

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE EDUCAÇÃO CONTINUADA
MBA EM CONTROLADORIA E FINANÇAS

PRISCILA ROST DE OLIVEIRA

ANÁLISE DA CRIAÇÃO DE VALOR DA CIA. HERING

SÃO LEOPOLDO

2016

Priscila Rost de Oliveira

ANÁLISE DA CRIAÇÃO DE VALOR DA CIA. HERING

Trabalho de Conclusão de Curso de Especialização apresentado como requisito parcial para obtenção do título de Especialista em Controladoria e Finanças, pelo Curso de MBA em Controladoria e Finanças da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS

Orientador: Prof. Dr. Emir José Redaelli

São Leopoldo

2016

RESUMO

A globalização, juntamente com a abertura de capital das empresas tornaram o mercado ainda mais competitivo. Os fornecedores de capital cruzam fronteiras em busca de melhores oportunidades de investimento. Esse tem sido o grande desafio das empresas, oferecer a melhor oportunidade de investimento para seus fornecedores de capital. Com isso surge a necessidade de administrar e conhecer o valor da empresa, ou seja, oferecer aos proprietários um resultado que ultrapasse o custo de oportunidade. As empresas passam a ter como objetivo primordial a criação de valor para os acionistas, a maximização de sua riqueza, tornando-se mais atraentes para os investidores. Em meio à tamanha concorrência é preciso diferenciar-se, e para isto existem ferramentas de gestão que podem auxiliar. Uma delas é a avaliação de empresas que utiliza um método matemático utilizado num dado momento. O valor econômico agregado, em inglês, Economic Value Added (EVA), é a medida de criação de valor capaz de indicar se a empresa está sendo capaz de cobrir todos os custos e despesas, incluindo o custo de capital, gerando, dessa forma, riqueza aos proprietários de capital. Diante destes fatos, este estudo de caso se dedicou a fazer uma revisão bibliográfica sobre o tema e baseado nele, avaliou a capacidade de criação de valor de uma empresa de capital aberto da indústria têxtil, a Cia Hering. O estudo identificou que o retorno sobre o capital próprio da empresa diminuiu ao longo do período analisado, da mesma forma como o valor agregado, EVA. Isso sugere que, apesar de a empresa gerar lucros em excesso, está apresentando redução de eficiência na geração de valor ao acionista, reduzindo o retorno sobre o capital investido.

Palavras-chave: Valor. Custo de oportunidade. Valor econômico agregado.

LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 – Estrutura ajustada da DRE.....	14
Tabela 2 – Demonstração dos resultados ajustada da Cia Hering.....	25
Tabela 3 – Análise das margens de lucro da Cia Hering	25
Tabela 4 – Indicadores de Rentabilidade da Cia Hering	25
Tabela 5 – Indicadores de reinvestimento, crescimento e alavancagem da Cia Hering	26
Tabela 6 – Cálculo do Custo do capital de terceiros da Cia Hering	27
Tabela 7 – Cálculo do custo do capital próprio da Cia Hering.....	28
Tabela 8 – Cálculo do WACC da Cia Hering.....	28
Tabela 9 – Cálculo do EVA da Cia Hering	28

LISTA DE SIGLAS

BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
DRE	Demonstração do resultado do exercício
EBIT	<i>Earning Before Interest and Taxes</i>
EVA	<i>Economic Value Added</i>
GAF	Grau de alavancagem financeira
IBOVESPA	Índice Bovespa
LAJI	Lucro antes dos juros e impostos
NOPAT	<i>Net operating profit after taxes</i>
NTN-F	Notas do Tesouro Nacional, série F
ROA	<i>Return on assets</i>
ROE	<i>Return on equity</i>
ROI	<i>Return on investment</i>
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	6
1.1 Situação Problemática e Pergunta de Pesquisa	7
1.2 Objetivos	8
Na sequencia são apresentados o objetivo geral e os objetivos específicos deste trabalho.	8
1.2.1 Objetivo Geral	8
1.2.2 Objetivos Específicos	9
1.3 Justificativa	9
2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	11
2.1 Conceito de valor	11
2.2. Análise do desempenho	12
2.2.1 Resultado operacional.....	12
2.2.2 Indicadores de rentabilidade	14
2.2.3 Indicadores de reinvestimento, crescimento e alavancagem	15
2.2.4 Custo do capital de terceiros, custo do capital próprio e custo total de capital.	17
2.3 Valor econômico agregado (EVA)	19
3 MÉTODOS E PROCEDIMENTOS	21
3.1 Delineamento da pesquisa	21
3.2 Definição da unidade – caso e dos sujeitos da pesquisa	21
3.3 Técnica de coleta de dados	22
3.4 Técnica de análise dos dados	22
3.5 Limitações do método	23
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	24
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	30
5.1 Limitações do estudo	31
5.2 Futuros desdobramentos	31
REFERÊNCIAS	32

1 INTRODUÇÃO

No Brasil, o tema criação de valor ganhou maior relevância a partir da década de 1980, com o aumento de privatizações e abertura econômica de empresas.

Assaf Neto (2014), afirma que o processo de globalização mundial ratificou na prática o que assegura a Teoria de Finanças: as empresas precisam demonstrar capacidade de geração de valor econômico para se tornarem atraentes aos investidores de mercado. Nesse sentido, para justificar sua existência, as empresas precisam ter como objetivo principal, a maximização da riqueza de seus proprietários.

O tema criação de valor trás consigo uma mudança de paradigma para as empresas brasileiras, onde não basta apenas apresentar lucros contábeis, volumes de vendas ou mesmo grandes ativos, se o resultado da empresa não superar o custo de oportunidade dos investidores de capital.

O custo de oportunidade, neste contexto, é entendido como o custo de uma oportunidade renunciada, ou seja, quanto se deixou de ganhar por não aproveitar outras oportunidades disponíveis. (DAMODARAN, 2014).

A criação de valor ocorre quando o resultado produzido pela empresa supera o custo de capital, ou seja, cria-se valor quando o retorno dos investimentos é maior que a remuneração mínima exigida pelos acionistas. O lucro que excede o custo de oportunidade é denominado de Valor Econômico Agregado, em inglês, *Economic Value Added (EVA)*. (ASSAF NETO, 2014).

Neste sentido, o EVA é utilizado para calcular a riqueza criada em determinado espaço de tempo, buscando o cálculo da rentabilidade real de um capital aplicado, permitindo aos executivos, acionistas e investidores avaliar com clareza se o capital empregado num determinado negócio está sendo a melhor opção de investimento.

Avaliar a criação de valor é essencial para as empresas, uma vez que leva em consideração o custo de oportunidade dos acionistas. Além disso, a criação de valor está vinculada à continuidade do empreendimento, à competitividade, indicando o poder de ganho e viabilidade econômica do negócio.

