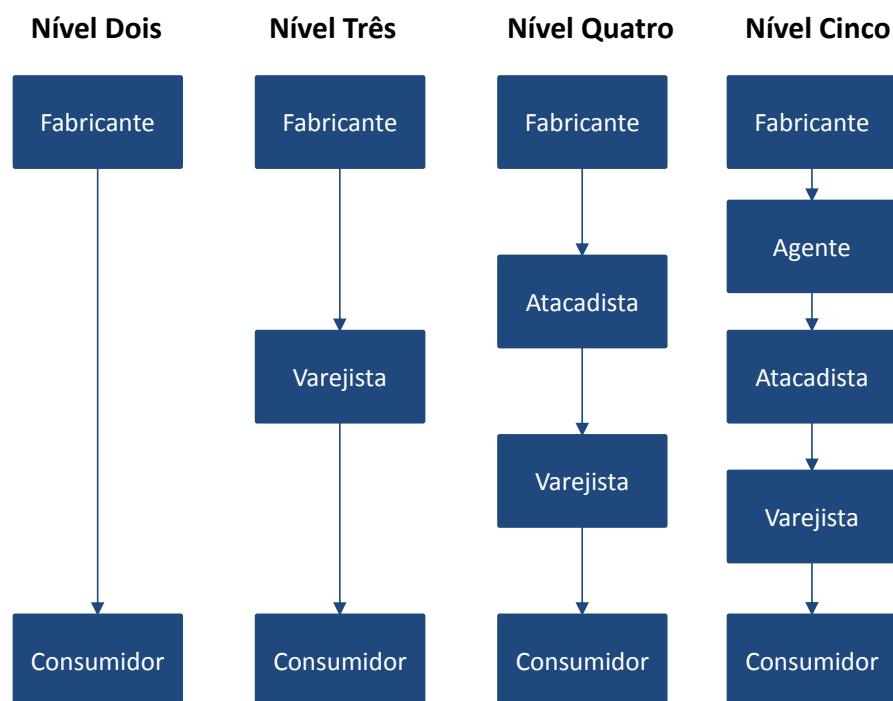
5 O VAREJO BRASILEIRO

Segundo Parente (2000) o varejo pode ser compreendido como todo tipo de atividade que engloba o processo de venda de produtos e/ou serviços para atender uma necessidade ou vontade pessoal do consumidor final, não se restringindo apenas ao conceito de loja física, mas também englobando atividades por correios, telefone e internet.

5.1 Fluxos do varejo

Em termos de distribuição fluxo entre o produto e o cliente final pode passar por diversos níveis sendo que o varejista participa deste sistema como uma conexão entre a produção e o consumidor. Inicialmente o autor ilustra esse fluxo pelos seguintes níveis:

Figura 5 - Níveis de Varejo



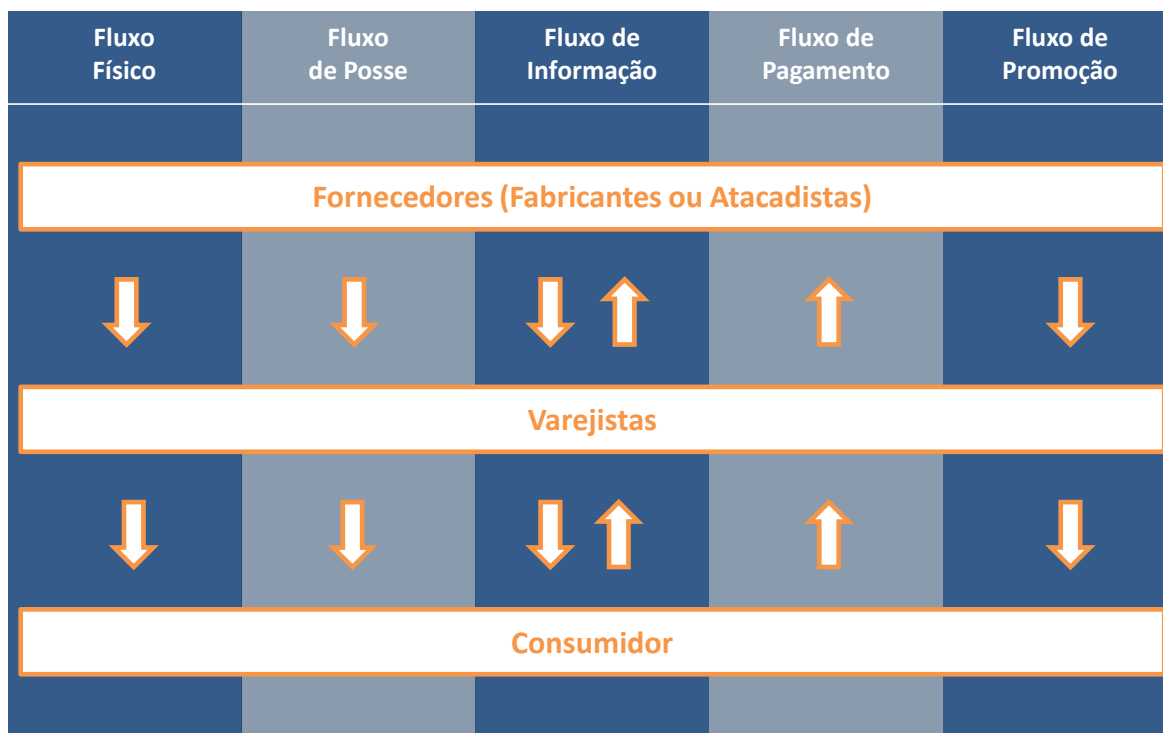
Fonte: Parente (2000)

Mas não obstante apenas a distribuição, o varejo engloba outros cinco tipos de fluxos presentes entre a produção e o consumidor final, sendo eles:

- Fluxo de produto e serviços - Refere-se ao movimento físico, ou seja o transporte do bem ou serviço até o consumidor final

- Fluxo de propriedade - Refere-se à posse do produto ou serviço, muitas vezes acompanha o próprio fluxo do produto
- Fluxo de informação - Refere-se à troca de informações durante o processo de venda de um produto, sendo assim bidirecional, onde tanto o cliente quanto o fabricante e os intermediários aprendem com o processo de venda do produto. Vale ressaltar que com o avanço da Internet, alguns agentes intermediários foram retirados deste fluxo.
- Fluxo de pagamento - Refere-se a transferência do pagamento, sendo assim de baixo para cima da cadeia.
- Fluxo de Promoção - Refere-se à comunicação, à publicidade e ao marketing durante o processo, sendo na maioria dos casos baseado em análises do fluxo de informação

Figura 6 - Fluxos presentes no Varejo



Fonte: Parente (2000)

Parente (2000) também propõe uma categorização dos varejistas em relação ao tipo de propriedade da instituição e em relação ao tipo de atividade.

5.2 Classificação por tipo de propriedade:

Nesta categoria são propostas 4 classificações: Independente, redes, franquias ou alugadas:

- Independentes – Geralmente correspondem a pequenas empresas de apenas uma unidade, com administração familiar. Por um lado possui um contato mais direto com o comprador, se adaptando mais facilmente às necessidades deste. Por outro lado, devido ao seu porte, geralmente apresenta recursos limitados e baixo nível de integração e automatização
- Redes – Refere-se a um conjunto de lojas sob a mesma marca ou bandeira. Devido ao seu porte possibilita uma redução de custos operacionais e despesas administrativas devido à economia de escala, e também possui um poder de barganha maior com seus fornecedores.
- Franquias – É o resultado de um acordo bilateral entre o franqueador e o franqueado. Nesta categoria de negócios o franqueado, mediante a um pagamento de royalties e taxa, possui o direito de operar um negócio de acordo com os procedimentos e regras estabelecidos pelo franqueador, este por sua vez se responsabiliza por fornecer um sistema operacional e de marketing para que o franqueado desempenhe suas atividades. Pode-se subdividir este grupo em dois tipos:
 - Produto e Marca – O franqueado possui o direito de vender os produtos com a marca e identidade do franqueador, podendo ter maior autonomia em relação a este.
 - Formato de Negócios – O franqueado além de adquirir o direito de comercializar produtos e serviços, também adquire o formato de negócios do franqueador, possuindo uma maior dependência deste em suas atividades, mas também recebe um suporte operacional.
- Departamentos alugados – Nesta categoria a operador do negócio não é o proprietário do estabelecimento. Este modelo é utilizado quando o varejista não possui o conhecimento técnico ou operacional necessário para gerir o negócio, assim aluga o direito de operação para uma empresa ou equipe especializada.

5.3 Classificação de instituições com lojas físicas

Neste tipo de divisão são propostas três subcategorias: Varejo alimentício, varejo não alimentício e varejo de serviços.

- Varejo alimentício – Refere-se a todo tipo de operação relacionada ao comércio de alimentos, composto pelas seguintes subdivisões: Bares, mercearias, padarias, minimercados, lojas de conveniência, supermercados compactos, supermercados convencionais, superlojas, hipermercados e clubes atacadistas
- Varejo não alimentício – Refere-se a todo tipo de operação não alimentar. São propostas as seguintes subcategorias:
 - Lojas especializadas – Representam a maior parte do varejo não alimentício no Brasil. Focadas em apenas um tipo de indústria ou comércio, disponibilizando um amplo leque de produtos para esta indústria ou comércio e posicionando-se de maneira flexível de acordo com sua estratégia de posicionamento. Como exemplo pode-se citar as lojas da Hering no setor de vestuário
 - Lojas de departamento – São lojas que oferecem uma ampla gama de produtos, serviços e funções para seus clientes. Apresentam um grande porte físico, superior a 4.000m², e operam com volumes elevados. Como exemplo pode-se citar as antigas lojas Mappin.
 - Mini lojas de departamento ou Magazines – Diferente das lojas de departamento possuem uma linha de produtos limitada, com uma maior tendência para eletrodomésticos e móveis. Suas lojas apresentam um porte físico entre 500m² e 1000m². Como exemplo pode-se citar a Magazine Luiza.
- Varejo de serviço – Diferente do conceito tradicional do comércio onde o comprador adquire o direito de posse de um produto após sua compra, no varejo de serviço o consumidor adquire o direito de uso de produto ou dos benefícios do produto. Como exemplo pode-se citar academias, serviços de pet shop e salões de beleza.

5.4 Classificação de instituições sem lojas físicas

Apesar do varejo com lojas ser o tipo ainda mais comum de venda, esta modalidade de varejo ganhou espaço nas últimas décadas devido ao aumento da penetração da internet e das tecnologias virtuais além do surgimento de novos modelos de negócio. Pode-se subdividir esta categoria em: Marketing direto, venda direta, *vending machines* e varejo virtual.

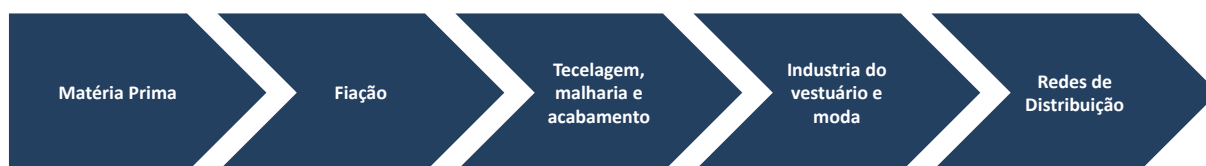
6 O SETOR DO VESTUÁRIO

Nesta parte do trabalho foi analisado o setor do vestuário, desde a evolução da cadeia produtiva, a classificação das empresas locais, o mercado consumidor final brasileiro, a performance recente das companhias abertas e os fatores que influenciam este setor.

6.1 A indústria do setor têxtil-vestuário

O processo global de produção da indústria têxtil-vestuário é composto diversas etapas que gradativamente agregam valor ao produto, estas etapas englobam desde a produção de matéria prima base para o tecido, até o processo final de venda para o consumidor. Cruz-Moreira (2003) propõe as seguintes etapas para esta cadeia produtiva.

Figura 7 - Cadeia produtiva da indústria têxtil-vestuário



Fonte: Cruz Moreira (2003) adaptado

- **Matéria-prima:** é o segmento inicial da cadeia, e é representada pela indústria agropecuária, com o fornecimento de fibras naturais, celulose, com o fornecimento de filamentos e fibras artificiais, e petroquímica, com o fornecimento de fibras sintéticas.
- **Fiação:** É o segundo segmento da cadeia, nesta etapa a matérias primas são transformadas em fios por meio de processos industriais.
- **Tecelagem, malharia e acabamento:** Estão envolvidos nesta etapa a fabricação do tecidos e malhas, por meio de processos mecânicos e químicos, e o acabamento dos mesmos. Após esta fase os produtos podem se destinar ao vestuário, decoração, tapeçaria, automobilística e aviação e finalidades técnicas.
- **Indústria de vestuário e moda:** refere-se ao processo de design, corte e produção dos artigos do vestuário, podendo ser dividido em artigos mais simples, com poucas características de diferenciação como por exemplo camisetas e meias, e artigos mais elaborados, como é caso da indústria da moda, onde os produtos possuem maior valor agregado.

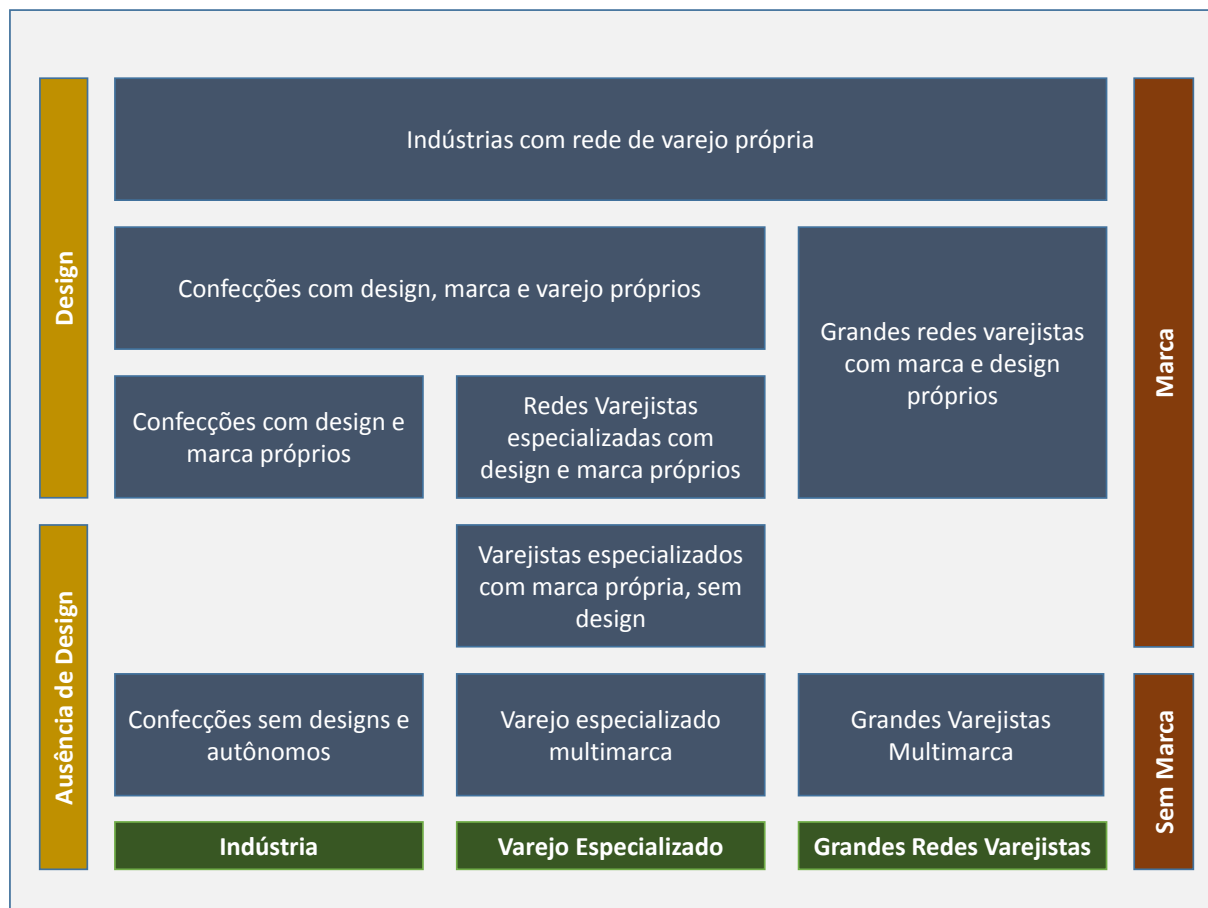
- Redes de distribuição: São responsáveis pelo contato entre consumidor e o produto, e podem ser divididas nas categorias de varejo, redes especializadas e lojas especializadas.

A companhia a ser estudada está posicionada predominantemente nos dois últimos elos da cadeia produtiva envolvendo os processos de design, corte, produção e distribuição de seus artigos, assim como a maioria de seus competidores que serão mencionando ainda neste capítulo. No início de suas atividades a companhia também atuou no processos de fiação e malharia, mas os abandonou por questões estratégicas.

6.2 Classificação das empresas de vestuário

Carvalhinha (2007) em sua análise do setor de vestuário brasileiro propõe uma classificação específica para as empresas, baseada na estrutura das empresas e decisões estratégicas das mesmas. Inicialmente a autora adota três pilares como base para sua classificação: Presença de marca própria, complexidade da cadeia, e capacitação em design.