O presente trabalho pretende efetuar um levantamento histórico sobre a criação de valor de uma empresa de capital aberto da indústria têxtil que publica seus demonstrativos, a Cia Hering S.A., avaliando, através da análise do EVA, o

quanto a empresa, no desempenho de suas atividades, agrega valor aos seus acionistas.

1.1 Situação Problemática e Pergunta de Pesquisa

Um dos grandes desafios encontrados pelos administradores de empresas tem sido a necessidade de administrar o valor. Conhecer o valor de um ativo, saber o preço justo a se pagar ou receber, o seu custo de oportunidade, ou seja, a melhor oportunidade de ganho que se renuncia ao optar por determinada alternativa, essas são as grandes questões que envolvem a determinação do valor de uma empresa.

No Brasil, a partir da década de 1980, com o aumento das privatizações, da globalização e da abertura econômica das empresas, o tema avaliação de empresas, passou a ter maior importância. As empresas passaram a perceber a necessidade de apresentar capacidade de gerar valor econômico, tornando-se atraentes aos investidores e assim, justificando sua existência econômica.

Diante da concorrência global, para garantir sua sobrevivência no mercado, as empresas precisam ter como objetivo principal a maximização da riqueza de seus proprietários. Não basta lucro contábil, altos volumes de ativos ou mesmo volume de vendas, a empresa precisa garantir aos seus provedores de capital um resultado que ultrapasse o seu custo de oportunidade¹, ou seja, um resultado maior do que se ele aplicasse o seu capital em outro investimento. Sendo assim, o objetivo de uma empresa para seus acionistas não está em seu valor total de mercado, mas no valor que supera o montante do capital por ele investido.

Nesse contexto, as empresas passam a direcionar sua administração para a gestão baseada em valor, objetivando a criação de valor para os acionistas. Os gestores precisam considerar alternativas existentes para agregar valor, como aceitação de novos investimentos, compra ou venda de participações, fusões ou mesmo a realização de reestruturações e incorporações.

O processo de avaliação consiste na estimativa de valor para uma empresa e tem como base um método matemático utilizado num dado momento. Existem diversas medidas de avaliação de empresas, entre elas, o valor econômico

¹ ...custo de oportunidade abrange o retorno de uma alternativa sem risco (ou de risco mínimo da economia), como a remuneração de um título público federal, acrescido de um prêmio pelo risco definido pela decisão. Equivale à remuneração mínima exigida por um investidor que remunera adequadamente o risco do capital aplicado. (ASSAF NETO, 2014, p. 2).

agregado, em inglês, Economic Value Added (EVA), que segundo Assaf Neto e Lima (2009) é a medida de criação de valor capaz de indicar se a empresa está sendo capaz de cobrir todos os custos e despesas, incluindo o custo de capital, gerando, dessa forma, riqueza aos proprietários de capital.

Partindo do princípio econômico de que o objetivo principal de uma empresa é criar valor para os seus acionistas, o presente trabalho fará um levantamento histórico sobre a criação de valor da Companhia Hering, avaliando, através da análise do EVA, o quanto a empresa, no desempenho de suas atividades, agrega valor aos seus acionistas.

A análise basear-se-á em demonstrativos contábeis divulgados no site da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA S.A.), além de índices oficiais de taxas de juros.

A Cia Hering é uma empresa brasileira fundada por alemães e tem como principal atividade a fabricação e comercialização de produtos da indústria de fiação, tecelagem e malharia e confecção de produtos têxteis em geral.

Atualmente a companhia conta 832 lojas no Brasil e no exterior (Uruguai, Bolívia e Paraguai). Além das lojas, a companhia conta com um bem-sucedido modelo de vendas pela internet. Em 1964 a Cia. Hering abre o capital da empresa e inicia suas exportações, sendo que em 2007 têm suas ações ordinárias negociadas no Novo Mercado, tendo, atualmente, seu capital pulverizado entre diversos acionistas.

Diante disso, o presente trabalho pretende responder a seguinte questão: Como a Cia. Hering evoluiu no processo de criação de valor, no período de 2011 à 2015?

1.2 Objetivos

Na sequencia são apresentados o objetivo geral e os objetivos específicos deste trabalho.

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar como a Cia. Hering evoluiu no processo de criação de valor, no período de 2011 a 2015.

1.2.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos da presente pesquisa são:

- a) realizar o levantamento dos dados necessários para o desenvolvimento da análise e avaliação;
- b) analisar o desempenho da empresa do período de 2011 a 2015;
- c) avaliar a geração de valor econômico agregado (EVA) da empresa ao longo do tempo estudado.

1.3 Justificativa

A avaliação de empresas a luz da criação de valor para o acionista está ganhando cada vez mais importância na gestão das empresas. A globalização e internacionalização, bem como a praticidade das negociações virtuais, aumentaram ainda mais a concorrência entre as empresas. O investidor migrará para a empresa que maior retorno trazer para o seu capital. (DAMODARAN, 2007).

O mercado competitivo deixa espaço apenas para empresas eficientes, que demonstram capacidade de agregar valor em suas decisões. Nesse contexto, Assaf Neto (2014) afirma que: a melhor medida de sucesso empresarial em mercado competitivo é a criação de valor aos seus proprietários.

Nesse sentido, o presente estudo se justifica pela importância da criação de valor para os proprietários, uma vez que esse deve ser o objetivo principal da empresa para garantir sua continuidade.

Ainda segundo Assaf Neto (2014, p. 7),

Uma empresa que demonstra criação de valor traz benefícios não somente aos seus acionistas, mas também a todos os demais agentes intervenientes (*stakeholders*). Há evidências de que a geração de valor aos acionistas ocorre quando há benefícios declarados a todos os agentes interessados. Os empregados podem almejar maiores oportunidades de crescimento profissional e melhor remuneração; os fornecedores e credores ganham um cliente mais sólido e capaz de oferecer garantias de continuidade; os consumidores (clientes) da empresa são também beneficiados pela melhor qualidade dos produtos e serviços oferecidos, determinada pelo maior volume de capital direcionado a investimentos; e assim por diante.

Sendo assim, avaliar a criação de valor da Cia Hering, se justifica pelo fato de que esta é a medida mais completa de desempenho da empresa, uma vez que leva

em consideração o custo de oportunidade dos acionistas. É importante salientar que, além disso, a criação de valor está vinculada à continuidade do empreendimento, à competitividade, indicando o poder de ganho e viabilidade econômica do negócio.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Este capítulo pretende apresentar a fundamentação teórica, que será a base para o desenvolvimento da análise a qual este trabalho se propõe. O capítulo descreverá os conceitos necessários para atingir os objetivos da pesquisa e chegar no valor da empresa estudada.

2.1 Conceito de valor

A globalização dos mercados e as facilidades de compra que o consumidor possui com os avanços tecnológicos e de segurança nas compras pela internet têm obrigado as empresas a sair de uma postura convencional na busca pelo lucro e rentabilidade para um enfoque voltado para a criação de valor aos acionistas, na busca por maiores fatias de mercado – *Market Share*.

Segundo Coperland, Koller e Murrin (2000), a maximização do valor para o acionista deveria ser buscada por todas as empresas como meta principal de sua existência. Afirmam ainda que um modelo de gestão baseado neste viés se torna cada vez mais importante à medida que o capital adquire maior mobilidade, devido à globalização dos mercados de capitais. Para eles, existem três principais razões para que as empresas adotem um sistema de priorização do valor para o acionista:

- (i) o valor é a melhor métrica de desempenho conhecida;
- (ii) os acionistas são os únicos *stakeholders* que maximizam as reivindicações de todos os outros, como clientes, governo e fornecedores, por exemplo; e
- (iii) empresas que não apresentam um bom desempenho perderam capital para seus concorrentes.

Os mesmos autores, Coperland, Koller e Murrin (2000), consideram o valor como a melhor métrica de desempenho, por ser a única a exigir informação completa, utilizando perspectivas de longo prazo, gerenciamento de fluxos de caixa, tanto da demonstração do resultado quanto do balanço patrimonial.

Ainda sobre Coperland, Koller e Murrin (2000, p. 26), o capital flui em direção do lucro:

...se os fornecedores de capital não receberem um retorno justo para compensar o risco que estão correndo, cruzarão fronteiras com seu capital, em busca de melhores retornos. Se forem proibidos por lei de transferir seu capital, consumirão mais e investirão menos.

Para Assaf Neto (2014), os acionistas esperam que a empresa gere um retorno superior ao custo dos recursos investidos, promovendo a maximização de sua riqueza. Para o autor, o objetivo de qualquer empresa é criar valor a seus acionistas, promovendo a maximização de sua riqueza:

Toda decisão que seja capaz de promover um valor presente líquido (valor presente das entradas de caixa superior ao das saídas) positivo agrega valor à empresa. Esse valor agregado é incorporado pelo mercado na avaliação das ações, gerando riqueza aos acionistas, principalmente se a empresa demonstrar competência de repassar a informação e credibilidade em seus resultados aos investidores. ASSAF NETO (2014, p. 175),

Neste sentido, Assaf Neto (2014) afirma que o lucro não garante a remuneração do capital aplicado que a sustentação da empresa somente se dará se ela for capaz de criar valor para seus proprietários por meio da administração inteligente do negócio. Um ativo somente agrega valor se seus fluxos operacionais de caixa esperados, descontados a taxa de risco dos donos do capital, produzirem um valor presente líquido positivo.

A análise de criação de valor de uma empresa, através do EVA, tem como base o desempenho operacional da própria empresa, envolve o lucro contábil e custo de capital investido. Na sequência serão abordados os procedimentos necessários para a avaliação de criação de valor de uma empresa.

2.2. Análise do desempenho

Analisar o desempenho da empresa, evidenciando sua realidade atual é parte fundamental no processo de avaliação de empresas. Essa análise trará os fundamentos necessários para identificar o valor econômico agregado.

2.2.1 Resultado operacional

Segundo Bruni (2011), a legislação societária brasileira estabelece que as despesas operacionais são compostas por: despesas administrativas, comerciais e financeiras. O autor afirma que para análises gerenciais e financeiras é necessário separar as despesas financeiras das operacionais, ou seja, aquelas que estão diretamente envolvidas com a operação da empresa e não com o capital que a financia.

Para Assaf Neto (2014, p. 139) o resultado operacional da empresa, diante do modelo brasileiro de cálculo do lucro nas demonstrações financeiras, precisa sofrer alguns ajustes e adaptar-se aos conceitos da administração financeira, uma vez que:

Para a administração financeira, o genuíno lucro operacional é o formado pelas operações da empresa, independentemente da maneira como essas operações encontram-se financiadas. Em outras palavras, é o resultado da empresa oriundo dos esforços desenvolvidos para cumprimento de seu objeto social.

Considerando que a demonstração do resultado do exercício (DRE) evidenciam três estágios de apuração do resultado da empresa: lucro bruto, operacional e líquido, Soldera (2015), afirma que para a análise do desempenho da empresa, faz-se necessário o ajuste no lucro operacional da DRE para um resultado estritamente operacional, ou seja, desconsiderando as receitas e despesas financeiras. Ainda sobre o mesmo autor, tal ajuste tem a intensão de demonstrar o resultado da atividade principal da empresa, independentemente do capital que a financiou, além disso, esse resultado deve ser suficiente para remunerar os financiadores de capital, sejam eles próprios e/ ou de terceiros mais a parcela de criação de valor.

Para Assaf Neto (2014): “a inexistência de resultado operacional denota inviabilidade do negócio, devendo as causas desse desempenho ser investigadas nos próprios ativos...”.

Diante desse ajuste, segundo Assaf Neto (2014), surge a figura do lucro operacional antes do imposto de renda, denominada: Lucro Antes dos Juros e Impostos (LAJI), correspondendo em inglês à sigla *Earning Before Interest and Taxes* (EBIT). Já o lucro operacional líquido do imposto de renda é representado em inglês por *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT). O Quadro 1 demonstra a estrutura ajustada da DRE.

Quadro 1 – Estrutura ajustada da DRE

Receita Líquida de vendas
Custo dos produtos vendidos
Depreciação e amortização
Lucro bruto
Despesas operacionais
EBIT - Lucro Operacional antes dos juros e Imposto de renda
Provisão IR
NOPAT - Lucro operacional líquido após imposto de renda
Receitas Financeiras
Despesas Financeiras
Benefício fiscal de juros – receitas
Lucro líquido

Fonte: Elaborado pela autora

2.2.2 Indicadores de rentabilidade

Bruni (2011) afirma que os indicadores de rentabilidade têm a finalidade de analisar os lucros de forma relativa, sendo relacionados aos investimentos que são efetuados pelo conjunto de fornecedores de capital, sejam eles, acionistas e terceiros, ou apenas acionistas, caso a empresa não seja financiada por terceiros.

Segundo Soldera (2015), o desempenho geral de uma empresa pode ser avaliado através de três indicadores: retorno sobre os ativos operacionais da empresa, em inglês, *return on assets* (ROA); retorno sobre o patrimônio líquido, em inglês, *return on equity* (ROE) e retorno sobre o capital investido ou investimento, em inglês, *return on investment* (ROI).

- a) ROA: é a medida operacional da rentabilidade dos ativos operacionais totais com os lucros após os impostos e antes dos juros, ou seja, NOPAT. É obtido pela seguinte equação:

$$\text{ROA} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Ativo operacional total}}$$

b) ROE: é a medida de rentabilidade do capital próprio em relação ao lucro líquido da operação. O resultado serve de referência para comparação com o custo de oportunidade do acionista ou da taxa de retorno exigida por este. É obtido pela fórmula:

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

c) ROI: mede a rentabilidade da operação como um todo, analisando a relação do NOPAT pelo capital investido (capital próprio mais o capital de terceiros onerosos, que são compostos por empréstimos, financiamentos e títulos de dívida). Ou seja, avalia o quanto o negócio gera de retorno aos financiadores de capital, acionistas e terceiros. Quando o ROI é maior que o custo médio do capital da empresa, há criação de valor aos acionistas. (ASSF NETO, 2014).