Figura 8 - Classificação das indústrias do setor de vestuário



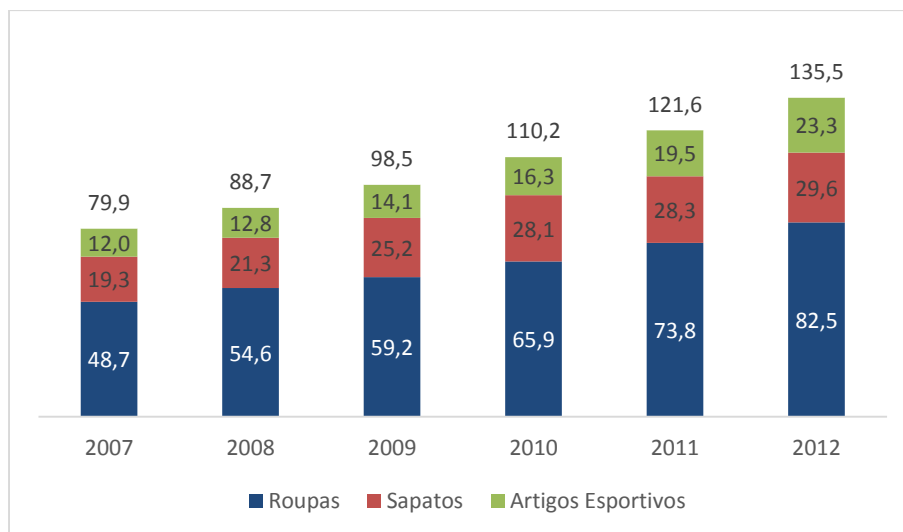
Fonte: Carvalhinha (2007)

- Grandes varejistas multimarcas – Esta categoria engloba varejistas que não produzem e não possuem marca própria no comércio de roupas e vestuário, o segmento de vestuário pode não estar diretamente associado a atividade principal da empresa, e atendem a um público variado. Seu grande diferencial são sua estrutura e sua capilaridade de distribuição. São empresas de médio a grande porte e trabalham com volumes altos de peças mas com pouco valor agregado, o que lhes confere um poder maior de barganha. Como exemplo pode-se citar a C&A e Carrefour.
- Grandes varejistas com marca própria – Possuem um público alvo variado e são responsáveis pela marca, design e distribuição, mas não necessariamente são responsáveis pela confecção. Esta pode ser feita por terceiros, fornecedores ou produtores em massa, por meio de instruções de corte e fabricação da companhia. São também de responsabilidade da empresa a força vendas, as campanhas de marketing, a pesquisa de tendências, o desenvolvimento de produtos e a capacidade logística. Pode-se citar como exemplo a Zara.
- Grandes indústrias com redes varejistas – Nesta categorias as empresas estão presentes em todos os itens propostos pela classificação, possuem marca própria, uma rede de distribuição de varejo e são responsáveis pela produção de suas linhas, desde o recebimento de matéria prima até a venda final para o consumidor, demonstrando um alto nível de integração vertical. Também possuem um público alvo diversificado, mas uma gama de produtos de caráter relativamente básico, o que não significa que são necessariamente simples. Como exemplo pode-se citar a empresa Hering.
- Confeccões com varejo próprio – As confeccões neste grupo são responsáveis por sua marca, design, produção e varejo próprio. Mas também é possível a venda suplementar para lojas multimarcas, para evitar capacidades ociosas na produção, já que o setor de varejo é sazonal. São empresas de pequeno e médio porte e podem tanto possuir um público mais amplo, quanto um nicho mais específico. Neste nível pode ocorrer também informalidades em relação a questões trabalhistas e tributárias
- Redes varejistas especializadas com marca própria – São responsáveis pelo design, marca e canal de distribuição das suas peças, mas não responsáveis pela técnica de produção das mesmas. Possuem um mercado focado em algum segmento e são de pequeno porte em sua grande maioria. Podem apresentar um grau de informalidade também em questões trabalhistas e tributárias

- Varejistas com marca própria sem design – Refere-se a empresas de pequeno porte que possuem uma marca no mercado e que atingem um nicho específico, mas não são responsáveis pela produção e design de suas linhas, desenvolvendo muitas vezes parcerias com fornecedores para estes fins. O porte deste segmento inclui micro e pequenas empresas
- Varejo especializado multimarcas – Grupo responsável pelo design e distribuição do produtos. São empresas de pequeno e micro porte de governança familiar, que podem apresentar alto grau de informalidade. Apresentam um público alvo de nicho devido a sua seleção de design e estilo de suas peças.
- Confecção com design e marca própria – Este grupo possui um público alvo específico e é responsável pela elaboração e produção de suas linhas. Por apresentarem uma estrutura mais simples do que a das redes varejistas também podem investir mais em publicidade. São responsáveis pela análise de tendências e desenvolvimento de produtos e podem elaborar sua produção por encomendas ou por estoques. Variam entre o micro e o médio porte. Pode-se citar como exemplo deste grupo as lojas de roupas do bairro Brás.
- Confecções sem design, pequenas oficinas e autônomos – Não possuem uma linha de vestuário fixa, normalmente trabalham sob encomenda para outras categorias citadas acima. Seu grande diferencial é sua capacidade técnica, a qualidade de seu serviço e a possibilidade de customização. Empresas desta categoria apresentam o porte micro e pequeno.

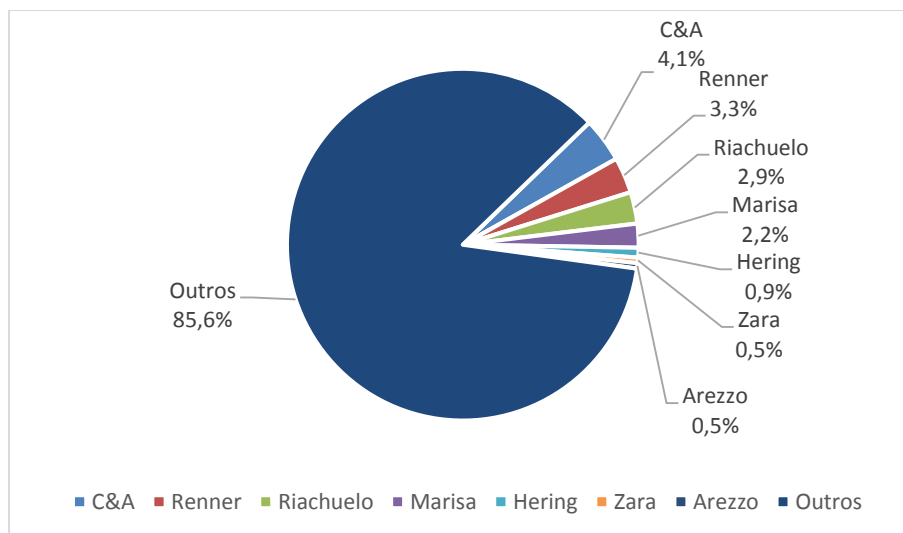
6.3 O mercado do vestuário no Brasil

O números deste setor e as taxas de crescimento também são expressivos e despertam o interesse de muitos investidores e empreendedores: O setor de roupas em geral movimentou um mercado de R\$ 82,4 bilhões de reais em 2012 e teve um crescimento médio nos últimos 5 anos de 5,0% por ano, o setor de calçados movimentou R\$ 29,6 bilhões de reais em 2012 e cresceu em média 2,9% por ano nos últimos 5 anos e o setor de artigos esportivos movimentou R\$ 23,4 bilhões de reais em 2012 e cresceu em média 4,6% nos últimos 5 anos

Gráfico 15 - Evolução nominal do setor de vestuário, sapatos e acessórios (R\$ Bi)

Fonte: Euromonitor

Em termos de empresas e concorrência, o setor é altamente fragmentado, a consultoria Euromonitor estima que atualmente existem 250,000 lojas de varejo de vestuário no Brasil, e que as cinco maiores empresas de setor detenham apenas 13,4% deste mercado.

Gráfico 16 - Market share das companhias do setor

Fonte: Euromonitor

Da mesma forma que o mercado de varejo em geral tem se beneficiado das mudanças sociais e econômicas do país, o setor de vestuário também está acompanhando esta tendência. O crescimento da classe C, despertou o interesse de vários setores da economia, inclusive o de vestuário, que tenta ajustar o seu portfólio para este mercado seja criando linhas de produtos especiais dedicadas a esta parcela da população ou oferecendo promoções e formas de pagamento atrativas para esta classe.

Além das mudanças sociais novas tendências estão sendo observadas no setor podendo ser citado como as principais tendências atuais:

1. Aumento da produção e vendas de produtos de maior valor agregado

O aumento do poder aquisitivo da população também permitiu está a buscar produtos de vestuário de maior valor agregado, como resultado, as grandes manufaturadoras do vestuário investiram em parcerias com grandes nomes da moda e em campanhas publicitárias com atores globais para promover seus produtos como modernos e de boa qualidade. Tal estratégia também foi adotada para se diferenciar de marcas focadas em públicos de menor poder aquisitivo, cujos produtos em sua grande suma são importados da China. Outra estratégia também é a de introduzir artigos produzidos com tecidos de qualidade superior a do algodão como por exemplo seda e couro, como por exemplo pode-se citar a empresa Zara.

2. Investimento em lojas próprias

Apesar de que as cinco maiores empresas do setor concentram aproximadamente 14% do *market share*, a maior parte do varejistas distribui suas roupas por lojas multimarcas. Com o acirramento da competição, algumas empresas estão optando por complementar esta distribuição aumentando o número de lojas próprias para ganhar maior visibilidade no mercado. Como exemplo pode-se citar a empresa Lupo de meias e roupas intimas que tradicionalmente vende seus produtos em lojas multimarcas, mas que em 2012 ampliou o seu modelo de lojas próprias. Este tipo de estratégia merece um cuidado especial pois é necessário que a companhia possua bases fortes de marketing, de portfólio de produtos e de distribuição, para sustentar lojas próprias.

Mesmo com essa tendência, as lojas multimarcas representarão ainda uma grande porcentagem do canal de distribuição do varejistas, isso porque este tipo de formato é mais comum em cidades menores e regiões de menor poder aquisitivo.

3. Competição de produtos chineses

O aumento de competitividade e a fragmentação do setor levaram algumas empresas a importar roupas ou peças do mercado chinês para se manterem competitivas. A tendência é que mais empresas passem a adotar este tipo de estratégia para minimizar custos e maximizar suas margens, aqueles que optarem por ainda produzir sua coleção provavelmente devem investir na qualificação de seus funcionário para produzirem produtos de maior qualidade e tecnologia.

4. O varejo virtual ainda como um desafio

Segundo o IBOPE o número de brasileiros com acesso a internet chegou a 102,3 milhões em julho de 2013, considerando os ambientes domésticos, trabalho, escolas e outros locais, representando um aumento de 9% em relação aos 94,2 milhões divulgados em sua pesquisa anterior realizada no segundo trimestre de 2012. Este aumento é fruto das políticas governamentais para aumentar o acesso digital nas camadas mais baixas da população.

O varejo virtual auxilia o aumento de visibilidade de marcas e empresas onde sua presença é limitada, como caso de sucesso pode-se citar a Netshoes e a Dafiti, mas apesar destes casos de sucesso, as vendas de vestuário pelo e-commerce são ainda modestas, sendo que a principal razão é a falta de padronização de tamanhos e de qualidade entre os produtores, o que leva a um receio do consumidor ao fazer compras online. O aumento desta categoria também pode levar a um canibalismo dos outros meios de distribuição, principalmente o de varejo multimarcas, que possui o maior percentual de distribuição

5. Aumento das vendas de vestuário esportivo devido aos eventos da Copa do Mundo e das Olimpíadas

A presença deste dois eventos de grande porte no Brasil também pode intensificar a venda de vestuário principalmente a de artigos esportivos como calçados para futebol, camisas de seleções e linhas personalizadas. Marcas como Nike e Adidas tendem a se beneficiar com estes evento e também devem abrir mais lojas no estilo *concept store* no Brasil para atender esta demanda, além de intensificar suas campanhas de marketing com atletas renomados globalmente

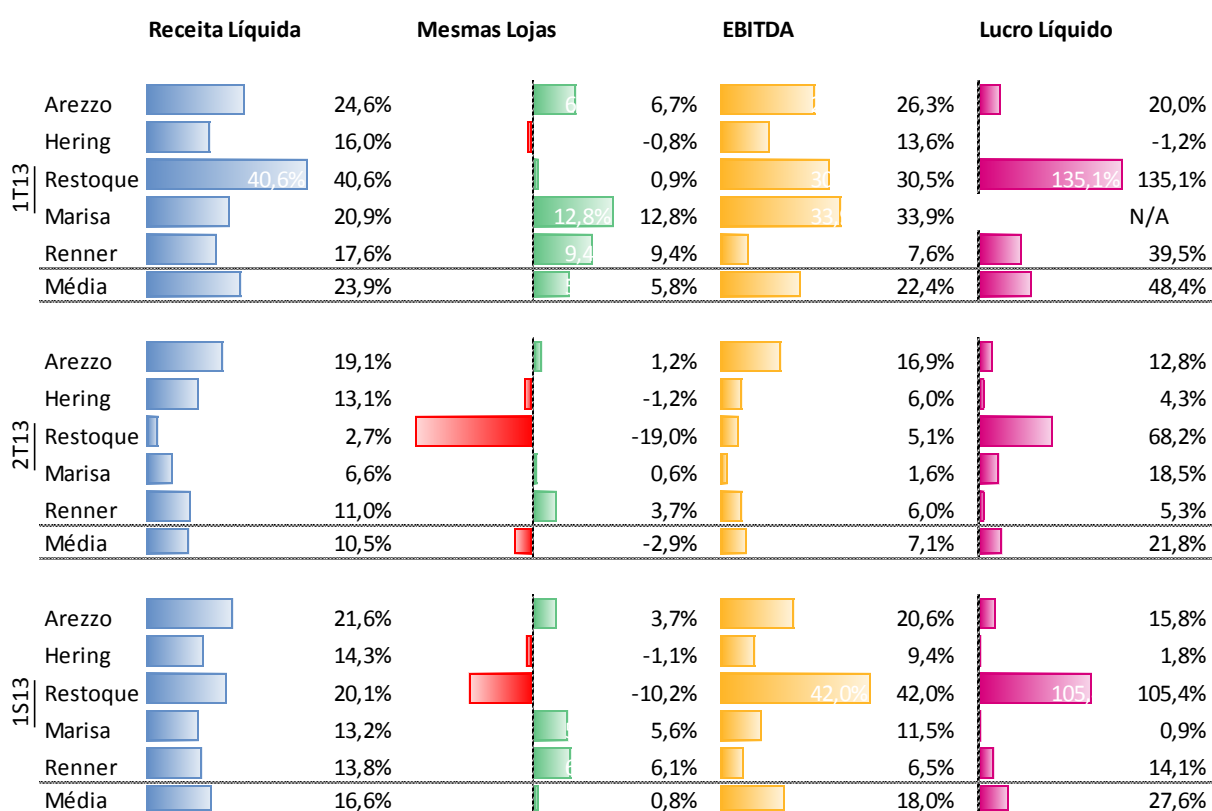
6. Um futuro esfriamento na economia

Apesar do cenário atual ser favorável ao consumo e a economia, existe ainda a possibilidade de um esfriamento desta, o que também cria oportunidades para o setor. Empresas que produzem artigos visando o custo-benefício, ou seja, oferecem produtos de qualidade a um preço acessível, são as mais propícias a se beneficiarem com um possível esfriamento do setor, já que o fator preço ganha um peso maior na decisão de compra em situações de esfriamento, e o consumo de artigos básicos independe de modas ou tendências. Outra possibilidade é a de oferecer formas de pagamentos mais atrativas como parcelamento em várias vezes e sem juros, como exemplo pode-se citar a Hering, Renner e Riachuelo que trabalham com cartões de bandeira própria.

6.4 A performance das Companhias Abertas do Setor

Nesta secção foi feita uma análise dos resultados divulgados pelas companhias até julho de 2013, foram analisados os resultado do 1º trimestre, 2º trimestre o e o acumulado durante o primeiro semestre do ano, em comparação com os respectivos períodos dos anos anteriores. As categorias analisadas foram a receita líquida, vendas de mesmas lojas¹, EBITDA e o lucro líquido. Das companhias listadas no setor, foram escolhidas a Arezzo, Hering, Restoque (Le Lis Blanc), Marisa e Renner.

Gráfico 17 - Performance das companhias abertas do setor



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos relatórios das companhias

Em termos de receitas o setor como um todo teve uma volume de vendas maior do que o ano passado, a Companhia Restoque possuiu um crescimento resultado acima da média no 1º trimestre de 2013 devido a sua má performance no mesmo período do ano passado e também a sua política expansionista

¹ Vendas das mesmas lojas ou SSS (*Same Store Sales*) é uma métrica que compara as venda de lojas de um certo período com o mesmo período há um ano atrás, neste cálculo são consideradas apenas as lojas já existentes. Esta métrica é altamente utilizada no setor de varejo e especialmente no setor de vestuário.

Considerando as vendas das mesas lojas, o resultado não é tão uniforme quanto a receita, pois esta métrica considera a evolução das vendas de apenas lojas que já estavam em estado operacional em relação ao mesmo período do ano passado, ou seja, novas lojas abertas neste intervalo de um ano não são consideradas no cálculo, pois podem apresentar resultados superiores ou inferiores por não estarem ainda em um estágio estável e consolidado. Como se pode perceber pelo gráfico acima a Restoque e a Hering apesar de terem aumentado o seu volume de vendas em todos os períodos, apresentaram a métrica SSS negativa. A Cia. Hering justificou como razão para o decaimento de vendas das mesmas lojas no primeiro trimestre a redução das promoções devido a problemas de estoque neste período, e para o segundo trimestre o esfriamento do mercado após as promoções do dia das mães.