É obtido pela seguinte equação:

$$\text{ROI} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Capital investido}}$$

Soldera (2015, p. 17) destaca que:

O ROI assim como o ROA e ROE, são calculados a partir de dados contábeis. Como medidas de criação de valor são pontuais àquele período. Não captam as expectativas futuras de crescimento, o risco financeiro, o risco do negócio, a evolução tecnológica e capital intangível.

Segundo Assaf Neto (2014), a medida que o capital investido diminui, o ROI aumenta, o que significa que houve redução do capital investido ou por falta de oportunidade de crescimento ou por maior eficiência na gestão dos ativos. Destaca ainda que a falta de alternativas de investimento é preocupante, sendo determinada por retração da atividade econômica, ou por perda de competitividade da empresa.

2.2.3 Indicadores de reinvestimento, crescimento e alavancagem

Conforme Assaf Neto (2014), as decisões de investimento normalmente envolvem objetivos de médio e longo prazo no que se refere à produção do retorno

esperado por seus acionistas. Entretanto, para haver crescimento nos resultados, as decisões de investimento e alavancagem financeira, em geral, são necessárias.

É importante acrescentar que uma decisão de investimento é tomada segundo um critério racional. Envolve mensurar os fluxos de caixa incrementais associados com as propostas de investimentos e avaliar sua atratividade econômica pela comparação com o custo do dinheiro. Uma proposta de investimento apresenta-se atraente quando seu retorno for superior às taxas de remuneração requeridas pelos proprietários de capital. (ASSAF NETO, 2014, p. 348).

Para Damodaran (2007) a taxa de reinvestimento revela o quanto a empresa está investindo para o crescimento futuro dos resultados. Segundo Assaf Neto (2014), quando a taxa de reinvestimento for superior a 100%, indica forte expansão da empresa com expectativas de aumento dos resultados futuros. Enquanto que uma taxa negativa, indica que o investimento foi inferior a depreciação, levando à destruição de valor e risco de continuidade da empresa.

Para explicar a fórmula da taxa de reinvestimento, é necessário definir o *capital expenditures* (CAPEX). Segundo Assaf Neto (2014, p. 731): “CAPEX são gastos realizados com máquinas, equipamentos, edificações, pesquisa e desenvolvimento, logística etc.”.

a) Taxa de reinvestimento

$$\text{Taxa de reinvestimento} = \frac{\text{CAPEX} - \text{Depreciação} + \text{variação do capital de giro}^1}{\text{NOPAT}}$$

Conforme Assaf Neto (2014), o crescimento do resultado da empresa está diretamente vinculado ao grau de reinvestimento. Neste sentido, a taxa de crescimento do resultado é dada pela seguinte fórmula:

b) Taxa de crescimento do NOPAT

$$\text{Taxa de crescimento do NOPAT} = \text{Taxa de reinvestimento do NOPAT} \times \text{ROI}$$

¹ Variação do capital de giro corresponde ao valor que a empresa investiu em capital de giro operacional no período. É dada pela fórmula: Ativo circulante operacional – passivo circulante. Para Damodaram (2007), deve-se desconsiderar do ativo operacional o caixa e investimentos em títulos negociáveis e do passivo deve-se desconsiderar toda a dívida a juros.

Ainda sobre Assaf Neto (2014), o crescimento do lucro líquido nem sempre ocorre na mesma proporção que o crescimento do NOPAT. Tal situação é perfeitamente explicada pela alavancagem financeira. Quando a empresa capta recursos com terceiros para financiar suas operações, isso gerará um custo financeiro que impacta diretamente o lucro líquido.

Neste sentido, para Assaf Neto (2014, p.144) entende-se que alavancagem financeira é:

...o efeito de tomar, numa ponta, recursos de terceiros a determinado custo, aplicando-os na outra ponta (nos ativos) a outra taxa de retorno: a diferença vai para os proprietários e altera seu retorno sobre o patrimônio líquido, para mais ou para menos do que aquele que seria obtido caso todo o investimento fosse feito apenas com recursos próprios.

Com a finalidade de mensurar a relação entre a alavancagem financeira e o retorno operacional sobre o capital investido, avaliando se a utilização de capital de terceiros é favorável ou não para a geração de valor ao acionista, utiliza-se a seguinte fórmula:

c) Grau de alavancagem financeira

$$\text{Grau de alavancagem financeira (GAF)} = \frac{\text{ROE}}{\text{ROI}}$$

2.2.4 Custo do capital de terceiros, custo do capital próprio e custo total de capital

Para Santos (2007), o custo de capital é a taxa desejada de retorno que a empresa deve pagar para captar fundos, passando a ser um parâmetro para medir a atratividade de diferentes alternativas de investimentos.

Para Assaf Neto (2014), o custo do capital de terceiros, representa o custo de oportunidade de mercado dos recursos de terceiros que foram utilizados para financiar investimentos. O custo do capital de terceiros é dado pela seguinte fórmula:

a) Custo do capital de terceiros:

$$K_i = \text{Risk free} + \text{spread da empresa} \times (1 - \text{benefício fiscal})$$

Onde:

K_i – custo do capital de terceiros;

Risk free – taxa livre de risco²;

Spread da empresa – risco de inadimplência

Benefício fiscal – refere-se ao benefício do imposto de renda e contribuição social sobre os encargos financeiros, ou seja, a economia de impostos proporcionada pelos juros da dívida, dedutíveis para fins de apuração do tributo.

A empresa pode financiar seus investimentos com recursos de terceiros e próprios ou apenas com capital próprio. Para Assaf Neto (2014), o custo do capital próprio expressa o retorno mínimo exigido pelos investidores de capital (acionistas).

Assaf Neto (2014) propõe que o custo do capital próprio seja apurado pelo modelo de precificação de mercado de ativos, conhecido como *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), pois considera o custo de oportunidade de capital, incorporando a remuneração de ativos livres de risco e o prêmio pelo risco de mercado ponderado pelo risco da empresa. A fórmula do custo de capital próprio é dada por:

b) Custo do capital próprio:

$$K_e = R_F + \beta \underbrace{[R_M - R_F]}_{\text{Risco de Mercado}}$$

Risco da Empresa

Onde:

K_e – Custo do capital próprio;

R_F – taxa de juros livre de risco;

β – coeficiente beta da ação³;

R_M – retorno da carteira de mercado;

$R_M - R_F$ – prêmio pelo risco de mercado;

$\beta \times (R_M - R_F)$ – prêmio pelo risco do ativo

Quando a empresa é financiada tanto por capital próprio como de terceiros, é preciso calcular o custo total do capital, utilizando a fórmula do custo médio ponderado do capital, conforme segue abaixo.

c) Custo médio ponderado de capital:

² Taxa livre de risco corresponde a um ativo sem risco ou que não apresenta risco de inadimplência, ou seja, não há o risco se a instituição emissora não honrar o compromisso. Em geral, utiliza-se como taxa livre de risco os juros prometidos pelos títulos públicos federais, no Brasil, os títulos da dívida externa brasileira são os que possuem maior liquidez e maturidade. (SANTOS, 2007)

³ O coeficiente β indica o risco de uma empresa em relação ao risco sistemático de mercado. Os betas das ações podem ser encontrados em publicações de sites especializados, como por exemplo, o site da BM&FBovespa.