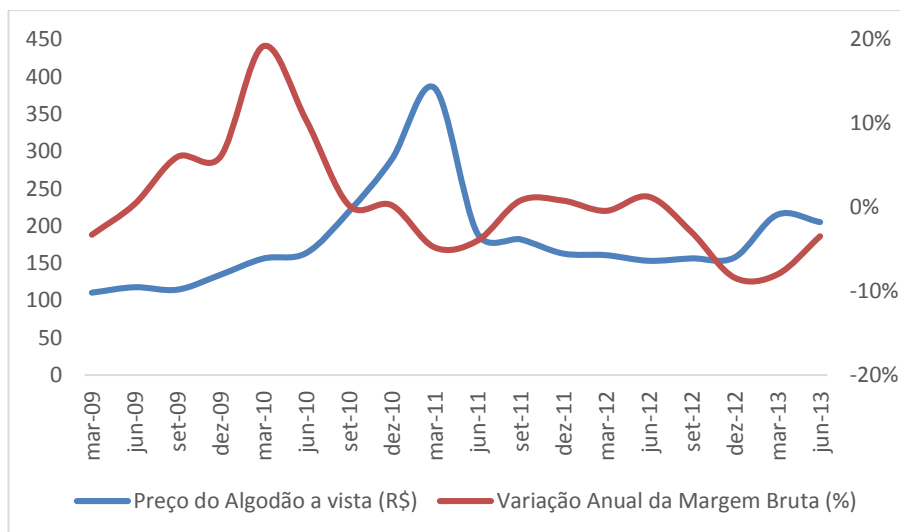
O EBITDA é uma métrica financeira adotada pelas companhias para se aproximar à geração de caixa de uma companhia, esta métrica é basicamente constituída pelo lucro operacional de uma companhia somada a sua depreciação e amortização do período. Novamente a Restoque apresenta um EBITDA inferior à média das outras companhias devido a seu fraco resultado no mesmo período do ano passado e por estar em estágio de crescimento por meio de um plano de expansão agressivo, que gera maiores gastos com novas lojas.

O lucro líquido por fim pode ser considerada a métrica com maior variabilidade pois é a última linha de uma demonstração de resultados, tendo sofrido efeitos das operações, dos custos administrativos, de despesas financeiras e de impostos. É comum haver divergências em relação a esta margem pois cada empresa adota uma estratégia de vendas, operações, administração e financiamento que influencia este resultado final.

6.5 Fatores Externos

6.5.1 A influência do preço do Algodão

Conforme visto na cadeia produtiva da indústria têxtil-vestuário de Cruz-Moreira (2003), os maiores insumos para a indústria do vestuário são as fibras sintéticas e o algodão. Para determinar a influência do preço do algodão nos resultados da companhia decidiu-se por analisar a variação da margem bruta do resultado, que é calculada pela receita das vendas menos os custos de produção e venda, contra o preço negociado do algodão no final do período.

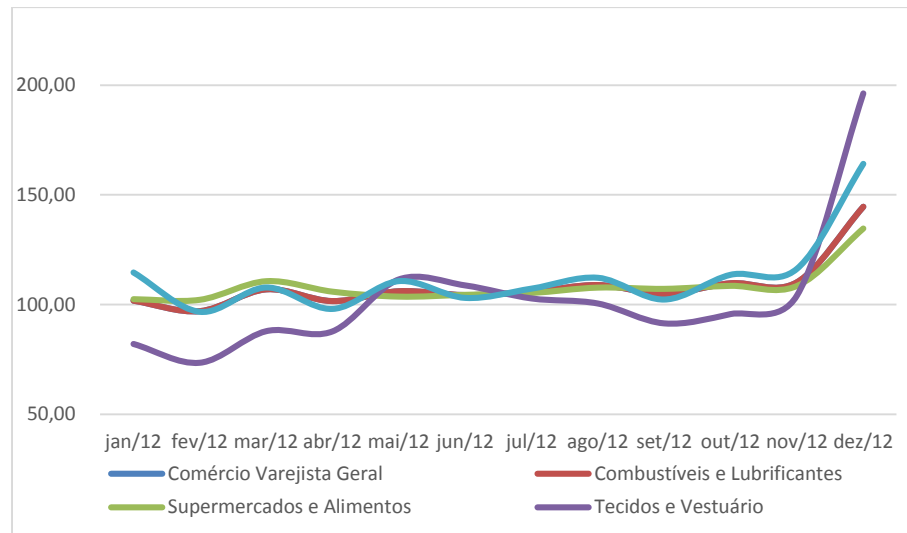
Gráfico 18 - Variação do preço do algodão e da margem bruta da Hering

Fonte: Esalq e Hering

Percebe-se pelo gráfico acima que o preço do algodão possui uma efeito negativo em relação ao lucro bruto, o que era esperado, já que um aumento no preço do algodão aumenta o custo de matéria prima, que por sua vez é um componente do custo do produto fabricado e vendido e reduz o seu lucro bruto.

6.5.2 A sazonalidade do setor

A sazonalidade pode ser entendida como uma variação repetitiva e previsível de uma tendência durante um intervalo de tempo. O setor de varejo, e mais especificamente o setor de vestuário também apresentam uma sazonalidade, esta característica pode ser melhor observada nos meses do final do ano onde o volume de vendas do setor aumenta consideravelmente em relação aos meses anteriores, devido a eventos festivos e ao 13º salário, enquanto nos meses do meio de ano, o volume de vendas tende a ser menor.

Gráfico 19 - Sazonalidade do Varejo em 2012

Fonte: Banco Central e IBGE

Pelo gráfico acima percebe-se que o setor de vestuário é o mais sazonal, sofrendo o maior impacto durante os meses de início de ano e possuindo o maior aumento nos meses de final de ano. Assim, pode-se dizer que o setor é mais elástico do que setores como o de combustíveis e o de alimentos em geral.

7 ANÁLISE ESTRATÉGICA

Neste capítulo foi aplicado os conceitos da revisão bibliográfica em estratégia para a Cia. Hering e o setor de vestuário.

7.1 Aplicação das Forças de Porter

7.1.1 Força dos novos entrantes - Média

Devido falta de consolidação no setor e o investimento de capital inicial relativamente baixo comparado com setores industriais ainda do varejo, como por exemplo o de produção de bens de consumo, a possibilidade de novos entrantes no ramos do vestuário é alta, principalmente em termos de empresas familiares com atuação regional.

Ao se analisar companhias de maior escala, ainda sim existe uma falta de consolidação do setor, mas o número de empresas é consideravelmente menor, devido a dificuldades que as pequenas empresas encontram para ganhar escala, e devido a variabilidade do setor, não se pode definir apenas um tipo de dificuldade, mas esta engloba desde fatores estratégicos até fatores operacionais.

7.1.2 Força dos concorrentes - Forte

A força dos concorrentes pode-se ser considerada a força mais forte da análise de Porter, devido grande presença de empresas de portes variados que atuam no ramo de vestuário. Os produtos que a Hering oferece são ainda considerados básicos e de baixo nível de diferenciação e exclusividade, podendo assim ser produzidos por outros concorrentes. Pode-se citar como principais concorrentes da Hering, considerando o tamanho da companhia e sua presença nacional:

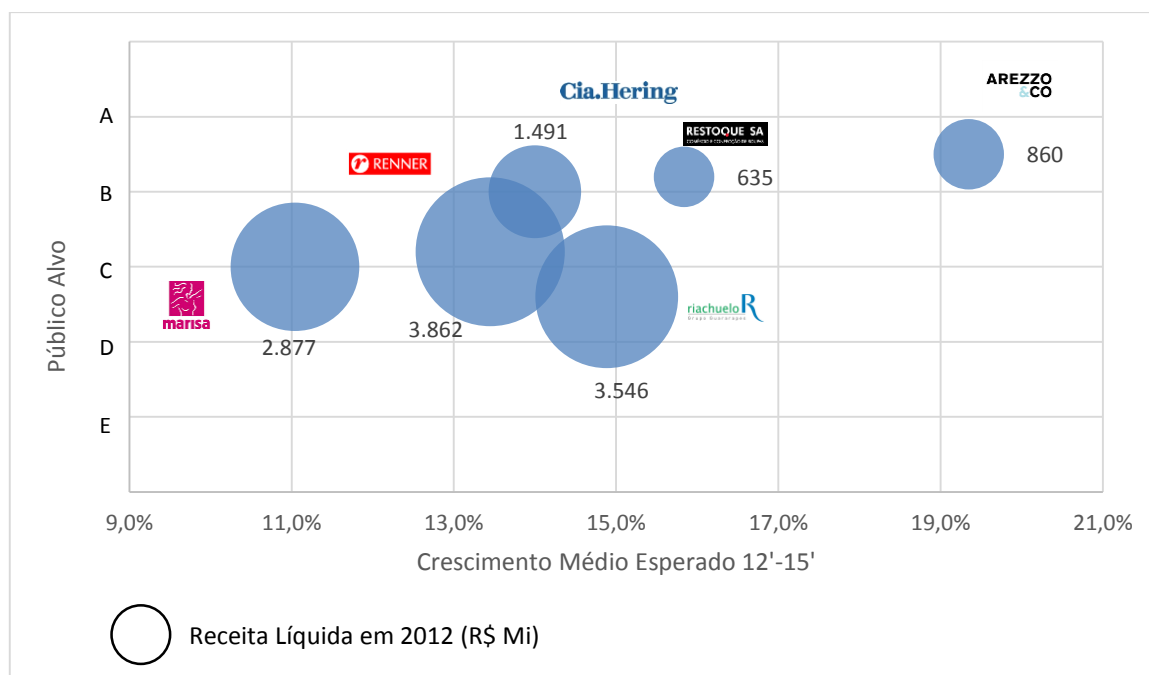
- C&A – Rede de lojas holandesa presente no Brasil há aproximadamente 37 anos, presente em mais de 100 cidades e com aproximadamente 225 lojas no território nacional. Atualmente trabalha com roupas, calçados e acessórios e é voltada para o

público masculino, feminino e infantil das classes D e C, e tenta se posicionar na classe B.

- Lojas Renner – Rede de loja de departamentos presente fundada em 1912 com 408 lojas Renner e 125 lojas Camicado. Trabalha com roupas calçados e acessórios e é focada nas classes B e C.
- Lojas Marisa – Apesar de oferecer produtos para o público masculino, feminino e infantil, seu grande foco é a o vestuário e a moda íntima feminina da classe C. Possui 380 lojas no Brasil.
- Riachuelo/Guararapes – A Riachuelo apresenta um foco não apenas no vestuário mais também na indústria têxtil, possuindo um modelo diferente das outras varejistas tradicionais. Como foco nas classes B, C e D a Riachuelo possui 182 lojas no território nacional
- Arezzo – A Arezzo foi fundada em 1972 e possui um foco em sapatos, bolsas e acessórios dedicada ao público feminino da classe A e B, atualmente conta com 399 lojas no território nacional
- Restoque/Le Lis Blanc – A Le Lis Blanc é majoritariamente dedicada a moda feminina, apesar de também possuir linhas para o público masculino, o público infantil, e também para casa e acessórios. Se posiciona nos setores A e B.

Para melhor compreender o posicionamento de cada empresa, foi criado um gráfico de bolhas onde se posicionou todas as empresas abertas, analisado suas receitas em 2012, seu público alvo e seu crescimento médio esperado entre 2012 e 2015:

Figura 9 - Análise de crescimento e posicionamento

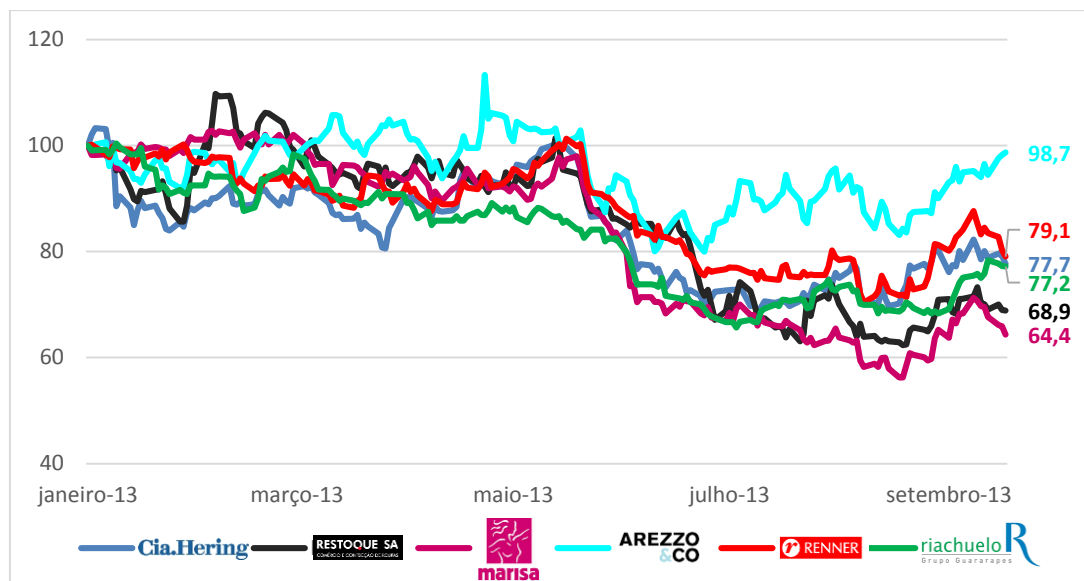


Fonte: Elaborado pelo autor com base no Capital IQ e nos relatórios das companhias

Percebe-se pelo gráfico acima que as empresas com menor faturamento, mas focadas em setores de maior renda, possuem um potencial de crescimento maior que a média. Vale ressaltar também que estas oferecem também produtos de maior valor agregado, e abriram o capital na bolsa de valores recentemente, Restoque em 2009 e Arezzo em 2011, o que significa que receberam um aporte massivo de capital que está sendo utilizado para a expansão de suas redes.

Já as empresas mais tradicionais como a Hering, Riachuelo e Renner, apesar de oferecerem produtos e marcas mais simples, possuem um alto volume de vendas e um público alvo de diversos gêneros e idades, o que possibilita um crescimento mediano em relação ao seus concorrentes.

Por fim, a Marisa apresenta um crescimento levemente menor que seus concorrentes, isso pode ser explicado principalmente pela sua performance nos últimos dois anos que foi pressionada por margens ruins, apresentando resultados abaixo do esperado pelos analistas. O seu foco dedicado principalmente ao público feminino adulto e o seu oferecimento de produtos massificados, com pouca diferenciação entre seus concorrentes também pode diminuir suas expectativas de crescimento

Gráfico 20 - Performance das ações (Indexado a 100)

Fonte: Elaborado pelo autor

O reflexo das perspectivas de crescimento também pode ser observado nos preços das ações de cada companhia. O gráfico acima, exibe a performance da ação de cada companhia indexada a 100 no dia 02 de Janeiro de 2013 até o dia 30 de Setembro de 2013. Com exceção da Restoque, pode-se observar um preço da ação atual que reflete a oportunidade de crescimento de cada companhia, a Restoque, apesar do alto potencial de mercado, apresentou em 2013 resultados abaixo da expectativa o impactou negativamente o seu preço neste ano.

Além das empresas citadas acima a informalidade do setor também pode pressionar a competitividade do setor devido ao fato dos preços dos produtos informais serem mais baixo e de não passarem por um regime tributário legal, o que afeta negativamente as margens e a posição de mercado das companhias acima.

7.1.3 Força Produtos Substitutos - Fraca

De uma maneira mais ampla não existe uma gama de produtos substitutos que possam tomar lugar de roupas, calçadas e acessórios. O que ocorre no setor é uma competição interna dos produtos onde produtos de maior qualidade podem ter uma receptividade maior do que produtos de menor qualidade ou menos trabalhos. Vale ressaltar que cada produto ou marca é designado a um estrato social, onde a opção de compra por um produto A ou por um produto B

é resultado de uma escolha pessoal do consumidor, considerando fatores pessoais ou financeiros e possivelmente influenciada pelas campanhas de marketing das empresas.

7.1.4 Força dos Fornecedores – Fraca

A empresa devido ao seu grande porte possui um poder de barganha com seus fornecedores, pois possui uma parcela de mercado razoavelmente grande se comparada com a maioria dos *players* desta indústria. Além disso possui uma credibilidade alta devido ao seu valor de sua marca e mesmo com o efeito de sazonalidade possui uma produção constante durante o ano. A companhia atualmente também não possui nenhum histórico de moratória ou *default* aos seus credores financeiros. Estes fatores enaltecem a imagem de credibilidade e estabilidade da companhia, permitindo a Hering negociar descontos e customizações na eventual compra de matéria prima e também em possíveis empréstimos ou elaboração de produtos financeiros.

7.1.5 Força dos Clientes - Média

Mesmo tendo adotado um apelo um pouco mais *fashion* recentemente, a principal proposta da companhia é de vender produtos de boa qualidade a um preço acessível. Assim, o tipo de cliente que compra na Hering pode ser sensível ao preço. A companhia não possui preço tabelado, cabendo cada loja estabelecer a sua rentabilidade em cima do custo de aquisição, este fato pode permitir que o cliente pressione algumas lojas para reduzir preços ou criar opções financeiras para a compra. Vale ressaltar que a força do cliente será mais forte nas lojas multimarcas, que geralmente são mais fortes no interior dos estados e os proprietários possuem maior autonomia no estabelecimento de preços e margens.