O custo médio ponderado de capital, em inglês denominado de *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), pode ser obtido pela seguinte fórmula:

$$WACC = [K_e \times (P / P + PL)] + [K_i \times (1 - IR) \times (P / P + PL)]$$

Onde:

WACC – Custo médio ponderado do capital;

K_e – custo do capital próprio;

K_i - custo do capital de terceiros;

IR – alíquota do imposto de renda;

P – Capital oneroso de terceiros;

PL – Capital próprio;

P + PL – capital total investido na empresa;

$P / (P + PL)$ – participação do capital de terceiros no total do capital investido;

$PL / (P + PL)$ – participação do capital próprio no total do capital investido;

Para Assaf Neto (2014), o WACC é considerado o retorno mínimo que os investidores esperam receber como remuneração do custo de oportunidade dos recursos aplicados. O WACC é usado como uma medida de referência, indicando a eficácia da gestão financeira em determinado período de tempo. Toda vez que o ROI, retorno do capital investido, for superior ao WACC, custo do capital, há criação de valor, ou seja, valor econômico agregado, em inglês, *Economic Value Added* (EVA).

2.3 Valor econômico agregado (EVA)

Santos (2011), afirma que o EVA, conceito desenvolvido em 1980, recupera a antiga ideia de lucro econômico, sendo uma medida de desempenho que mede o valor criado por uma empresa. O EVA é dado pela seguinte fórmula:

$$EVA = ROI - WACC$$

Para Assaf Neto (2014), esse indicador é considerado uma medida de lucro que indica se a empresa está criando ou destruindo valor. Para o autor:

O fundamento do conceito de EVA é o lucro residual, lucro que resta após serem deduzidos todos os custos e encargos de capital, inclusive o custo de capital próprio. É o lucro na visão dos acionistas. O lucro residual considera

como genuíno somente o valor que resta após ser deduzido o custo de capital, que exprime o custo de oportunidade dos investimentos renunciados. (ASSAF NETO, 2014, p. 112)

Ainda sobre Assaf Neto (2014), o EVA possui as seguintes interpretações: EVA maior que zero, que indica que o retorno obtido foi superior à remuneração mínima exigida pelos acionistas; EVA igual a zero, que indica que a empresa nada ganhou, ou seja, o retorno auferido foi idêntico à remuneração mínima exigida; e EVA negativo, que indica que o resultado ficou abaixo da taxa mínima de retorno exigida pelos proprietários, indica portanto, que a empresa destruiu valor.

Um EVA positivo é considerado, segundo Assaf Neto (2014) um grande desafio para as empresas, que tem como meta manter essa vantagem competitiva pelo maior tempo possível. Entretanto, sabe-se que no longo prazo, é bastante difícil manter essa posição, principalmente em razão da atuação mais competente da concorrência.

3 MÉTODOS E PROCEDIMENTOS

3.1 Delineamento da pesquisa

Este estudo utilizará “dados padronizados que permitem ao pesquisador elaborar sumários, comparações e generalizações, por isso mesmo, a análise de dados é baseada no uso de estatísticas”. (ROESCH, 2013, p. 123), ou seja, adotará o paradigma quantitativo para embasar o método da pesquisa.

Além do método quantitativo, o presente estudo, utilizará o método qualitativo, uma vez que irá descrever a complexidade do problema e analisar a interação de certos elementos, ou seja, explorar e analisar o tema da pesquisa em questão. Quanto ao tipo de pesquisa, o presente estudo, será do tipo explicativa ou explanatória, cujo objetivo é aplicar uma teoria, contribuindo para o conhecimento da realidade, esclarecendo os questionamentos sobre o tema em estudo.

O método de pesquisa mais indicado para este estudo é o Estudo de caso, uma vez que, através deste método é possível investigar, compreender em profundidade, determinada situação que ocorra no mundo real.

Segundo Gil (2009) estudo de caso é o estudo de uma entidade limitado pelo tempo e coleta detalhada informações utilizando uma variedade de procedimentos de coleta de dados por um determinado período de tempo.

Para Yin (2005, p. 20) o estudo de caso:

...surge do desejo de se compreender fenômenos sociais complexos. Em resumo, o estudo de caso permite uma investigação para se preservar as características holísticas e significativas dos acontecimentos da vida real – tais como ciclo de vidas industriais, processos organizacionais e administrativos, mudanças ocorridas em regiões urbanas, relações internacionais e a maturação de setores econômicos.

3.2 Definição da unidade – caso e dos sujeitos da pesquisa

A presente pesquisa foi realizada na Cia. Hering, fundada pelos irmãos alemães Hermann e Bruno Hering, que vieram para o Brasil na cidade de Blumenau, Santa Catarina, em 1878. Ousados e com espírito empreendedor, os irmãos seguiram trabalhando e transformaram a companhia em uma das maiores empresas de design de vestuário do Brasil.

Em 1964 a Cia. Hering abre o capital da empresa e inicia suas exportações, sendo que em 2007 têm suas ações ordinárias negociadas no Novo Mercado, tendo, atualmente, seu capital pulverizado entre diversos acionistas. A Cia Hering, será o sujeito da pesquisa.

3.3 Técnica de coleta de dados

Para Gil (2009), no estudo de caso existem múltiplas técnicas de coletas de dados, sendo importante para garantir a profundidade necessária ao estudo e a inserção do caso em seu contexto, além de garantir maior credibilidade aos resultados.

Para Yin (2005), seis são as fontes de evidências que em geral são utilizadas em estudo de caso, sendo elas: documentação, registros em arquivos, entrevistas, observação direta, observação participante e artefatos físicos.

A técnica de coleta de dados a ser utilizada nesta pesquisa será a documentação. Os documentos a serem analisados, são as demonstrações financeiras de 2013 a 2015 da Cia Hering que serão coletados diretamente do site da empresa.

3.4 Técnica de análise dos dados

Para Yin (2005, p.137), a análise de evidências consiste em:

...examinar, categorizar, classificar em tabelas, testar, ou, do contrário, recombinar as evidências quantitativas e qualitativas para tratar as proposições iniciais de um estudo.

Segundo Gil (2009), em geral a análise e interpretação dos dados ocorre simultaneamente ao procedimento de coleta. A análise, muitas vezes se inicia na primeira leitura de um documento.