7.2 Análise SWOT aplicada a Cia. Hering

Abaixo se encontra a matriz da análise SWOT da Cia. Hering, cada ponto foi discutido com maior detalhamento sem seguida:

Figura 10 - Análise SWOT aplicada a Cia. Hering

	Pontos Positivos	Pontos Negativos
Fatores Internos	• Marca reconhecida • Modelo de negócios híbrido • Modelo de produção híbrido • Corpo administrativo experiente	• Volatilidade no preço do algodão • Volatilidade no preço do Dólar • Foco apenas no público jovem • Canibalização
Fatores Externos	• Aumento da base de lojas • Divulgação demarcas pouco conhecidas no canal Multimarcas • Imersão em outras categorias de vestuário • Aproveitamento do E-commerce	• Reforma dos incentivos fiscais • Estagnação das franquias • Competição com empresas internacionais

Fonte: Elaborado pelo autor

7.2.1 Pontos Fortes

7.2.1.1 Marca Forte

A marca Hering é parte cotidiano do brasileiro, sendo altamente reconhecido por estar presente no mercado de vestuário por diversas décadas. Além disso, a companhia possui campanhas de marketing com forte divulgação na mídia com atores globais, além de realizar parcerias para a conscientização da população, como por exemplo a parceria com Instituto Brasileiro de Câncer de Mama, fortalecendo a imagem da marca.

7.2.1.2 Modelo híbrido de negócios

A Hering adota uma estratégia onde mescla os modelos de negócios de franquias e de lojas próprias, além de mais de 17.000 pontos de vendas multimarcas. Este modelo híbrido aumenta a flexibilidade da companhia, permitindo-a crescer e obter maior capilaridade com um capital

investido menor, já que no modelo de franquias o franqueado arca com os custos de administração da loja.

7.2.1.3 Modelo de Franquias

As franquias correspondem a aproximadamente 37% das receitas do grupo, e podem aproveitar a vantagem de fazer parte de uma grande organização como é a Cia. Hering, aproveitando os ganhos de escala em distribuição, questões legais, publicidade e financiamentos. Segundo a Associação Brasileira de Franquias, o investimento necessário para uma franquia da Hering Store varia entre R\$560.000 e R\$765.000, e possui um período de retorno entre 25 a 36 meses. O uso das franquias permitem a Cia. Hering um crescimento com baixo capital investido, já que custos como salários e despesas administrativas serão arcados pelo franqueado.

7.2.1.4 Modelo de Lojas próprias

As atividades da Hering inicialmente cresceram a base de lojas franqueadas e lojas multimarcas, mas atualmente companhia está aumentando sua quantidade de lojas próprias. O deste tipo de loja corresponde a aproximadamente 13% da receita total do grupo, e permite a companhia a adotar novas micro estratégias, aumentar o *brand awareness* e consolidar sua presença em novos mercados. Este modelo permite um teste piloto de novos produtos e linhas em uma escala limitada, obtendo assim uma resposta do consumidor em relação a esses novos produtos. Além disso, o modelo de lojas próprias permite que a companhia ouse mais em suas exposições e em seu layout, além de poder trabalhar com estoques maiores nas lojas, assumindo risco e volatilidade maiores, que não são facilmente aceitos pelos franqueados.

7.2.1.5 Lojas Multimarcas

As lojas multimarcas são responsáveis por aproximadamente 47% das receitas da Cia. Hering, e correspondem a aproximadamente 17.000 pontos de venda no Brasil, nos quais os produtos da Hering representam desde uma pequena parcela até a grande maioria do portfólio dos produtos vendidos. Este modelo de negócios além de permitir a capilaridade da Hering em cidades

menores, também pode ser um veículo para divulgar os produtos de marcas menos conhecidas da Hering como por exemplo a PUC e a dzarm.

7.2.1.6 Modelo de Produção Híbrido

O modelo de produção da Hering também é híbrido contando com uma produção de bens, uma terceirização da produção e ainda a importação de alguns itens já acabados. Este modelo otimiza os *lead-times* da companhia, permitindo que está responda mais rápido a mudanças na demanda do mercado. Adicionalmente uma produção híbrida também diminui os riscos de disponibilidade do produto, otimiza a capacidade de produção e reduz custos desnecessários.

7.2.1.7 Corpo Administrativo Experiente

A gestão administrativa da companhia é composta por membros experientes e que atuam por muito tempo no mercado de vestuário. Pode-se citar como exemplo Fabio Hering, o atual CEO que está presente na companhia há 27 anos e também trabalhou em outras áreas da companhia como a área *fashion* e a área de operações, tendo assim uma visão global de sua companhia e do comportamento do mercado da moda.

7.2.2 Pontos Fracos

7.2.2.1 Volatilidade no preço do algodão e no câmbio

A Hering é inicialmente conhecida por produzir artigos básicos de boa qualidade, mas recentemente a companhia tenta se posicionar com um apelo mais *fashion*, diversificando o seu portfolio com produtos de maior valor agregado, aumentando o ticket médio das vendas e diminuindo sua dependência direta ao preço do algodão, mesmo assim a maioria dos produtos da companhia ainda são derivados do algodão, representando um alta exposição ao preço do deste.

O fato da companhia importar alguns produtos acabados e também terceirizar parte de sua produção também representam um risco a companhia já que este tipo de contratação é negociada em dólar, expondo a companhia à volatilidade do mercado de capitais.

7.2.2.2 Visibilidade limitada do modelo multimarcas

Os proprietários deste modelo de negócio geralmente administram este modelo de negócios de maneira rústica e familiar, e não possuem uma automatização e uma integração do sistema de venda para gerar relatórios informativos sobre a performance dos produtos da companhia. Isto pode gerar uma visibilidade limitada para a Hering desenvolver sua estratégia e planejar a criação e a produção de futuras coleções, já que este modelo representa aproximadamente 47% das vendas totais.

7.2.2.3 Marca focada em um público jovem no geral

Apesar da diferenciação interna entre as marcas Hering, Hering Kids, PUC e dzarm, o público geral da Hering ainda é jovem. Isto pode representar uma desvantagem em relação a outros competidores como a C&A ou a Riachuelo, pois a companhia possui contato apenas com este público, deixando de capturar oportunidades em um público mais sênior.

7.2.2.4 Potencial de canibalização

O número de lojas franqueadas e lojas próprias aumentaram nos últimos anos, o que pode gerar um conflito com as lojas multimarcas em questões de presença de mercado e uma possível canibalização nas vendas.

7.2.3 Oportunidades

7.2.3.1 Potencial para aumentar a base de lojas

O mercado de vestuário é pouco consolidado e permite espaço para uma possível consolidação, o atual *market share* da Hering (0,9%) é baixo se comparado com Marisa (2,2%), Riachuelo (2,9%) e C&A (4,1%). O aumento de renda da população também é um fator que deve acelerar as vendas da companhia e consequentemente aumentar a presença geográfica das lojas Hering.

7.2.3.2 Espaço para crescer nas lojas multimarcas

A maioria dos produtos expostos em lojas multimarcas são da categoria mais básica da companhia e em sua grande maioria da marca Hering. Com a recente diversificação dos portfólio de produto e a base ampla de marcas da companhia, existe uma potencial oportunidade de aumentar a penetração das novas linhas de produto e das marcas menos conhecidas da companhia nas lojas multimarcas.

7.2.3.3 Imersão em outras categorias de varejo e vestuário

A Companhia trabalha diretamente com roupas em geral, camisas, camisetas, calças, bermudas, meias e outros, mas aborda fracamente outros setores do vestuário como artigos esportivos, calçados e acessórios. A parte de acessórios ainda é pouco aproveitada pela companhia e pode ser um mercado a ser explorado com grande potencial tais como a venda de óculos, cintos, perfumes e outros.

7.2.3.4 Aproveitamento do e-commerce

O varejo virtual no Brasil ainda é pequeno se comparado ao varejo geral eletrônico, devido a razões citadas anteriormente, mas algumas empresas estão ganhando uma presença maior como por exemplo o caso da Dafiti. Este tipo de operação na Hering ainda é pequeno representando 1% do canal de vendas da Cia. Se comparado com outros países o nível de vendas online de vestuário ainda é baixo

7.2.4 Ameaças

7.2.4.1 Reforma de incentivos fiscais

A Hering se beneficia de incentivos fiscais para a importação e exportação e recentemente seus resultados tem sido pressionados pela política do governo de redução de incentivos fiscais e de unificação de ICMS sobre importação, aumentando assim a base de cálculo para impostos, e consequentemente pressionando as margens de lucro líquido. Isso a longo prazo implica em um aumento médio dos preços para manter os resultados constantes, que por sua vez pode resultar na perda de clientes mais sensíveis ao preço.

7.2.4.2 Redução do crescimento de franquias

Apesar do modelo de franquias ser um vantajoso para a companhia, uma redução nos retornos dos franqueados pode diminuir o ritmo de crescimento deste segmento do negócio e consequentemente resultar em perdas de *market-share* ou volume de vendas da companhia.

7.2.4.3 Competição com empresas internacionais

A presença de companhias internacionais de vestuário no Brasil ainda é baixa, isso se deve ao fato de uma série de fatores incluindo o sistema tributário complexo, incertezas sobre o cenário macroeconômico, economia informal e outros, mas o momento político estável, juntamente com o tamanho do mercado potencial e o aumento da renda per capita, tem revertido a posição de muitas multinacionais, que estão analisando uma possível entrada no mercado brasileiro, como por exemplo a H&M, que segundo a revista Exame, pretende iniciar suas operações no Brasil em 2014.

8 AVALIAÇÕES ECONOMICAS

Nesta seção do trabalho, foi apresentado o desenvolvimento dos métodos de análise econômicas discutidos na revisão bibliográfica.

8.1 Avaliação pelo método das companhias comparáveis

Para iniciar a análise das companhias comparáveis primeiro é necessário selecionar o universo das companhias comparáveis, foram selecionadas as empresas Marisa, Arezzo, Restoque, Renner e Guararapes, por serem varejistas brasileiros de grande porte listados. Foram também selecionados empresas internacionais de marcas casuais para enriquecer a análise do múltiplos, dentre as companhias adicionadas pode-se citar Abercrombie, American Eagle, Gap, Nike e Adidas, e também foram adicionados nomes da indústria do luxo como por exemplo Luis Vitton, Burberry, Prada e Michael Kors.

Para as informações de mercado e as estimativas financeiras foi utilizado o software Capital IQ, no qual foram computadas as estimativas de diversos analistas e se obteve um consenso. A partir deste software foi possível obter estimativas para receitas, EBITDA, lucro líquido futuras, além das informações como preço de ação e total de ações disponível. Abaixo seguem duas tabelas com as informações consolidadas para o dia 30 de setembro de 2013.

Tabela 3 - Análise das companhias comparáveis

Companhias comparáveis
Valores de Mercado do dia 30 de Setembro de 2013

Empresas			Dados do Mercado							Múltiplos do Mercado					
										VA/Vendas		VA/EBITDA		P/E	
Pais Origem	Moeda	Total de Ações Mi (TSO)	Preço de Fechamento no dia	Valor de Mercado em Mi (Market Cap)	Dívida Bruta em Mi	Caixa e Equivalentes em Mi	Dívida Líquida em Mi	Valor Agregado em Mi	2012A	2013E	2012A	2013E	2012A	2013E	
Empresas Brasileiras															
Hering	Brazil	BRL	164,6	33,64	5.537	25	193	-169	5.368	3,60x	3,13x	13,13x	11,65x	17,80x	16,63x
Marisa	Brasil	BRL	185,5	21,00	3.896	787	148	639	4.535	1,58x	1,48x	8,72x	7,70x	17,01x	14,70x
Arezzo	Brasil	BRL	88,6	39,19	3.472	109	214	-105	3.367	3,92x	3,23x	23,55x	18,50x	36,17x	26,51x
Guararapes	Brasil	BRL	62,4	92,60	5.778	778	257	521	6.299	1,78x	1,60x	9,77x	8,48x	15,83x	15,17x
Restoque	Brasil	BRL	171,1	6,68	1.143	637	272	365	1.508	2,37x	1,98x	17,53x	9,92x	26,04x	67,23x
Renner	Brasil	BRL	125,0	63,53	7.941	1.439	449	990	8.931	2,31x	2,08x	12,91x	11,03x	22,37x	19,51x
Média										2,59x	2,25x	14,27x	11,21x	22,54x	26,62x
Mediana										2,34x	2,03x	13,02x	10,47x	20,09x	18,07x
Empresas Globais															
Abercrombie	EUA	USD	76,4	35,37	2.702	204	335	-131	2.571	0,62x	0,35x	4,59x	5,42x	18,90x	17,10x
American Eagle	EUA	USD	192,7	13,99	2.696	0	405	-405	2.291	0,73x	0,68x	5,32x	5,95x	17,85x	15,95x
GAP	EUA	USD	467,5	40,28	18.831	1.247	1.925	-678	18.153	1,25x	1,11x	8,87x	6,83x	22,61x	14,56x
Nike	EUA	USD	890,4	72,64	64.679	1.375	5.578	-4.203	60.476	2,41x	2,30x	17,80x	15,36x	31,40x	24,30x
Adidas	Alemanha	EUR	209,2	80,23	16.784	1.321	1.465	-144	16.640	1,12x	1,13x	12,17x	10,69x	31,91x	19,43x
Média										1,23x	1,12x	9,75x	8,85x	24,53x	18,27x
Mediana										1,12x	1,11x	8,87x	6,83x	22,61x	17,10x
Empresas de Luxo de Luxo															
Luis Vitton	França	EUR	500,7	145,60	72.902	7.153	2.109	5.044	77.946	2,77x	2,57x	11,23x	10,45x	21,29x	19,64x
Burberry	Reino Unido	GBP	439,3	16,34	7.178	130	426	-296	6.882	3,52x	3,08x	13,79x	11,66x	29,66x	21,05x
Prada	Itália	EUR	2.558,8	7,16	18.321	245	443	-198	18.123	7,09x	4,80x	24,13x	14,48x	42,51x	24,46x
Michael Kors	EUA	USD	203,0	74,52	15.128	22	639	-617	14.511	7,39x	5,18x	24,10x	16,05x	44,49x	28,22x
Média										5,19x	3,91x	18,31x	13,16x	34,49x	23,34x
Mediana										5,31x	3,94x	18,95x	13,07x	36,08x	22,76x
Média Global										2,78x	2,26x	13,89x	10,89x	27,00x	23,42x
Mediana Global										2,34x	2,03x	12,54x	10,57x	24,32x	19,58x

Fonte: Elaborado pelo autor com base no Capital IQ

Como se pode observar acima as métricas de Valor Agregado por vendas, Valor Agregado por EBITDA e P/E, divergem entre os tipos de companhia selecionados, sendo reflexo desde questões internas como estruturas e estratégia das empresas, performance operacional das mesmas, condições do mercado alvo do vestuário e especulações financeiras. Para evitar distorções externas, foi considerado o espaço amostral de apenas empresas brasileiras, que representam melhor as condições de mercado alvo na qual a Hering está inserida, assim foram adotados os valores da medianas entre 2012 e 2013E, pois acredita-se que o valor atual da empresa esteja nesse intervalo compreendido entre dados históricos e estimativas futuras. O fato de ter sido utilizado a mediana ao invés da média foi para evitar os possíveis efeitos de empresas fora da curva.

Em relação a métrica de Valor Agregado por vendas, que não é muito utilizada, as empresas brasileiras variam entre 2,03x a 2,34x. Assim, para calcular o valor de mercado da Hering utilizou-se as projeções do Capital IQ para a receita líquida 2013E, totalizando R\$ 1.713 milhões de reais.

Tabela 4 - Valor da ação pelo métrica VA/Receita Líquida

Fator	Intervalo		Unidade
Múltiplo EV/R.L	2,03	2,34	x
(x) Métrica (R.L)	1.713	1.713	R\$ Mi
(=) Valor Agregado	3.477	4.008	R\$ Mi
(-) Dívida Total	25	25	R\$ Mi
(-) Interesses Minoritários	0	0	R\$ Mi
(+) Caixa e Disponibilidades	193	193	R\$ Mi
(=) Valor de Mercado	3.646	4.177	R\$ Mi
(÷) Total de Ações (TSO)	164,6	164,6	Mi
(=) Preço por Ação (R\$)	22,15	25,38	R\$

Fonte: Elaborado pelo autor

Por meio do múltiplo de Valor Agregado por venda o preço por ação da Cia. Hering varia entre R\$ 22,15 e R\$ 25,38.

Em relação a métrica de Valor Agregado por EBITDA, métrica frequentemente utilizada, as empresas brasileiras variam entre 10,47x e 13,02x. Assim, para calcular o valor de mercado da Hering utilizou-se as projeções do Capital IQ para o EBITDA 2013E, totalizando R\$ 461 milhões de reais

Tabela 5 - Valor da ação pelo métrica VA/EBITDA

Fator	Intervalo		Unidade
Múltiplo EV/EBITDA	10,47	13,02	x
(x) Métrica (EBITDA)	461	461	R\$ Mi
(=) Valor Agregado	4.827	6.002	R\$ Mi
(-) Dívida Total	25	25	R\$ Mi
(-) Interesses Minoritários	0	0	R\$ Mi
(+) Caixa e Disponibilidades	193	193	R\$ Mi
(=) Valor de Mercado	4.995	6.171	R\$ Mi
(÷) Total de Ações (TSO)	164,6	164,6	Mi
(=) Preço por Ação (R\$)	30,35	37,49	R\$

Fonte: Elaborado pelo autor

O método de VA/EBITDA apresentou um intervalo maior do múltiplo, que refletiu diretamente no intervalo do valor total da companhia, como todos os outros parâmetros foram mantidos constantes, consequentemente a amplitude do valor da ação também foi maior variando entre R\$30,35 e R\$ 37,49.