Cada *insight*, palpite, pressentimento ou hipótese emergente direciona a nova etapa do processo de coleta de dados, que vai conduzindo ao sucessivo refinamento ou reformulação das questões de pesquisa. Ao longo desse processo interativo é que o pesquisador vai construindo a análise e interpretação dos resultados. (GIL, 2009, p. 92).

Para analisar os dados coletados, serão utilizadas técnicas de análise, tais como: análise de conteúdo, que segundo Gil (2009) é uma técnica de investigação que descreve objetiva e sistemática e qualitativamente o conteúdo em análise.

Além disso, o presente trabalho utilizará como técnica de análise a construção da explanação, na qual será buscada a compreensão de causas e efeitos, construindo uma explanação sobre o caso. (YIN, 2005).

3.5 Limitações do método

O método utilizado para avaliar a criação de valor da Cia Hering foi a medida do Lucro em excesso, o EVA. O estudo limitou-se na análise da evolução do EVA de 2011 a 2015, não sendo escopo do trabalho projeção de resultados e do valor agregado. Diante disso, a pesquisa aponta historicamente a evolução do valor criado pela empresa, não sendo possível verificar a sua capacidade de gerar valor no futuro, devido à limitação do escopo do trabalho.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para a análise da criação de valor da Cia Hering, algumas premissas precisaram ser definidas no desenvolvimento do estudo, tais como:

- a) Alíquota do imposto de renda e contribuição social: adotado o percentual de 34% sobre o lucro operacional antes das despesas financeiras, desconsiderando quaisquer benefícios fiscais que a empresa usufruiu no passado ou que esteja usufruindo.
- b) Taxa de juros livre de risco (Rf): adotada a taxa das Notas do Tesouro Nacional, série F – NTN-F, por se tratarem de títulos públicos com rentabilidade prefixada pela taxa interna de retorno (TIR) do fluxo de pagamentos dos cupons de juros e do deságio ou ágio sobre o valor nominal do título. Para este estudo utilizou-se a média dos últimos dez anos, 13,07%, extraída do site do Tesouro Nacional.
- c) Taxa de retorno do mercado (Rm): adotado o Índice Bovespa (IBOVESPA¹). Utilizou-se a variação média do IBOVESPA do período em análise que equivale à: 8,49%.
- d) Beta da Cia Hering: extraído do site da BM&FBOVESPA. Utilizou-se a variação do beta dos últimos cinco anos, no montante de 1,25.

Após a definição das premissas básicas, o presente estudo pretende avaliar a evolução econômica e financeira da empresa, através da DRE e dos indicadores de rentabilidade, alavancagem e crescimento, importantes para avaliação da capacidade de criação de valor da Cia Hering.

A análise partiu da reestruturação da DRE, na qual para o cálculo do imposto de renda e contribuição social, utilizou-se o percentual de 34%.

Na Tabela 2 é possível verificar que tanto a receita, quanto o NOPAT e lucro líquido da Cia Hering possuem crescimentos estáveis de 2011 a 2013, apresentando em 2014, mais intensificado em 2015, ano no qual a crise econômica brasileira se acentuou, um decréscimo nominal na receita líquida de 0,1% em 2014 e 5,3% em 2015, o que impactou o resultado líquido em -8,8% e -32,7% respectivamente, principalmente pelo fato da empresa não ter conseguido conter seus custos na mesma proporção da receita.

¹ O Ibovespa é o mais importante indicador de desempenho do mercado brasileiro de ações, uma vez que ele retrata o comportamento das principais ações negociadas na Bovespa.

Tabela 2 – Demonstração dos resultados ajustada da Cia Hering

Em milhões de R\$

	2011	2012	Δ%	2013	Δ%	2014	Δ%	2015	Δ%
Receita operacional líquida	1.353.233	1.491.316	10,2%	1.679.779	12,6%	1.678.294	-0,1%	1.588.889	-5,3%
Custo dos produtos vendidos	-697.381	-812.137	16,5%	-921.234	13,4%	-944.533	2,5%	-961.335	1,8%
Lucro bruto	655.852	679.179	3,6%	758.545	11,7%	733.761	-3,3%	627.554	-14,5%
Despesas com vendas	-212.549	-243.043	14,3%	-261.977	7,8%	-292.126	11,5%	-318.494	9,0%
Despesas administrativas e gerais	-30.561	-36.018	17,9%	-45.626	26,7%	-44.965	-1,4%	-45.511	1,2%
Despesas honorários da administração	-6.527	-7.006	7,3%	-7.546	7,7%	-8.315	10,2%	-8.578	3,2%
Despesas depreciação e amortização	-15.476	-17.288	11,7%	-15.719	-9,1%	-17.682	12,5%	-21.329	20,6%
Despesas participação nos resultados	-28.790	-3.691	-87,2%	-17.125	364,0%	-668	-96,1%	0	-100,0%
Outras despesas e receitas operacionais líquidas	3.169	997	-68,5%	-5.549	-656,6%	-12.739	129,6%	-17.943	40,9%
EBIT	365.118	373.130	2,2%	405.003	8,5%	357.266	-11,8%	215.699	-39,6%
Imposto de renda e contribuição social	-124.140	-126.864	2,2%	-137.701	8,5%	-121.470	-11,8%	-73.338	-39,6%
NOPAT	240.978	246.266	2,2%	267.302	8,5%	235.796	-11,8%	142.361	-39,6%
Receitas financeiras	63.834	66.723	4,5%	59.941	-10,2%	64.765	8,0%	77.961	20,4%
Despesas financeiras	-34.138	-29.384	-13,9%	-31.182	6,1%	-30.418	-2,5%	-38.485	26,5%
Lucro líquido do exercício	270.674	283.605	4,8%	296.061	4,4%	270.143	-8,8%	181.837	-32,7%

Fonte: Adaptado da Demonstração do resultado do exercício da Cia Hering

Na Tabela 3, é possível confirmar o que se verifica na DRE, Tabela 2. A margem operacional da Cia Hering desde 2011 vem apresentando queda, isso significa que os custos e despesas estão crescendo mais do que as receitas. Da mesma forma ocorre com o resultado líquido. É importante destacar que a margem líquida da empresa apresenta margem superior à operacional, pois a empresa historicamente apresenta superávits financeiros, fazendo com que a margem líquida se eleve.

Tabela 3 – Análise das margens de lucro da Cia. Hering

	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Margem Operacional	17,8%	16,5%	15,9%	14,0%	9,0%	14,5%
Margem Líquida	20,0%	19,0%	17,6%	16,1%	11,4%	16,7%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados dos demonstrativos da Cia. Hering

A Tabela 4 apresenta uma análise histórica dos indicadores de rentabilidade da Cia Hering.