Por últimos utilizou-se o múltiplo de P/E, que também é muito utilizada, mas pode ser distorcida devido a estrutura de capital da companhia e regimes tributários, como já foi explicado na

revisão bibliográfica. O consenso das estimativas para o lucro líquido da Cia. Hering é de R\$333 milhões em 2013.

Tabela 6 - Valor da ação pelo métrica P/E

Fator	Intervalo		Unidade
Múltiplo P/E	18,07	20,09	x
(x) Métrica (L.L.)	333	333	R\$ Mi
(=) Valor de Mercado	6.017	6.689	R\$ Mi
(÷) Total de Ações (TSO)	164,6	164,6	Mi
(=) Preço por Ação (R\$)	36,56	40,64	R\$

Fonte: Elaborado pelo autor

Por esta análise o preço da ação da companhia varia R\$ 36,56 e R\$40,64.

8.2 Método das transações precedentes

Para a elaboração do método das transações precedentes foi necessário uma busca de transações concluídas que ocorreram no setor de varejo e especialmente no setor de vestuário. Nesta parte de busca não foram encontradas transações precedentes com valores publicamente divulgados no Brasil, assim, expandiu-se limite geográfico para a análise das companhias, incluindo Europa e Estados Unidos. Também foram considerados o setor de luxo, de calçados e de acessórios, para análise, devido ao fato de também serem varejistas e possuírem semelhanças no modelo de negócios e na estrutura de vendas. Em termos de horizonte temporal, foram escolhidas transações de 2007 até 2011 pelo fato da disponibilidade dos dados, períodos anteriores a 2007 não refletem de maneira adequada a conjuntura econômica global atual, e após 2011, além da diminuição do número de transações, poucas tiveram seus valores publicamente divulgados. Para a construção desta planilha foi consultada a plataforma *Merger Market*, uma base de dados com informações financeiras relacionadas às atividades de fusões e aquisições.

Tabela 7 - Lista das Transações Precedentes

Transações Precedentes Seleccionadas
2007-2011

Comprador	Alvo	Data	País	% Comprada	Valor do Património (US\$)	Valor Agregado (US\$)	VA/Receita Líquida		VA/EBITDA		P/E		Subsetor
							Últimos 12 Meses	Receita Líquida (US\$)	Últimos 12 Meses	EBITDA (US\$)	Últimos 12 Meses	Lucro Líquido (US\$)	
Grupo Labelux	Jimmy Choo	mai-11	Reino Unido	100%	800	800	3,42x	234	15,70x	51	N.D	N.D	Calçados
LVMH	Hérmes	out-10	França	18%	11.770	11.350	3,86x	2.940	12,30x	923	23,50x	501	Vestuário de Luxo
Phillips Van Heusen	Tommy Hilfiger	mar-10	Holanda	100%	3.000	3.430	1,53x	2.242	11,70x	293	60,80x	49	Vestuário
Grupo Carlyle	Moncler	ago-08	Itália	48%	625	625	1,60x	391	8,90x	70	22,40x	28	Vestuário
Advent	Gerard Darel	jun-08	França	N.D	470	470	1,90x	247	N.D	N.D	N.D	N.D	Vestuário
Premira	Grupo Valentino	mai-07	Itália	30%	3.580	4.420	1,60x	2.763	10,30x	429	23,50x	152	Vestuário de Luxo
LVMH	Sacks	jul-10	Brasil	70%	145	145	2,86x	51	N.D	N.D	N.D	N.D	Perfumes Online
VF	Timberland	jun-11	EUA	100%	2.230	1.960	1,35x	1.452	12,30x	159	22,60x	99	Vestuário
PPR	Volcom	mai-11	EUA	100%	610	530	1,48x	358	15,70x	34	30,50x	20	Vestuário
Média							2,18x		12,41x		30,55x		
Mediana							1,60x		12,30x		23,50x		

Fonte: Elaborado pelo autor com base no Merger Market

Novamente, os múltiplos analisados divergem entre si devido a diferenças das métricas utilizadas e condições já citadas no método dos múltiplos de mercado. Neste caso utilizou-se a média e a mediana como extremos do intervalo devido à falta de dados em relação a períodos futuros.

Ao se analisar o múltiplo histórico de transações precedentes de Valor Agregado por receita líquida obtêm-se um intervalo de 1,60x a 2,18x, um intervalo ainda que menor, está de acordo com o de 2,03x e 2,34x resultante do método do método dos múltiplos de mercado. Aplicando o devido intervalo à Cia. Hering, obteve-se os seguintes valores:

Tabela 8 - Valor da ação pelo métrica VA/Receita Líquida

Fator	Intervalo		Unidade
Múltiplo EV/R.L	1,60	2,18	x
(x) Métrica (R.L)	1.713	1.713	R\$ Mi
(=) Valor Agregado	2.741	3.731	R\$ Mi
(-) Dívida Total	25	25	R\$ Mi
(-) Interesses Minoritários	0	0	R\$ Mi
(+) Caixa e Disponibilidades	193	193	R\$ Mi
(=) Valor de Mercado	2.910	3.899	R\$ Mi
(÷) Total de Ações (TSO)	164,6	164,6	Mi
(=) Preço por Ação (R\$)	17,68	23,69	R\$

Fonte: Elaborado pelo autor

Assim, aplicando a projeção de receita líquida para 2013E de R\$1.713 Mi, e depois retirada a dívida líquida e as participações minoritárias obtêm-se um valor de mercado variando entre R\$

2.907 e R\$ 3.897 Mi, que dividido pelo número total de ações disponíveis resulta em intervalo variando entre R\$ 17,68 e R\$ 23,69 por ação.

Aplicando a mesma linha de raciocínio para a o múltiplo de Valor Agregado por EBITDA, obtêm-se um valor de mercado para a companhia de R\$ 5,890 e R\$ 5,837, que dividido pelo número total de ações obtêm-se um intervalo entre R\$ 35,47 e R\$35,79. Um valor levemente acima mas ainda dentro do intervalo dos valores obtidos pela método dos múltiplos de mercado.

Tabela 9 - Valor da Ação pela métrica VA/EBITDA

Fator	Intervalo		Unidade
Múltiplo EV/EBITDA	12,30	12,41	x
(x) Métrica (EBITDA)	461	461	R\$ Mi
(=) Valor Agregado	5.670	5.723	R\$ Mi
(-) Dívida Total	25	25	R\$ Mi
(-) Interesses Minoritários	0	0	R\$ Mi
(+) Caixa e Disponibilidades	193	193	R\$ Mi
(=) Valor de Mercado	5.839	5.892	R\$ Mi
(÷) Total de Ações (TSO)	164,6	164,6	Mi
(=) Preço por Ação (R\$)	35,47	35,79	R\$

Fonte: Elaborado pelo autor

Por último, a análise pelo método do preço por lucro resultou em um intervalo compreendido entre 23,5x e 30,5x. Multiplicado pela métrica do lucro líquido, e dividindo o produto pelo total de ações obtêm-se o valor de R\$47,54 e R\$ 61,81. Vale ressaltar que o teto e a amplitude do intervalo é consideravelmente maior do que o obtido pelo método dos múltiplos de mercado, correspondido entre R\$ 36,56 e R\$40,64.

Tabela 10 - Valor da ação pela métrica P/E

Fator	Intervalo		Unidade
Múltiplo P/E	23,50	30,55	x
(x) Métrica (L.L.)	333	333	R\$ Mi
(=) Valor de Mercado	7.826	10.173	R\$ Mi
(÷) Total de Ações (TSO)	164,6	164,6	Mi
(=) Preço por Ação (R\$)	47,54	61,81	R\$

Fonte: Elaborado pelo autor

É verdade que efeitos de impostos devido aos diferentes regimes tributários geográficos das companhias selecionadas podem influenciar no lucro líquido e consequentemente no múltiplo, mas a maior razão para uma amplitude e um valor de teto maior é o prêmio de controle já citado

na revisão bibliográfica, onde o comprador está disposto a pagar mais por uma parcela de controle da companhia, o que ficou evidenciado nesta análise.

8.3 Método de avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado

Para se analisar uma companhia pelo fluxo de caixa descontado são necessárias premissas para o seu futuro, incluindo premissas operacionais, financeiras, macroeconômicas e setoriais do mercado. A partir destas premissas foi possível projetar valores financeiros no fluxo de caixa livre para os anos seguintes e descontá-los pela estrutura de capital da empresa, o WACC, este método apresenta a mesma base conceitual que o do valor presente líquido. Abaixo estão algumas considerações sobre na elaboração do modelo:

- **Análise da performance histórica** – A análise da performance histórica é crucial na elaboração do fluxo de caixa futuro pois permite um contato com o passado da companhia e assim uma familiarização com os números das contas a serem projetadas e também um contato com as margens, que podem servir de base para estimativas futuras. No caso deste modelo financeiro foi adotado um horizonte histórico compreendido entre 2009² e 2012.
- **Intervalo da Projeção** – O presente modelo foi projetado para um horizonte de 5 anos, pois as premissas macroeconômicas e setoriais utilizadas neste modelo e provenientes de órgãos ou consultorias específicas do setor, são projetadas apenas para o intervalo de cinco anos futuros, assim para evitar uma distorção ou premissas aleatórias, decidiu-se então utilizar este mesmo horizonte temporal.

8.3.1 A estrutura de Capital da Empresa (WACC)

O custo de capital representará a taxa de desconto das projeções financeiras da empresa, este por sua vez é calculado com base em seus custos de capital próprio e de terceiros e na estrutura financeira da empresa, abaixo estão descritos os cálculos e as informações para cada componente do WACC

² Para a elaboração de algumas médias ou taxas do modelos foram utilizados dados desde 2007, mas nem todos os dados foram publicados em 2007, assim adotou-se 2009 como data base.

8.3.1.1 O custo de capital próprio

O custo de capital próprio é calculado com base no modelo CAPM já apresentado anteriormente, que se utiliza das variáveis de retorno isento de risco, beta e prêmio de mercado, o cálculo e as hipóteses de cada uma dessas variáveis estão descritos abaixo:

8.3.1.2 Retorno isento de risco

Diferentemente das recomendações dos autores Damodaran e Rosenbaum, os retornos dos títulos do Governo Norte Americano de 10 e 30 anos não foram adotados como taxa isenta de risco, para esta taxa foi adotado a média histórica desde 2010 dos títulos do Governo Brasileiro com maturação em 15 anos.

As razões para este título ser adotado foram que a companhia Hering realiza e financia suas operações majoritariamente em Reais, a mesma moeda do título, não sendo necessário assim adicionar um fator de prêmio de risco entre o real brasileiro e o dólar norte americano. Também não foi adotado um fator de prêmio para o risco país, pois o título por ser brasileiro e já espelha este risco, além de ser mais adequado do que os títulos americanos pois a companhia realizou em 2012 97% da receita bruta em território nacional. Por último, o título de 15 anos foi escolhido porque este apresenta uma liquidez maior do que os títulos de 10 e 5 anos, ou seja, adapta-se mais rápido a mudanças no panorama econômico, sendo assim uma melhor estimativa deste. Abaixo segue a evolução da taxa do título nos últimos anos, para efeito de análise foi utilizado sua média de 2010-2013³, correspondente a taxa de 8,878%

Tabela 11 – Média dos Retornos do Título do Governo de 15 anos

Título do Governo Brasileiro (15 anos)	
Período	Yield (%)
2010	9,837%
2011	9,345%
2012	7,645%
2013	8,686%
2010-2013	8,878%

³ Considera o período até a data 17 de Outubro de 2013

Fonte: Bloomberg

8.3.1.3 O Beta

O beta de maneira resumida mede a resposta de uma ação a uma perturbação do mercado. Existem duas grandes fontes consultadas para o beta, sendo elas o sistema Bloomberg, que fornece um beta baseado em um intervalo de tempo passado, geralmente de 5 anos e o Instituto Barra, que oferece o beta presumido, que diferentemente do beta convencional, fornece uma estimativa para o beta, considerando treze variáveis, como tamanho, retornos do mercado, métrica P/E dentre outras. Para esta análise foi considerado o beta alavancado calculado pelo Instituto Barra, que atualmente é de 0,9333. Abaixo segue uma tabela com os barra betas do setor de varejo e vestuário brasileiro:

Tabela 12 - Valores do Beta para companhias brasileiras de vestuário

Vestuário								
	TSO (Mi)	Preço (R\$)	Valor de Mercado (R\$ Mi)	Dívida Bruta (R\$ Mi)	Dívida Total / Valor de Mercado	Barra Beta Alavancado	Beta Desalavancado	Variação %
Hering	164,6	33,64	5.537	25	0,00x	0,933	0,930	0,3%
Renner	125	63,53	7.941	1.439	0,18x	0,892	0,797	10,7%
Arezzo	88,6	39,19	3.472	109	0,03x	0,861	0,844	2,0%
Guararapes	62,4	92,60	5.778	778	0,13x	0,730	0,670	8,2%
Marisa	185,5	21,00	3.896	787	0,20x	0,968	0,854	11,8%
Restoque	171,1	6,68	1.143	637	0,56x	0,922	0,674	26,9%
Mediana						0,907	0,820	

Fonte: Instituto Barra/Capital IQ

Pela tabela acima percebe-se que a Hering possui o segundo maior beta alavancado mais próximo de 1, podendo assim, juntamente com a Marisa, sofrer maiores influências do mercado do que as outras companhias. Em termos de beta não alavancado a companhia possui um beta muito parecido com o seu valor alavancado devido baixa parcela de dívida em relação ao seu montante de capital investido.

8.3.1.4 O prêmio de mercado

O prêmio de mercado pode ser entendendo como a taxa de retorno excedente de um portfólio de ações sob a taxa de retorno isenta de risco. Da mesma maneira que o retorno isento de risco e o beta, o prêmio de mercado também pode ser interpretado de diversas maneiras. Fernández;

Aguirreamalloa e Corres (2011) realizaram uma pesquisa envolvendo acadêmicos, analistas financeiros e empresas para levantar dados sobre o prêmio de mercado utilizado, e dentre as estimativas mais utilizadas estão o instituto Ibbotson, com 17%, Damodaran com 13% e estimativas próprias com 8%. Devido ao caráter acadêmico deste trabalho utilizou-se o prêmio calculado pelo instituto Ibbotson, que atualmente é de 6,70%, calculado pela média aritmética dos retornos do S&P500, no período entre 1926-2012.

Assim, utilizando a equação do CAPM com os valores mencionados para cada parcela obteve-se um custo de capital próprio de:

Equação 9 – Cálculo do custo de capital próprio

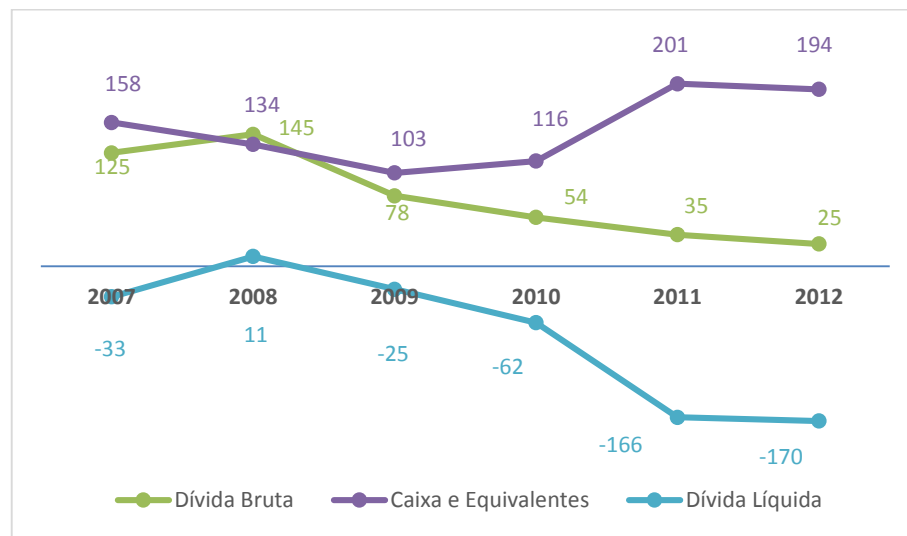
$$r_e = r_f + \beta_l * (r_m - r_f) = 8,878\% + 0,9333 * (6,70\%) = 15,1\%$$

8.3.1.5 O custo do capital de terceiros

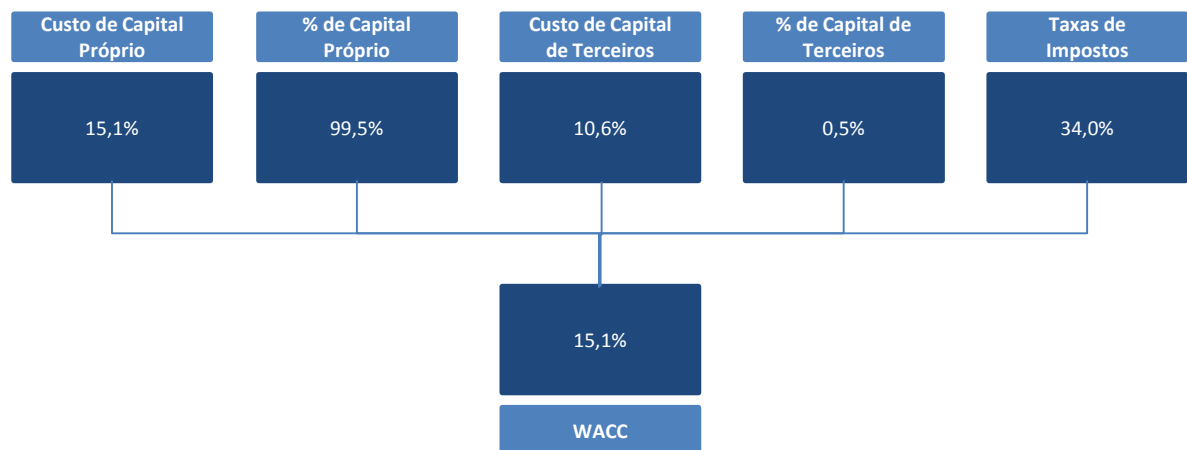
A melhor maneira de definir um custo para o capital da dívida de uma empresa é por meio de seus títulos e debêntures emitidos no mercado, de forma que este, por meio da lei da oferta e demanda defina o preço ou taxa de retorno ideal para a dívida. A Hering não possui nenhuma debênture vigente, nem maturada. Assim, para se ter uma estimativa do custo da dívida da empresa, utilizou-se a debênture emitida pela companhia Renner, que também é uma varejista do setor de vestuário. A debênture possui maturação em 2019 e foi emitida a uma taxa de IPCA + 4,60% anuais, assim utilizando o IPCA acumulado de 12 meses em Setembro de 2013, o último disponível, obteve-se um valor de 10,46%.