Tabela 4 – Indicadores de Rentabilidade da Cia. Hering

Indicador de Rentabilidade	2011	2012	2013	2014	2015	Média
ROI	32,3%	30,5%	28,7%	21,4%	12,1%	25,0%
ROA	21,7%	20,8%	20,6%	16,5%	9,7%	17,9%
ROE	38,1%	36,2%	32,6%	25,1%	15,5%	29,5%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados dos demonstrativos da Cia. Hering

Observa-se, na Tabela 4 que tanto o ROI, quanto o ROA e o ROE apresentaram queda no período analisado, representando uma média de 25,0%, 17,9% e 29,5% respectivamente. No que se refere ao ROI, a redução se explica pelo fato de que os resultados da empresa não cresceram na mesma proporção do capital investido, tendo o NOPAT, em 2014 e 2015, apresentado decréscimo conforme se observa na tabela 2. Isso significa que os fornecedores de capital investiram mais ao passo que a empresa diminuiu seu desempenho operacional, apresentando certo grau de ineficiência na gestão de seus custos, pois conforme já identificado, a empresa vem, historicamente, reduzindo sua margem operacional, ou seja, aumentando seus custos mais do que suas receitas.

Quanto ao ROA e ROE, observa-se a mesma situação. Os resultados da Cia Hering, tanto o NOPAT quanto o Lucro Líquido não atingiram o mesmo percentual de crescimento que o Ativo Operacional e Patrimônio Líquido. Cabe destacar que no período de 2014, mais acentuado em 2015, foram os anos onde a crise econômica brasileira se intensificou, o que provocou queda nas vendas da Cia Hering, que não restringiu os custos na mesma proporção, apresentando queda nos resultados.

A Tabela 5, na sequência, apresenta o histórico dos indicadores de reinvestimento, crescimento e alavancagem financeira.

Tabela 5 – Indicadores de reinvestimento, crescimento e alavancagem da Cia. Hering

Indicador	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Taxa de reinvestimento	-8,4%	33,2%	64,6%	54,1%	95,1%	47,7%
Taxa de crescimento do NOPAT	-2,7%	10,1%	18,5%	11,6%	11,5%	9,8%
Grau de alavancagem financeira	1,18	1,19	1,14	1,17	1,28	1,19

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados dos demonstrativos da Cia. Hering

Os indicadores de reinvestimento e crescimento do NOPAT revelam o quanto a empresa está investindo para o crescimento de seus resultados. Na Tabela 5, é possível analisar que na média histórica, a Cia Hering reinvestiu 47,7% do NOPAT e obteve uma taxa média de crescimento do NOPAT de 9,8%.

Considerando que a taxa de crescimento do NOPAT está diretamente relacionada com o grau de reinvestimento, é possível identificar, ainda na tabela 5, que a taxa de crescimento do NOPAT variou no mesmo sentido da taxa de reinvestimento, ou seja, quando a empresa aumentou o volume investido, obteve maior crescimento do resultado, sendo o contrário verdadeiro. Observa-se ainda que

a Cia Hering vem aumentando seus investimentos consideravelmente, apresentando em 2015 95,1% de taxa de investimento, o que indica uma forte expansão da empresa com expectativas de aumento nos resultados. Conforme os relatórios da administração da Cia Hering a empresa está investindo fortemente na plataforma de vendas online, além de investimentos em marcas, novas lojas, instalações fabris, centros de distribuição e software de gestão (SAP).

No que se refere ao grau de alavancagem financeira, também na Tabela 5, se observa, ao longo do período em análise, que o retorno produzido pela alavancagem financeira da Cia Hering tem sido favorável, uma vez que para cada R\$ 1,00 de dívida o capital próprio ganhou, na média dos cinco anos, R\$ 0,19, alavancando a taxa de retorno do acionista em 19%.

Nas tabelas 6 a 8 que seguem, são apresentados os cálculos do custo do capital de terceiros, capital próprio e o custo médio ponderado de capital, o WACC, respectivamente.

Tabela 6 – Cálculo do Custo do capital de terceiros da Cia. Hering

Indicador	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Despesa Financeira	7.442	5.800	1.625	1.779	643	3.458
(-) Economia do IR/CSLL 34%	2.530	1.972	553	605	219	1.176
Despesa Financeira efetiva	4.912	3.828	1.073	1.174	424	2.282
Passivo oneroso	34.922	24.707	24.431	23.422	1.308	21.758
Ki - Custo do capital de terceiros	14,1%	15,5%	4,4%	5,0%	32,4%	10,5%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados dos demonstrativos da Cia. Hering

No cálculo do Custo do capital de terceiros, nas despesas financeiras, considerou-se apenas aquelas advindas de empréstimos e financiamentos, desconsiderando despesas de ajuste a valor presente e demais encargos, conforme notas explicativas da Cia Hering.

A análise histórica do custo do capital de terceiros, na Tabela 6, apresenta grande oscilação de 2011 a 2015 no indicador, porém na média o Ki está em 10,5%. Analisando os detalhes da fórmula é possível verificar que a Cia Hering vem reduzindo significativamente o capital de terceiros, apresentando endividamento quase nulo em 2015. Conforme análise das notas explicativas da companhia, essa é a política que a empresa pretende seguir, pelo menos em 2016.

Tabela 7 – Cálculo do custo do capital próprio da Cia. Hering

Indicador	2011	2012	2013	2014	2015	Média
R _f - Taxa de juros livre de risco	11,38%	9,29%	13,23%	12,40%	16,57%	12,57%
β	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
R _M - retorno da carteira de mercado	8,49%	8,49%	8,49%	8,49%	8,49%	8,49%
K_e - custo do capital próprio	7,8%	8,3%	7,3%	7,5%	6,5%	7,5%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados dos demonstrativos da Cia. Hering

Tabela 8 – Cálculo do WACC da Cia. Hering

Indicador	2011	2012	2013	2014	2015	Média
K _e - custo do capital próprio	7,8%	8,3%	7,3%	7,5%	6,5%	7,49%
Patrimônio Líquido	710.811	784.000	907.258	1.076.068	1.173.964	930.420
Passivo oneroso	34.922	24.707	24.431	23.422	1.308	21.758
K _i - Custo do capital de terceiros	14,1%	15,5%	4,4%	5,0%	32,4%	14,3%
IR	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
WACC	7,8%	8,4%	7,2%	7,4%	6,5%	7,5%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados dos demonstrativos da Cia. Hering

Nas Tabelas 6 e 8, observa-se que o custo do capital próprio e o WACC, na média são idênticos. Isso se deve, conforme análise do indicador custo do capital de terceiros, ao fato de que a Cia Hering está adotando uma política conservadora de redução do capital de terceiros, tendo, em 2015, apresentado saldo devedor quase nulo junto às instituições financeiras.

A análise conjunta do custo ponderado de capital e o ROI demonstra que a Cia Hering está gerando ao acionista um retorno superior ao custo do capital por ele investido, ou seja, enquanto que o custo do capital médio é 7,5%, o retorno médio do investimento é 25,0%. Isso denota que a Cia Hering está agregando valor aos seus acionistas. Na Tabela 9, está evidenciado, através do cálculo do EVA, que a taxa de retorno gerada pela empresa é superior à remuneração mínima exigida pelos acionistas.