8.3.1.6 A estrutura de capital atual

Ao analisar a estrutura de capital inicial da Cia. Hering, percebe-se que está se financia majoritariamente por apenas capital próprio. Isso se deve porque a Hering é uma companhia que se baseia em um modelo de franquias para os seus negócios, assim parte dos custos com os administrativos como salários, aluguéis, comissões de venda e outros, são responsabilidade dos franqueados, diminuindo as despesas gerais e administrativas. Vale ressaltar também que a quase ausência de dívida financeira também diminui a conta de despesas financeiras.

Gráfico 21 - Evolução da dívida líquida

Fonte: Cia Hering

Figura 11 – Cálculo do WACC

Fonte: Elaborado pelo autor

8.3.2 A projeção do fluxo de caixa

Será explicado nesta subseção o raciocínio utilizado para as projeções do fluxo de caixa e seus componentes:

8.3.2.1 Projeção das Receitas:

A receita bruta da Cia Hering foi projetada de acordo com o crescimento de cada canal de venda da companhia: Lojas Próprias e Franqueadas, Multimarcas, *Webstore* e Internacional. Abaixo foi detalhado o raciocínio utilizado para cada canal

8.3.2.1.1 Lojas Próprias e franqueadas

Para a venda nos canais de lojas próprias e franqueadas, acredita-se que a melhor métrica para representar e nortear as projeções da receita é venda por metro quadrado, desta maneira, a partir de valores históricos, foi calculada a venda média por metro quadrado dos últimos seis anos

Tabela 13 - Dados Operacionais Históricos

Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Faturamento da Rede de Lojas e Franquias (R\$ mil)	174.086	281.986	415.204	602.743	794.852	878.745
Franquias (R\$ mil)	132.764	194.083	278.859	422.097	582.421	652.125
Próprias (R\$ mil)	41.322	87.903	136.345	180.646	212.431	226.620
Dados Operacionais						
Área de Vendas (m²)	24.106	29.791	35.415	44.815	57.507	70.899
Area Média por Loja (m²)	97	96	97	101	109	110
Faturamento por área (R\$ por m²)	7.222	9.465	11.724	13.449	13.822	12.394
Total de Lojas Próprias e Franqueadas	248	311	365	443	530	638
Próprias	51	64	61	67	77	82
Franquias	197	247	304	376	453	556

Fonte: Hering, adaptado pelo autor

Também foi projetada uma evolução para o número de lojas próprias e franqueadas da companhia. Apesar do crescimento significativo do número de lojas próprias e franqueadas da companhia, o crescimento foi baseado na hipótese conservadora de que em um período de 5 anos, o número de lojas da companhia crescerá a ritmo real do setor de varejo e vestuário

Tabela 14 - Evolução do número de lojas e crescimento do setor

Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Faturamento Real do Setor (R\$ Mi)	N.D	93.613	98.025	105.195	107.152	112.106	116.530	122.064	127.527	133.895	140.432
Crescimento Real do Setor	N.D	N.D	4,7%	7,3%	1,9%	4,6%	3,9%	4,7%	4,5%	5,0%	4,9%
Número de Lojas Próprias	51	64	61	67	77	82	89	96	102	110	117
Número de Lojas Franqueadas	197	247	304	376	453	556	642	718	786	835	874
Número Total de Lojas	248	311	365	443	530	638	731	814	888	945	991
Crescimento Real do Total de Lojas	N.D	25,4%	17,4%	21,4%	19,6%	20,4%	14,6%	11,4%	9,1%	6,4%	4,9%
Proporção entre os Crescimentos	N.D	N.D	3,7x	2,9x	10,6x	4,4x	3,7x	2,4x	2,0x	1,3x	1,0x

Fonte: Elaborado pelo autor

Desta forma, com a divisão da evolução do número de lojas próprias e franquizadas, também foi feita uma divisão entre lojas antigas⁴ e novas lojas. A razão pela qual foi feita esta divisão foi devido ao período de maturação de cada loja, um fenômeno que ocorre em algumas lojas do varejo, inclusive no setor de vestuário. O período de maturação pode ser entendendo como uma limitação inicial da loja para atingir o seu potencial normal de vendas em seu estágio inicial. Desta forma foi adotado neste trabalho um fator de maturação de dois anos, onde as lojas novas faturam 60% e 80% de sua capacidade normal de faturamento bruto.

Adotou-se uma área média projetada de 110m², igual a de 2012, e para as projeções de faturamento médio adotou-se uma correção pelo IPCA projetado pelo Banco Central.

Tabela 15 - Projeção da receita das lojas próprias e franquizadas

Projeção da Receita Bruta	2013	2014	2015	2016	2017
Número de Novas Lojas Próprias	7	7	6	8	7
Faturamento Médio por área (R\$)	13.114	13.895	14.659	15.465	16.300
Área Média (m ²)	110	110	110	110	110
Receita de Lojas Próprias em Maturação 60% (R\$ '000)	6.059	6.419	5.805	8.166	7.531
Receita de Lojas Próprias em Maturação 80% (R\$ '000)	5.770	8.559	9.030	8.166	11.475
<i>Receita Total de Lojas Próprias em Maturação (R\$ '000)</i>	<i>11.829</i>	<i>14.979</i>	<i>14.835</i>	<i>16.331</i>	<i>19.006</i>
Número de Novas Lojas Franqueadas	86	76	68	49	39
Faturamento Médio por área (R\$)	13.114	13.895	14.659	15.465	16.300
Área Média (m ²)	110	110	110	110	110
Receita de Lojas Franqueadas em Maturação 60% (R\$ '000)	74.438	69.696	65.789	50.014	41.957
Receita de Lojas Franqueadas em Maturação 80% (R\$ '000)	118.869	105.155	98.039	92.544	70.287
<i>Receita Total de Lojas Franqueadas em Maturação (R\$ '000)</i>	<i>193.307</i>	<i>174.851</i>	<i>163.828</i>	<i>142.558</i>	<i>112.244</i>
Número de Lojas Próprias Antigas	77	82	89	96	102
Faturamento Médio por área (R\$)	13.114	13.895	14.659	15.465	16.300
Área Média (m ²)	110	110	110	110	110
<i>Receita de Lojas Próprias Antigas (R\$ '000)</i>	<i>111.079</i>	<i>125.331</i>	<i>143.511</i>	<i>163.312</i>	<i>182.890</i>
Número de Lojas Franqueadas Antigas	453	556	642	718	786
Faturamento Médio por área (R\$)	13.114	13.895	14.659	15.465	16.300
Área Média (m ²)	110	110	110	110	110
<i>Receita de Lojas Franqueadas Antigas (R\$ '000)</i>	<i>653.492</i>	<i>849.802</i>	<i>1.035.215</i>	<i>1.221.441</i>	<i>1.409.325</i>
<i>Receita Bruta Total de Lojas Próprias (R\$ '000)</i>	<i>122.908</i>	<i>140.309</i>	<i>158.346</i>	<i>179.644</i>	<i>201.896</i>
<i>Receita Bruta Total de Lojas Franqueadas (R\$ '000)</i>	<i>846.799</i>	<i>1.024.654</i>	<i>1.199.044</i>	<i>1.363.999</i>	<i>1.521.569</i>
Receita Bruta Total (R\$ '000)	969.707	1.164.963	1.357.390	1.543.643	1.723.465

Fonte: Elaborado pelo autor

⁴ Lojas antigas são consideradas aquelas lojas fora do período de maturação, assim as novas lojas ainda em maturação serão contabilizadas como lojas antigas após dois anos, ou seja após seu ano de maturação de 60% e 80%. Para se obter o número de lojas total operando em um período n, deve somar as lojas velhas no período n com as lojas novas do período n (em maturação de 60%) e as lojas antigas do período n-1 em (maturação de 80%)

8.3.2.1.2 Multimarcas

Para o canal de vendas multimarcas, devido à falta de abertura de informação pela companhia, foi projetada uma taxa de crescimento baseada no crescimento real do setor e na inflação projetada para os anos futuros, assim, obteve-se a seguinte tabela:

Tabela 16 - Projeção das receitas do canal multimarcas

Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Faturamento Real do Setor (R\$ M)	N.D	93.613	98.025	105.195	107.152	112.106	116.530	122.064	127.527	133.895	140.432
Crescimento Real do Setor	N.D	N.D	4,7%	7,3%	1,9%	4,6%	3,9%	4,7%	4,5%	5,0%	4,9%
Inflação (IPCA)	4,5%	5,9%	4,3%	5,9%	6,5%	5,8%	5,8%	6,0%	5,5%	5,5%	5,4%
Taxa de Crescimento Adotada para Multimarcas			-	-	-	-	9,8%	10,7%	10,0%	10,5%	10,3%
Faturamento Bruto do canal Multimarcas (R\$ Mil)	205.984	301.330	426.114	582.807	775.409	834.148	915.527	1.013.485	1.114.581	1.231.538	1.358.171

Fonte: Elaborado pelo autor

8.3.2.1.3 Webstore

Para o canal de vendas online da companhia, devido à falta de abertura de informação pela companhia, foi projetada uma taxa de crescimento baseada no crescimento real do setor e na inflação projetada para os anos futuros, assim, obteve-se a seguinte tabela:

Tabela 17 - Projeção das receitas do canal webstore

Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Faturamento Real do Setor (R\$ M)	N.D	93.613	98.025	105.195	107.152	112.106	116.530	122.064	127.527	133.895	140.432
Crescimento Real do Setor	N.D	N.D	4,7%	7,3%	1,9%	4,6%	3,9%	4,7%	4,5%	5,0%	4,9%
Inflação (IPCA)	4,5%	5,9%	4,3%	5,9%	6,5%	5,8%	5,8%	6,0%	5,5%	5,5%	5,4%
Taxa de Crescimento Adotada para Webstore			-	-	-	-	9,8%	10,7%	10,0%	10,5%	10,3%
Faturamento Bruto do canal Webstore (R\$ Mil)	0	0	2.251	5.434	12.217	19.455	21.068	22.785	24.608	26.699	28.942

Fonte: Elaborado pelo autor

8.3.2.1.4 Lojas Internacionais

Para o canal de vendas online da companhia, devido à falta de abertura de informação pela companhia, foi projetada uma taxa de crescimento da inflação projetada para os anos futuros. A razão pela qual se escolheu apenas a inflação foi baseada na premissa de que a companhia não pretende expandir seus negócios fora do país nos próximos anos, apenas mantê-los, assim, obteve-se a seguinte tabela:

Tabela 18 - Projeção das receitas das lojas internacionais

Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Inflação (IPCA)	4,5%	5,9%	4,3%	5,9%	6,5%	5,8%	5,8%	6,0%	5,5%	5,5%	5,4%
Cresimento Histórico Internacional	N.D	0	-27,2%	32,2%	46,9%	-5,4%	-	-	-	-	-
<i>Taxa de Crescimento Adotada para o Canal Internacional</i>			-	-	-	-	5,8%	6,0%	5,5%	5,5%	5,4%
Faturamento Bruto do canal <i>Webstore</i> (R\$ Mil)	62.576	45.858	33.382	44.142	64.829	61.312	64.874	68.734	72.515	76.503	80.634

Fonte: Elaborado pelo autor

Assim, a partir das receitas brutas por canais apresentadas acima, obtêm-se a receita bruta total da companhia. Para a obtenção da receita líquida foi utilizada a média histórica do período correspondente entre 2007-2012

Tabela 19 - Projeção da receita líquida total

Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Faturamento da Rede de Lojas e Franquias (R\$ Mi)	174,1	282,0	415,2	602,7	794,9	878,7	969,7	1.165,0	1.357,4	1.543,6	1.723,5
Franquias (R\$ mil)	132,8	194,1	278,9	422,1	582,4	652,1	846,8	1.024,7	1.199,0	1.364,0	1.521,6
Próprias (R\$ mil)	41,3	87,9	136,3	180,6	212,4	226,6	122,9	140,3	158,3	179,6	201,9
Faturamento dos Outros Canais (R\$ Mi)	268,6	347,2	461,7	632,4	852,5	914,9	1.001,5	1.105,0	1.211,7	1.334,7	1.467,7
Multimarcas (R\$ mil)	206,0	301,3	426,1	582,8	775,4	834,1	915,5	1.013,5	1.114,6	1.231,5	1.358,2
Online (R\$ mil)	-	-	2,3	5,4	12,2	19,5	21,1	22,8	24,6	26,7	28,9
Internacional (R\$ mil)	62,6	45,9	33,4	44,1	64,8	61,3	64,9	68,7	72,5	76,5	80,6
Receita Bruta Total (R\$ Mi)	442,6	629,2	877,0	1.235,1	1.647,3	1.793,7	1.906,3	2.201,2	2.496,6	2.801,9	3.110,6
Margem Líquida	83,4%	81,8%	82,2%	82,1%	82,1%	83,1%	82,5%	82,5%	82,5%	82,5%	82,5%
Receita Líquida Total (R\$ Mi)	369,2	514,9	720,9	1.013,5	1.353,2	1.491,3	1.572,1	1.815,3	2.058,9	2.310,7	2.565,3

Fonte: Elaborado pelo autor

8.3.2.2 Projeção do Lucro Bruto:

O lucro bruto é obtido por meio das receita líquida menos o custo do produto vendido. A receita líquida foi calculada acima, e para o custo do produto vendido no período correspondente entre 2013 e 2017, foi adotada a média da margem histórica compreendida entre os anos de 2009 e 2012, cujo valor é de 47,7%.

Tabela 20 - Projeção do lucro bruto

Projeção do Lucro Bruto									
Em R\$ Mi									
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Lucro Bruto	340,9	501,9	655,9	679,2	749,9	865,9	982,1	1.102,2	1.223,6
Margem Bruta (%)	47,3%	49,5%	48,5%	45,5%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%

Fonte: Elaborado pelo autor

8.3.2.3 Projeção do Lucro Operacional (EBIT)

O Lucro operacional é calculado pela diferença entre o lucro bruto e despesas operacionais, incluindo as despesas de vendas, administrativas e outras despesas não financeiras: Assim para o cálculo histórico da conta despesas operacionais históricas da companhia foram consideradas as contas de: despesas com vendas, remuneração dos administradores, despesas gerais e administrativas, apropriações no custo, participação nos resultados e outras despesas operacionais, sendo estas as mesmas contas consideradas pela companhia no cálculo em seu lucro operacional. Neste caso, percebe-se uma redução constante na margem de suas despesas

operacionais em relação a receita líquida, desta forma adotou-se o valor de 2012 como base para as margens futuras de despesas operacionais. Não se utilizou a média nesta métrica pois adotou-se a premissa de manutenção da capacidade atual para geração de lucro operacional.

Tabela 21 - Projeção do lucro operacional

Em R\$ Mi	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Lucro Bruto	340,9	501,9	655,9	679,2	749,9	865,9	982,1	1.102,2	1.223,6
Margem Bruta (%)	47,3%	49,5%	48,5%	45,5%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%
SG&A	206,0	248,6	290,7	306,0	322,3	372,1	422,1	473,7	525,9
% da Receita Líquida	28,6%	24,5%	21,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%
EBIT	134,8	253,4	365,1	373,1	427,6	493,8	560,0	628,5	697,8
Margem EBIT (%)	18,7%	25,0%	27,0%	25,0%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%

Fonte: Elaborado pelo autor

8.3.2.4 Projeção de Capex

Capex (capital expenditures) pode ser interpretado como os gastos da companhia com aquisições de ativos físicos e intangíveis que trarão benefícios presentes ou futuros para a companhia, geralmente se refere a aquisição de equipamentos e propriedades industriais. No caso da Cia. Hering são consideradas parte do *capex* as seguintes contas: Aquisições de ativo imobilizado e aquisições de ativo intangível.

Para a projeção de *capex* futuro, foram consideradas apenas as lojas próprias, já que as os gastos com investimentos e manutenção das lojas franqueadas são responsabilidade do franqueado e não do franqueador. Assim, utilizou-se do a média histórica do *capex* entre 09' -12' para a projeção dos períodos futuros.