Tabela 9 – Cálculo do EVA da Cia. Hering

Indicador	2011	2012	2013	2014	2015	Média
ROI	32,3%	30,5%	28,7%	21,4%	12,1%	25,0%
WACC	7,8%	8,4%	7,2%	7,4%	6,5%	7,5%
EVA	24,5%	22,1%	21,5%	14,0%	5,6%	17,5%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados dos demonstrativos da Cia. Hering

Fica evidente, na análise do EVA, que a Cia Hering apresenta valor econômico superior ao capital investido em seus ativos, criando uma riqueza econômica, ou seja, a empresa, ao longo do período em análise, apresentou capacidade de remuneração dos acionistas acima de suas expectativas mínimas de retorno.

Na Tabela 4, a redução dos indicadores de rentabilidade é reflexo, basicamente, da redução das margens operacionais e líquidas, onde se observou que a empresa está aumentando seus custos em proporção superior às receitas.

Analisando o ROE, Tabela 4, se observa que o retorno sobre o capital próprio da Cia Hering vem diminuindo ao longo do período analisado, da mesma forma como o valor agregado, EVA. Isso sugere que, apesar de a empresa gerar lucros em excesso, está apresentando redução de eficiência na geração de valor ao acionista, diminuindo o retorno sobre o capital investido. Essa redução na rentabilidade reflete um problema operacional, conforme identificado na Tabela 3, onde a companhia vem apresentando redução nas margens de contribuição, mesmo antes da crise econômica brasileira. Isso denota uma redução na eficiência da empresa em travar os custos, os quais apresentaram crescimento superior às receitas. Tal situação agravou-se consideravelmente em 2015, onde além de custos crescentes a empresa apresentou queda na receita.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal do presente trabalho foi analisar ao longo do período de 2011 a 2015, como se deu a evolução da capacidade de criação de valor para os acionistas da Cia Hering. Com a finalidade de atender a este objetivo, foi desenvolvida uma pesquisa bibliográfica sobre indicadores de análise de criação de valor, busca de dados das demonstrações contábeis da empresa e por fim aplicação do modelo e análise dos resultados.

Os resultados da pesquisa demonstraram que a Cia Hering, no período analisado, gerou lucros que excederam ao custo de oportunidade de seus acionistas, sendo uma empresa geradora de valor. Ficou evidente que a eficiência da empresa na geração de valor foi fortemente abalada pela crise econômica brasileira, principalmente no período de 2014 e 2015. Entretanto, apesar do lucro líquido crescente de 2011 a 2013, a rentabilidade tanto sobre o capital investido quanto sobre o patrimônio líquido apresentou constantes decréscimos no período analisado. Essa questão está diretamente relacionada a um problema operacional enfrentado pela empresa onde se observa redução nas margens de contribuição, mesmo antes da crise brasileira. Isso denota uma redução na eficiência da empresa em travar os custos, os quais apresentaram crescimento superior às receitas. Tal situação agravou-se consideravelmente em 2015, onde além de custos crescentes a empresa apresentou queda na receita.

Refletindo a este cenário de decréscimo da rentabilidade sobre o capital investido pelos sócios, o valor econômico agregado, também vem sofrendo constantes reduções, o que denota que a empresa vem reduzindo sua eficiência na geração de valor ao acionista.

Apesar da redução da rentabilidade e por consequência na geração de valor da empresa, é importante destacar que no período analisado a companhia apresentou eficiência na geração de valor, conseguindo, apesar da crise, remunerar seus acionistas acima do mínimo exigido. Sabe-se que gerar um EVA positivo é um grande desafio para as empresas, que tem como meta manter essa vantagem competitiva pelo maior tempo possível. Entretanto, sabe-se também que no longo prazo, é bastante difícil manter essa posição, principalmente em razão da atuação mais competente da concorrência.

Outro ponto importante a destacar é que a companhia apresentou, ao longo do período analisado, crescentes investimentos, apresentando, em 2015, uma taxa de investimento de 95,1%, o que pressupõe forte expansão da empresa com expectativas de aumento nos resultados.

Destaca-se que a Cia Hering, tem como desafio para os próximos anos manter essa vantagem competitiva de geração de valor econômico, precisando ajustar sua gestão para eficiência nos custos, buscando aumento de receita, mas principalmente, não permitindo que os custos acompanhem a tendência de crescendo além de suas receitas. Proporcionando uma gestão mais eficiente nos custos, a Cia Hering terá grandes chances de manter sua vantagem competitiva em agregar valor aos seus acionistas.

5.1 Limitações do estudo

No tocante às limitações, cabe ressaltar que o presente estudo buscou avaliar a criação de valor da Cia Hering através do EVA. Neste sentido a análise, limitou-se à evolução do valor econômico agregado de 2011 a 2015, não sendo escopo do trabalho projeção de resultados e do EVA. Diante disso, a pesquisa aponta historicamente a evolução do valor criado pela empresa, não sendo possível verificar a sua capacidade de gerar valor no futuro, devido à limitação do escopo do trabalho.

5.2 Futuros desdobramentos

As sugestões visam corrigir as limitações identificadas nesta pesquisa. Logo, como complemento desse estudo propõe-se utilizar como método de avaliação de empresas o Fluxo de Caixa Disponível da Empresa projetado e ajustado a valor presente, uma vez que através desse método é possível verificar a capacidade da Cia Hering em gerar valor aos acionistas no futuro.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre, LIMA, Fabiano Guasti. **Curso de Administração Financeira**, 1 ed. São Paulo, Atlas, 2009.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**, 7 ed. São Paulo, Atlas, 2014.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Valuation: Métricas de valor & avaliação de empresas**, 1 ed. São Paulo, Atlas, 2014.
- BM&FBOVESPA – **Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros**. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 25 de agosto de 2016.
- BRUNI, Adriano Leal. **A análise contábil e financeira**. 2 ed. São Paulo, Atlas, 2011.
- CIA HERING – **Cia Hering S.A.** Disponível em <<http://www.ciahering.com.br/novo/>>. Acesso em: 25 de agosto de 2016.
- COPERLAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo – Makron Books Ltda, 2000.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2 ed. São Paulo, Pearson, 2007.
- GIL, Antônio Carlos. **Estudo de caso**. 1 ed. São Paulo, Atlas, 2009.
- ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração - Guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso**. 3 ed. São Paulo, Atlas, 2013.
- SANTOS, José Odalio dos. **Valuation: um guia prático**. São Paulo, Saraiva, 2007.
- SOLDERA, Sérgio Bernardinho. **Avaliação de empresas – Valuation**. 1 ed. São Leopoldo, UNISINOS, 2015.
- TESOURO NACIONAL – **Tesouro Direto**. Disponível em <<http://www.tesouro.gov.br>>. Acesso em 31 de agosto de 2016.
- YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3 ed. São Paulo, Bookman, 2005.