Tabela 22 - Projeção do Capex

Capex Histórico	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Média por Loja Própria (R\$ '000)	512,0	1.039,2	616,9	774,3	735,6	735,6	735,6	735,6	735,6
Número de Lojas Próprias	61,0	67,0	77,0	82,0	89,0	96,0	102,0	110,0	117,0
Capex Total (R\$ Mi)	31,2	69,6	47,5	63,5	65,5	70,6	75,0	80,9	86,1

Fonte: Elaborado pelo autor

8.3.2.5 Projeção de depreciação e amortização

A depreciação e amortização podem ser entendidas como o recursos contábeis, nos quais a companhia gradativamente reduz o valor contábil de seus ativos, a depreciação é utilizada geralmente para ativos fixos e tangíveis como máquinas, fábricas e prédios, enquanto a

amortização é utilizada geralmente para ativos intangíveis. Vale ressaltar que a depreciação e amortização também possuem efeito dedutivo no cálculo do imposto de renda.

No caso da Hering, considerou-se um período médio 10 anos para a depreciação de seus ativos, desta maneira, toda a novas aquisições de imobilizado e intangível (*capex*) desde 2007 foi depreciada em um horizonte de 10 anos. Devido à falta de relatórios contábeis públicos referentes ao período anterior a 2007, criou-se uma conta chamada depreciação e amortização antiga para reconciliar o valor publicado de depreciação e amortização, já que existem depreciações referentes ao período de 1997-2006 até 2006-2015, cujos relatórios contábeis não estavam disponíveis. A partir de 2013, a conta de “amortização e depreciação antiga” foi reduzida a 25% anualmente até, se extinguir em 2016.

Tabela 23 - Projeção do capex e da depreciação e amortização

Capex (R\$ Mi)											
Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Capex Histórico	25,3	35,7	31,2	69,6	47,5	63,5	65,5	70,6	75,0	80,9	86,1

Depreciação e Amortização (R\$ Mi)											
Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
2007	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	0,0
2008		3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
2009			3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
2010				7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
2011					4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
2012						6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
2013							6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
2014								7,1	7,1	7,1	7,1
2015									7,5	7,5	7,5
2016										8,1	8,1
2017											8,6
D&A Nova	2,5	6,1	9,2	16,2	20,9	27,3	33,8	40,9	48,4	56,5	62,6
D&A Antiga	7,4	9,3	10,4	6,9	8,4	7,0	5,2	3,5	1,7	0,0	0,0
D&A Total	10,0	15,4	19,7	23,1	29,3	34,3	39,1	44,4	50,1	56,5	62,6

Fonte: Elaborado pelo autor

8.3.2.6 Projeção da variação do capital de Giro (NWC)

O capital de giro é calculado como a diferença entre alguns itens do ativo circulante e do passivo circulante, e pode ser interpretado como a quantidade de dinheiro não diretamente ligada ao caixa necessária para as operações da companhia. A sua variação é calculada pelo seu valor em um ano n, menos o seu valor no ano n-1. Na análise presente decidiu-se por dividir o ativo circulante em três tipos de conta:

- Contas a receber – incluindo apenas a conta de recebíveis, suas projeções foram baseadas nos dias implícitos de recebíveis

Fórmula 13 – Cálculo dos dias implícitos de recebíveis

$$\text{Dias implícitos de recebíveis} = \frac{\text{Contas a Receber}}{\text{Receita Líquida}} * 365$$

- Estoques – incluindo apenas a conta de estoques, suas projeções foram baseadas nos dias implícitos de estoque

Fórmula 14 – Cálculo dos dias implícitos de estoque

$$\text{Dias implícitos de estoque} = \frac{\text{Estoques}}{\text{CPV}} * 365$$

- Outras – incluindo as contas de impostos a recuperar, impostos diferidos, outras contas a receber e despesas do exercício seguinte, suas projeções foram baseadas no percentual da receita líquida

O passivo circulante também foi dividido nas seguintes contas:

- Contas a pagar – incluindo as contas empréstimos e financiamentos, e fornecedores, suas projeções foram baseadas nos dias implícitos de contas a pagar

Fórmula 15 – Cálculo dos dias implícitos das contas a pagar

$$\text{Dias implícitos das contas a pagar} = \frac{\text{Contas a Pagar}}{\text{Receita Líquida}} * 365$$

- Passivo/Responsabilidades acumuladas – incluindo as contas de salário e encargos sociais, parcelamentos tributários e previdenciários, obrigações tributárias e impostos diferidos, suas projeções foram baseadas com base no percentual da receita líquida
- Outras – incluindo as contas de provisões, incentivos fiscais, dividendos a pagar e outras contas a pagar, suas projeções foram baseadas com base no percentual da receita líquida

Assim obteve-se as seguintes projeções:

Tabela 24 - Projeção da variação do capital de giro

Variação do Capital de Giro									
Em R\$ Mi									
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Vendas	720,9	1.013,5	1.353,2	1.491,3	1.572,1	1.815,3	2.058,9	2.310,7	2.565,3
CPV	380,1	511,6	697,4	812,1	822,2	949,4	1.076,8	1.208,5	1.341,6
Contas do Ativo Circulante									
Contas a Receber	215,5	295,4	361,9	429,5	452,8	522,8	592,9	665,5	738,8
<i>Dias Implícitos</i>	<i>109,1</i>	<i>106,4</i>	<i>97,6</i>	<i>105,1</i>	<i>105,1</i>	<i>105,1</i>	<i>105,1</i>	<i>105,1</i>	<i>105,1</i>
Estoque	90,0	190,4	221,5	211,0	213,6	246,7	279,8	314,0	348,6
<i>Dias Implícitos</i>	<i>86,4</i>	<i>135,8</i>	<i>115,9</i>	<i>94,8</i>	<i>94,8</i>	<i>94,8</i>	<i>94,8</i>	<i>94,8</i>	<i>94,8</i>
Outras	11,2	17,7	18,0	17,2	18,2	21,0	23,8	26,7	29,7
<i>% das Receita Líquida</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>
Total	316,7	503,5	601,4	657,7	684,5	790,4	896,5	1.006,1	1.117,0
Contas do Passivo Circulante									
Contas a Pagar	54,1	122,5	124,6	154,7	156,6	180,8	205,1	230,2	255,5
<i>Dias Implícitos</i>	<i>51,9</i>	<i>87,4</i>	<i>65,2</i>	<i>69,5</i>	<i>69,5</i>	<i>69,5</i>	<i>69,5</i>	<i>69,5</i>	<i>69,5</i>
Responsabilidades Acumuladas	64,2	85,0	133,3	116,3	122,6	141,6	160,6	180,2	200,1
<i>% das Receita Líquida</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,4%</i>	<i>9,8%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,8%</i>
Outras	8,8	12,0	11,4	19,0	20,0	23,1	26,2	29,4	32,7
<i>% das Receita Líquida</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>0,8%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>
Total	127,0	219,5	269,2	290,0	299,2	345,5	391,9	439,8	488,3
Capital de Giro	189,7	284,0	332,2	367,7	385,3	444,9	504,6	566,3	628,7
<i>% das Receita Líquida</i>	<i>26,3%</i>	<i>28,0%</i>	<i>24,5%</i>	<i>24,7%</i>	<i>24,5%</i>	<i>24,5%</i>	<i>24,5%</i>	<i>24,5%</i>	<i>24,5%</i>
Aumento/(Decréscimo) do Capital de Giro	N.D	94,4	48,2	367,7	385,3	59,6	59,7	61,7	62,4

Fonte: Elaborado pelo autor

Vale ressaltar que devido ao aumento de suas atividades, a companhia necessitará destinar mais capital de giro para continuar suas operações, assim a projeção acima encontra-se de acordo com o raciocínio adotado.

8.3.3 O fluxo de caixa livre descontado

Com as premissas acima e o custo de capital já calculado, pode-se projetar o fluxo de caixa e descontá-lo pelo custo de capital, obtendo-se:

Tabela 25 - Projeção do fluxo de caixa descontado

Fluxo de Caixa Descontado									
Em RS Mi									
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Vendas	720,9	1.013,5	1.353,2	1.491,3	1.572,1	1.815,3	2.058,9	2.310,7	2.565,3
Crescimento (%)	NA	40,6%	33,5%	10,2%	5,4%	15,5%	13,4%	12,2%	11,0%
CPV	380,1	511,6	697,4	812,1	822,2	949,4	1.076,8	1.208,5	1.341,6
Lucro Bruto	340,9	501,9	655,9	679,2	749,9	865,9	982,1	1.102,2	1.223,6
Margem Bruta (%)	47,3%	49,5%	48,5%	45,5%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%	47,7%
SG&A	206,0	248,6	290,7	306,0	322,3	372,1	422,1	473,7	525,9
% da Receita Líquida	28,6%	24,5%	21,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%
EBIT	134,8	253,4	365,1	373,1	427,6	493,8	560,0	628,5	697,8
Margem EBIT (%)	18,7%	25,0%	27,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Depreciação e Amortização (D&A)	19,7	23,1	29,3	34,3	39,1	44,4	50,1	56,5	62,6
EBITDA	154,5	276,5	394,5	407,4	466,7	538,2	610,2	685,0	760,3
Margem EBITDA (%)	21,4%	27,3%	29,1%	27,3%	29,7%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%
EBIT	134,8	253,4	365,1	373,1	427,6	493,8	560,0	628,5	697,8
(+) D&A	19,7	23,1	29,3	34,3	39,1	44,4	50,1	56,5	62,6
(-) Capex	-31,2	-69,6	-47,5	-34,3	-65,5	-70,6	-75,0	-80,9	-86,1
(-) Variação do capital de Giro	N.D	-0,1	0,0	-35,5	-17,6	-59,6	-59,7	-61,7	-62,4
Fluxo de Caixa Livre		206,8	346,9	337,6	383,6	407,9	475,4	542,4	611,9
WACC	15,1%								
Período Futuro					1	2	3	4	5
Fator de Desconto					86,9%	75,5%	65,6%	57,0%	49,5%
Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre					333,3	308,0	311,9	309,1	303,0

Fonte: Elaborado pelo autor

Pela tabela acima, pode-se perceber o que o valor presente do seu fluxo de caixa descontado permanece relativamente constante com exceção do primeiro ano, isso demonstra que o crescimento do fluxo de caixa descontado está próximo ao custo de capital da empresa.

O valor perpetuo foi calculado utilizando a equação 7. Para as hipóteses de crescimento na perpetuidade adotou-se uma taxa conservadora, considerando apenas o IPCA projetado para 2017, obtendo-se uma taxa de 5,5%.

Tabela 26 - Valor presente do valor terminal da empresa

Fluxo de Caixa Descontado	
Em R\$ Mi	
Fluxo de Caixa Livre (2017E)	611,9
WACC	15,1%
Taxa de Crescimento na Perpetuidade	5,5%
<i>Valor Terminal</i>	<i>6.729,1</i>
Fator de Desconto (2017)	49,5%
Valor Terminal a VPL	3.332,0

Fonte: Elaborado pelo autor

Por fim, retirando a dívida total, as participações minoritárias, e adicionando o caixa, obtêm-se o valor de patrimônio implícito, que por sua vez dividido pelo total de ações resulta no preço por ação de R\$ 30,78.

Tabela 27 - Cálculo do preço por ação da empresa

Fluxo de Caixa Descontado	
Em R\$ Mi	
Valor Agregado	\$4.897,3
(-) Dívida Total	(24,7)
(-) Participações Minoritárias	-
(+) Caixa e Equivalentes	194,5
(=) Valor de Patrimônio Implícito	5.067,1
(÷) Total de Ações (Mi)	164,6
(=) Preço por Ação (R\$)	30,78

Fonte: Elaborado pelo autor

8.3.4 Sensibilidades

Pelo cálculo do fluxo de caixa descontado obteve-se um como saída do modelo um valor pontual para a companhia e para o preço de sua ação, estes resultados são decorrente das várias premissas adotadas como entradas do modelo. A análise de sensibilidade estuda o impacto da variação destas entradas no resultado final do modelo, desta forma foi feita uma sensibilidade do Valor Agregado da empresa e do valor por ação da mesma, sensibilizando o seu custo de capital e seu crescimento perpétuo, obtendo-se os seguintes resultados.

Tabela 28 - Sensibilidade do Valor Agregado

Valor Agregado						
Taxa de Crescimento na Perpetuidade						
WACC		4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%
	14,1%	5.053.997,15	5.260.978,94	5.492.048,16	5.751.669,31	6.045.482,90
	14,6%	4.791.570,88	4.974.811,78	5.178.204,68	5.405.267,35	5.660.386,88
	15,1%	4.554.120,11	4.717.197,73	R\$4.897.275,10	5.097.156,55	5.320.299,13
	15,6%	4.338.263,27	4.484.089,25	4.644.363,54	4.821.345,36	5.017.790,82
	16,1%	4.141.202,31	4.272.168,69	4.415.498,63	4.573.029,57	4.746.982,05

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 29 - Sensibilidade do preço por ação

Preço por Ação						
Taxa de Crescimento na Perpetuidade						
WACC		4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%
	14,1%	31,74	32,99	34,40	35,97	37,76
	14,6%	30,14	31,26	32,49	33,87	35,42
	15,1%	28,70	29,69	R\$30,78	32,00	33,35
	15,6%	27,39	28,27	29,25	30,32	31,52
	16,1%	26,19	26,99	27,86	28,81	29,87

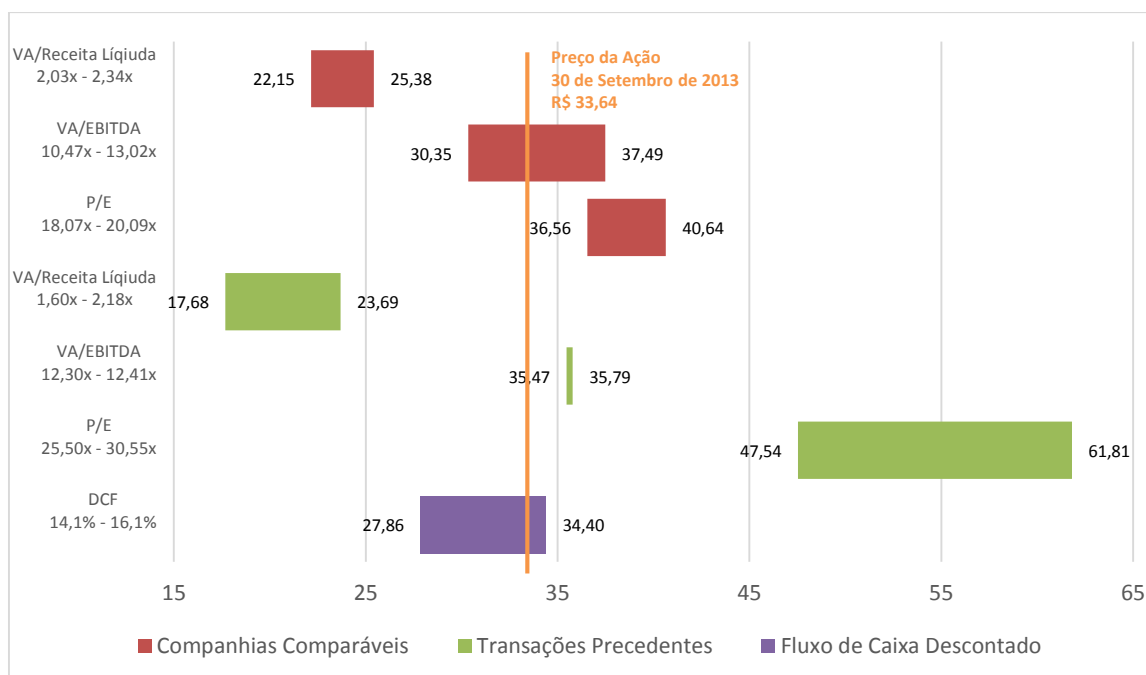
Fonte: Elaborado pelo autor

Em ambas tabelas, percebe-se o caminho que maximiza tanto o Valor Agregado quanto o preço por ação é o de menor custo de capital e maior taxa de crescimento na perpetuidade.

8.3.5 Comparação dos diferentes métodos

Por meio e uma sobreposição gráfica foi analisado e comentado o resultado de cada método proposto para a avaliação econômica da companhia.

Gráfico 22 - Comparação dos diversos métodos



Fonte: Elaborado pelo autor

Pelo gráfico acima percebe-se que os valores resultantes da análise dos múltiplos de Valor Agregado por receita líquida são menores que as outras métricas, isso se deve ao fato de que a linha da receita líquida em uma demonstração de resultado será sempre maior que suas linhas subsequentes como lucro bruto, lucro operacional, EBITDA e lucro líquido, e como se encontra no denominador, resultará em um múltiplo menor. Além disso, a receita líquida não considera custos de fabricação, administrativos e outros, ou seja, não avalia quesitos da eficiência da empresa, o que resulta em um múltiplo mais genérico e pouco utilizado na prática.

O múltiplos de Valor Agregado por EBITDA, apresentaram um resultado central em relação aos outros múltiplos utilizados. O EBITDA como já foi discutido, é uma métrica aproximada para medir a geração de caixa de uma empresa, ou seja, considera questões estruturais e operacionais da empresa, que pode resultar múltiplos mais divergentes ou com amplitudes maiores quando se analisa um determinado universo de companhias. É um dos múltiplos mais utilizados na prática.

Os resultados dos múltiplos de preço por lucro apresentam os maiores valores quando comparados com os outros. Vale ressaltar que no caso deste múltiplo é analisada a relação entre o valor de mercado, diferentemente dos múltiplos acima onde é analisado a relação entre o Valor Agregado, ou seja, no caso do P/E não é considerado a estrutura da dívida, participações minoritárias e caixa da empresa, o que pode justificar em parte o intervalo acima dos outros

intervalos no caso da análise por companhia comparáveis. Já no caso de transações precedentes o valor é muito maior e o intervalo é mais amplo, o que é justificado pelo prêmio de controle pago em transações, já explicado anteriormente, e as diferentes estruturas tributárias dos países sedes das empresas utilizadas na amostra de transações precedentes, o que impacta diretamente no lucro líquido.

Por último, sensibilizou-se o WACC utilizado no método do fluxo de caixa descontado em 1 ponto percentual, desta forma obteve-se um intervalo onde o preço da ação se encontrou em um valor intermediário às diversas métricas propostas, o modelo utilizado na construção do fluxo de caixa descontado foi baseado em premissas conservadoras, que consideravam uma diminuição do crescimento da companhia ao longo do tempo, até se estabilizar em níveis de mercado, o que resultou um preço final à um nível parecido com o do mercado atual.

9 CONCLUSÕES

Foi possível avaliar pelos resultado deste trabalho que a avaliação de uma companhia por diferentes metodologias pode resultar em resultados não tão próximos. Desta forma como conclusão será discutido as vantagens e desvantagem de cada metodologia adotada:

9.1 Método das Companhias Comparáveis

Como pontos positivos pode-se citar a análise por este método pode ser construída de maneira relativamente rápida contanto que haja acesso à informação das companhias selecionadas como amostra. A seleção das companhias que serão adotadas também deve ser feita de maneira cuidadosa para obter uma melhor estimativa, neste caso todas as companhias listadas do setor de vestuário nacional foram adotadas para análise deste trabalho. O método também reflete a situação atual do mercado, o que pode ser utilizado para aumentar o valor da companhia em tempos de alta, mas também pode ser utilizado para diminuir o valor da mesma em tempo de crise. O fator de mercado também pode se apresentar como um ponto negativo, especialmente em épocas turbulentas e incertas, resultando em análises distorcidas. A seleção das companhias comparáveis também pode apresentar dificuldades quando a companhia não possui empresas do mesmo setor listadas. Este método por ser baseado em comparação pode também descartar vantagens e oportunidades específicas da companhia, especialmente em companhias em estágios iniciais, o que pode diminuir o seu valor. Assim, este conclui-se que este método é melhor utilizado para companhias já em um estado maduro, e deve ser utilizado para se obter uma estimativa do intervalo potencial e não o valor final de uma companhia caso haja a possibilidade da aplicação de outros métodos.

9.2 Método das transações precedentes

Este método também é baseado em valores históricos de aquisições realizadas, o que possibilita analisar o prêmio pago nas transações de empresas similares e evita a elaboração de hipóteses sobre o futuro da companhia, o que pode resultar em uma construção mais rápida da análise. Da mesma forma é necessário escolher o espaço amostral a ser considerado, o que foi

encontrado como uma dificuldade neste trabalho já que não houve transações específicas do setor do varejo de vestuário no Brasil nos últimos anos, assim ampliou-se o tamanho da amostra para uma dimensão global. Mesmo caso haja transações concluídas no setor em análise também deve-se considerar a disponibilidade da informação, já que muitas transações são privadas e seus valores não são publicados. O espaço de tempo também pode atuar como um fator negativo já que suas condições ao longo do tempo variam, adotou-se um período de tempo após 2007 até o presente nas amostras consideradas, ou seja, um intervalo temporal de recuperação do mercado.

9.3 Método do fluxo de caixa descontado

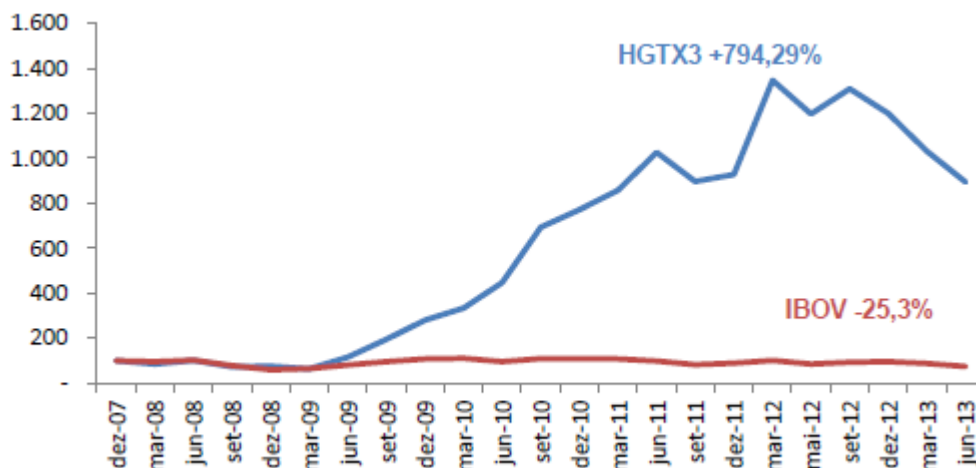
Este método diferentemente dos demais é independente do mercado, ou seja, não se baseia em estimativas presentes ou passadas. É construído com base nas estimativas do analista para o seu fluxo de caixa, indicando uma análise mais técnica e fundamentalista que visa o potencial de crescimento da companhia, considerando suas vantagens, oportunidades e riscos particulares. É mais flexível, pois pode ser criada através de diversos cenários e suas premissas podem ser sensibilizadas. Como pontos negativos pode-se citar a dependência das projeções financeiras, o que em períodos mais longos podem não ser tão precisas, a dependência do valor terminal, o que em alguns casos pode representar mais do que 75% do valor presente da companhia, e por fim, o método assume uma estrutura de capital constante durante o período projetado, o que não necessariamente representa a realidade futura da companhia.

9.4 A Empresa e sua Estratégia

Em termos estratégicos, desde 2007 a Hering tem reestruturado sua estratégia para apresentar resultados que gerem valor para os seus acionistas, incluindo o seu reposicionamento como marca acessível, a execução de um plano de expansão ousado das lojas Hering tanto em franquias quanto em lojas próprias e o aumento do volume de peças vendidas no canal multimarcas. A empresa em seu modelo de negócios está presente nas fases finais da cadeia de valor do setor têxtil vestuário, onde se responsabiliza pela produção, gestão de marcas e estrutura de distribuição do varejo, tendo assim controle de seu produto desde a etapa da produção até o cliente final, podendo atuar corretivamente no sistema. Além disso apresenta

quatro marcas fortemente reconhecidas nacionalmente pela setor de vestuário. A gestão administrativa compostas por membros com anos de experiência do setor e a participação da própria família fundadora também é pode ser visto como um fator positivo para o crescimento da marca, juntamente com a transparência exigida pelas regras de novo mercado da bolsa de valores Bovespa.

Gráfico 23 – Evolução do preço da ação HGTX3 indexada a 100



Fonte: Hering

Apesar do cenário de incerteza presente no mercado nacional para o segundo semestre de 2013, a companhia se baseia em um modelo de negócios sólido e flexível e tem desempenhado uma história de bons resultados para o seus acionistas, acredita-se que a companhia está no caminho certo e é pouco provável que a companhia perca o seu valor no futuro.

Dos vários métodos adotados o que mais refletiram o valor atual da companhia foram o de VA/EBITDA por companhias comparáveis e o método do fluxo de caixa descontado, que consequentemente são os mais utilizados na pratica por analistas do mercado. Apesar do valor obtido pelo estar bem próximo do valor atuar da ação, o autor ressalta que foi adotada uma premissa conservadora na construção do modelo de fluxo de caixa descontado e não descarta que um cenário otimista pode aumentar ainda mais o valor da companhia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABF. <<http://www.portaldofranchising.com.br/>>. Acesso em: 23 set. 2013.
- AREZZO. **Relatórios Financeiros**. Disponível em: <<http://www.arezzoco.com.br/>> Acesso 23 set. 2013.
- Banco Central do Brasil. <<http://www.bcb.gov.br/>>. Acesso em: 15 out. 2013.
- BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, Senado, 1988.
- BREALEY, R. A.; MYRES, S. C. **Principles of Corporate Finance**. New York: McGraw-Hill Irwin, 2003. 1071p.
- BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Financial Management: Theory and Practice**. Manson: Thomsom South-Western, 2005. 1000p.
- Capital IQ. <<https://www.capitaliq.com/>>. Acesso em: 2 out. 2013.
- CARVALHINHA, M. P. – **O Setor de Vestuário: Uma análise sobre as possibilidades estratégicas das empresas no Brasil**. 2007. 149p. Tese (Mestrado) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRING, J. **Measuring and managing the value of companies**. New York: Wiley. 2000.
- CRUZ-MOREIRA, J.R. – **Industrial Upgrading nas Cadeiras Produtivas Globais e reflexões a partir das indústrias têxteis e do vestuário de Honduras e do Brasil**. 2003. 228p. Tese (Doutorado) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005
- DAMODARAN, A. **Investment Valuation**. New York: Wiley. 2000.
- Euromonitor International. <<http://www.euromonitor.com/>>. Acesso em: 10 set. 2013.
- FERNANDEZ, P.; AGUIRREAMALLOA, J.; CORRES, L. **Market Risk Premium (MRP) Used in 2011 in 56 Countries**. Barcelona: IESE Business School. 2011.
- GUARARAPES. **Relatórios Financeiros**. Disponível em: <<http://www.guararapes.com.br/>> Acesso 23 set. 2013.
- HERING. **Relatórios Financeiros**. Disponível em: <<http://hering.riweb.com.br/>> Acesso 23 set. 2013.
- HITCHNER, J. R. **Financial Valuation**. New York: Wiley. 2006.
- IBBOTSON. **2013 Ibbotson SBBI Risk Premia Over Time Report**. Chicago: Morningstar. 2013.

IBGE. <www.ibge.gov.br>. Acesso em: 15 out. 2013.

IBOPE. <<http://www.ibope.com.br/pt-br/Paginas/home.aspx>> Acesso 23 set. 2013.

KIESO, D. E.; WEYGANDT, J. J.; WARFIELD, T. D. **Intermediate Accounting**. New York: Wiley. 2012.

LOJAS RENNER. **Relatórios Financeiros**. Disponível em: <<http://lojavirtual.lojasrenner.com.br/>> Acesso 23 set. 2013.

MARION, J. C. **Contabilidade Empresarial**. São Paulo: Atlas. 2012.

MARISA. **Relatórios Financeiros**. Disponível em: <<http://www.marisa.com.br/>> Acesso 23 set. 2013.

Merger Market. <<http://www.mergermarket.com/info/>>. Acesso em: 2 out. 2013.

PARENTE, J. **Varejo no Brasil: Gestão Estratégica**. São Paulo: Atlas. 2000

Portal Brasil. <<http://www.brasil.gov.br/>>. Acesso em: 15 out. 2013.

PORTER, M. E. **Estratégia Competitiva**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2004. 409p.

RESTOQUE. **Relatórios Financeiros**. Disponível em: <<http://www.restoque.com.br/>> Acesso 23 set. 2013.

ROSENBAUM, J.; PEARL, J. **Investment Banking**. Hoboken: Wiley. 2009. 304p.

STEPHEN, A. R., WESTERFIELD, R. W., & JAFFE, J. F. (2002). **Corporate Finance**. New York: McGraw-Hill Irwin. 961p.

The World Bank. <<http://www.worldbank.org/en/country/brazil>>. Acesso em: 15 out. 2013.

ANEXO A – Balanço Patrimonial (R\$ Mil)

ATIVO	2011	2012	PASSIVO e PATRIMÔNIO LÍQUIDO	2011	2012
Circulante	801.256	851.186	Circulante	281.442	314.979
Disponibilidades e aplicações financeiras	199.849	193.470	Empréstimos e financiamentos	11.800	24.555
Contas a receber de clientes	361.867	429.482	Fornecedores	124.558	154.688
Estoques	221.506	210.996	Salários e encargos sociais	27.851	36.191
Impostos a recuperar	13.778	13.241	Parcelamentos tributários e previdenciários	8.223	7.527
IR e CS diferidos	-	-	Obrigações tributárias	61.223	50.559
Outras contas a receber	3.607	3.574	Impostos diferidos	-	-
Despesas do exercício seguinte	649	423	Provisões	35.969	22.033
Não Circulante	306.244	331.148	Incentivos fiscais	4.678	11.614
Realizável a longo prazo	38.794	35.494	Dividendos a pagar	421	443
Partes relacionadas	-	-	Outras contas a pagar	6.719	7.369
Aplicações financeiras	937	1.016	Não Circulante	115.773	83.355
Títulos e contas a receber	7.948	6.798	Empréstimos e financiamentos	23.122	152
Plano de pensão - benefícios a empregados	-	-	Parcelamentos tributários e previdenciários	21.725	14.772
Impostos a recuperar	8.676	9.189	Obrigações tributárias	-	-
Empréstimo compulsório	-	-	IR e CS diferidos	5.121	-
IR e CS diferidos	21.233	18.491	Provisões para contingências e outras provisões	9.486	11.747
Ativo permanente	267.976	295.654	Benefícios a empregados	13.155	19.121
Investimentos	-	-	Incentivos fiscais	42.759	37.241
Imobilizado	238.638	256.486	Outras contas a pagar	405	322
Intangível	29.338	39.168	Patrimônio Líquido	715.406	784.000
TOTAL DO ATIVO	1.108.026	1.182.334	Capital realizado atualizado	229.879	235.974
			Reserva de capital	3.911	6.602
			Reserva de lucros	362.359	413.371
			Ajuste de avaliação patrimonial	8.432	8.170
			Lucros (prejuízos) acumulados	-	-
			Dividendos adicionais propostos	106.230	119.883
			Participação de acionistas não controladores	-	-
			TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	1.108.026	1.182.334

Fonte: Hering

ANEXO B – Demonstração de Resultado

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO - R\$ Mil	2011	2012
Receita Bruta de Vendas	1.647.308	1.793.661
Mercado Interno	1.625.932	1.766.570
Mercado Externo	21.376	27.091
Deduções de Venda	(294.075)	(302.345)
Receita Líquida de Vendas	1.353.233	1.491.316
Custo dos Produtos Vendidos	(697.381)	(812.137)
	-51,5%	-54,5%
Lucro Bruto	655.852	679.179
	39,8%	37,9%
Cash SG&A	(290.734)	(306.049)
Com vendas	(212.549)	(243.043)
Remuneração dos administradores	(6.527)	(7.006)
Gerais e administrativas	(30.561)	(36.018)
Depreciação e amortização	(29.346)	(34.266)
(-) Apropriada ao custo	13.870	16.978
Participação nos resultados	(28.790)	(3.691)
Outras Receitas (Despesas) Operacionais	3.169	997
Lucro (Prejuízo) Operacional	365.118	373.130
Despesas Financeiras	29.696	37.339
Despesas Financeiras Líquidas	29.696	37.339
Variações Cambiais Líquidas	-	-
Receitas (Despesas) Extraordinárias	-	-
Instrumentos Financeiros Derivativos	-	-
Lucro (Prejuízo) depois das Financeiras	394.814	410.469
Resultado Não Operacional	-	-
Lucro (Prejuízo) Antes dos Impostos	394.814	410.469
Impostos Correntes - CSSL e IRPJ	(100.840)	(95.911)
Impostos Diferidos - CSSL e IRPJ	3.300	(3.544)
Participação de acionistas não controladores	-	-
Reversão dos juros sobre o capital próprio	-	-
Lucro Líquido (Prejuízo)	297.274	311.014

Fonte: Hering

ANEXO C – Demonstração do Fluxo de Caixa

DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA - R\$ Mil	2011	2012
Fluxo de caixa das atividades operacionais		
Lucro líquido do período	297.274	311.014
Ajustes para conciliar o resultado às disponibilidades geradas pelas atividades operacionais:		
Imposto de renda e contribuição social diferidos líquidos	(3.300)	3.544
Variação monetária, cambial e juros não realizados	4.679	2.803
Depreciação e amortização	29.346	34.266
Provisão para perda de créditos de liquidação duvidosa	4.832	2.247
Provisão para perda de intangível	-	-
Plano de pensão	-	-
Resultado na venda de ativos imobilizados	502	1.545
Plano de opção de compra de ações	1.820	2.691
Participação de acionistas não controladores	-	-
Investimento em Capital de Giro		
Redução (aumento) em contas a receber de clientes	(71.277)	(69.862)
(Aumento) nos estoques	(26.965)	10.510
(Aumento) em impostos a recuperar	(7.249)	24
(Aumento) redução em impostos diferidos	-	-
(Aumento) em outros ativos	2.758	1.409
Aumento (redução) em fornecedores	2.088	30.130
(Redução) aumento em contas a pagar e provisões	432	(1.069)
(Redução) em IRPJ e CSLL		(15.388)
(Redução) em obrigações tributárias	36.911	(2.137)
Juros pagos por empréstimos	(4.510)	(2.626)
Caixa líquido geradas pelas atividades operacionais	267.341	309.731
Fluxos de caixa das atividades de investimentos		
Recebimento venda investimentos	-	-
Aquisições de ativo imobilizado	(36.013)	(44.111)
Aquisições de ativo intangível	(11.488)	(19.378)
Partes relacionadas	-	-
Caixa líquido aplicadas nas atividades de investimento	(47.501)	(63.489)
Fluxos de caixa das atividades de financiamentos		
Aumento de capital	3.586	6.095
Aplicações financeiras	320	(79)
Juros sobre capital próprio e dividendos pagos	(119.295)	(248.245)
Empréstimos tomados	11.363	10.440
Pagamento de empréstimos	(30.514)	(20.832)
Juros pagos por empréstimos	-	-
Partes relacionadas	-	-
Caixa líquido aplicadas nas atividades de financiamentos	(134.540)	(252.621)
Aumento (redução) no caixa e equivalentes de caixa	85.300	(6.379)
Aumento (redução) no caixa e equivalentes de caixa	85.300	(6.379)
No início do exercício	114.549	193.470
No fim do exercício	199.849	199.849

Fonte: Hering