

Credit Suisse Awards 2016
31 de maio 2016

Gustavo Majzoub

Engenharia de Produção
gustavo.majzoub@usp.br +55 (11) 9-9607-6188

Felipe Grill

Administração
felipe.grill.coelho@usp.br +55 (11) 9-9277-7925

Lucas Choi

Engenharia de Minas
lucas.choi@usp.br +55 (11) 9-5540-3060

Rennan Tridapalli

Administração
rennan.tridapalli@usp.br +55 (11) 9-6752-4405

William Fujiwara

Administração
william.fujiwara@usp.br +55 (11) 9-8115-4708

Avaliação de Empresas – EAD 0753
Cia. Hering

Distribuição + Sourcing – Branding = Manutenção

Cia. Hering (HGTX3)
Recomendação: **MANUTENÇÃO**
Preço-alvo: R\$ 14,81
Upside: +5,3%

Iniciamos nossa cobertura de Cia. Hering (HGTX3) com recomendação de MANUTENÇÃO e um preço-alvo de R\$ 14,81 (upside de 5,33%). A companhia possui significativos diferenciais quanto à produção e distribuição, o que resulta em (i) expansão do mix de produtos a menores custos (ii) capilaridade ao longo do território brasileiro (iii) canais de venda adequados a diferentes perfis de cidade (iv) incentivos fiscais para produção. Contudo, a sequencial queda nas vendas e a perda de competitividade frente a concorrentes persiste, o que, segundo nossa análise, é devido a (i) elevada dependência da marca principal, Cia. Hering (ii) posicionamento falho de suas *brands* e (iii) dificuldade de performance por parte das marcas secundárias.

Canais de venda e produção: *hard skills* mantém competitividade

A divisão entre produção própria, *sourcing* nacional e internacional garante produção de mix diversificado de peças a custos reduzidos (inclusive pela isenção fiscal decorrente de suas novas fábricas e CDs em GO e RN). A distribuição, dividida entre lojas próprias (cidades grandes), franquias (grandes e médias), multimarcas (pequenas) e *web* garantem presença difusa da companhia.

Análise setorial: branding falho deixa companhia para trás

Apesar de ter aproveitado o boom no varejo do final da década passada, a dificuldade de posicionamento da marca para as classes A e B explica o baixo desempenho em *same store sales* e queda nas vendas a partir de 2012, em especial ante o desempenho positivo de suas principais concorrentes nos segmentos C e B. A companhia continua a ser vista como “marca de básicos”, e não se observa significativo potencial nas estratégias propostas (governança e identidade visual de lojas).

Análise Financeira: forte geração de caixa, vendas em queda e margens com potencial

A consistente geração de caixa destaca a Cia. Hering, condicionando pagamento constante de dividendos, além de dívida diminuta. As vendas, em queda, somam-se à piora nas margem bruta, EBITDA e líquida, puxadas por ineficiências resultantes da abertura de novas fábricas e implementação de um novo sistema de gestão, que gerou descompasso nos estoques e atividade promocional para liquidação. Projeta-se, a partir do próximo ano, ganho significativo de eficiência operacional, que refletirá nas margens.

Valuation: recuperação modesta no longo prazo por ganho de margem

Nossa projeção para a Cia. Hering está embasada em: (i) crescimento de vendas no longo prazo, ligeiramente superior ao desempenho econômico; (ii) ganho de margem bruta e operacional pela redução proporcional em custos e despesas; (iii) potencial de expansão para Norte e Nordeste; (iv) ganho de eficiência em gestão de estoques, prazos e operação de lojas; (v) reversão dos investimentos produtivos em GO e RN; e (vi) isenções fiscais setoriais e regionais decorrentes do novo foco.

Riscos: apesar de *branding*, alta probabilidade de mitigação

A análise realizada prevê evidente mitigação de seus riscos operacionais no Centro-Oeste e Nordeste, além de ter a companhia estrutura financeira e produtiva para superar períodos de recessão e perfil de concessão reduzida de crédito aos consumidores. Contudo, deve-se ter cautela quanto às novas políticas de branding da companhia, que não têm mostrado resultado.

Resumo Financeiro (R\$ Mil)

	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Receita Líquida	1.678.294	1.588.889	1.528.306	1.543.589	1.605.332
EBITDA	395.835	262.876	236.643	336.282	432.690
EBIT	357.266	215.669	189.779	284.274	382.685
Lucro Líquido Não Alavancado	338.038	19.544	136.641	204.677	268.333
Capex	389.797	438.977	89.877	118.861	31.019

Fonte: Estimativas do time

Dados da Ação

	HGTX3
Preço em 29/04/2016	R\$ 14,06
Preço-alvo	R\$ 14,81
Upside	+5,33%
Mkt Cap (R\$ milhões)	2.302.606
Variação 1 mês	-8,28%
Variação 12 meses	10,62%
Variação 2015	-16,26%
Min. 52 semanas	R\$ 10,44
Max. 52 semanas	R\$ 16,24
% Ordinária	100%
Gov. Corp.	Novo Mercado

Fonte: Infomoney

Valuation

	HGTX3
Valor da Empresa 2016P	R\$ 2.318.621
Dívida Líquida 2016P	- R\$ 106.785
Valor para o Acionista 2016P	R\$ 2.425.406
Qtd. de ações (milhões)	164
WACC	12,91%
Cresc. na perpetuidade	3,00%

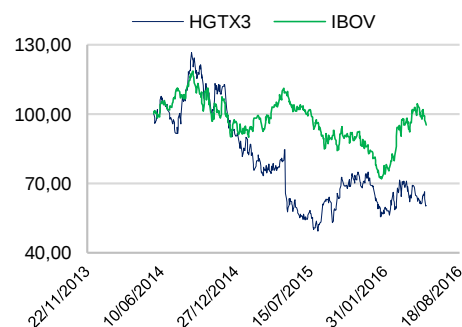
Fonte: Estimativas do time

Múltiplos

	2015	2016P	2017P
EV/EBITDA (x)	8,89	9,80	6,89
P/L (x)	8,76	12,8	9,14
ROIC (%)	14,5	12,5	17,6

Fonte: Estimativas do time

Figura 1: IBOV vs. HGTX3 (base 100)



Fonte: Estimativas do time, Infomoney

Figura 2: Preço da ação (HGTX3)

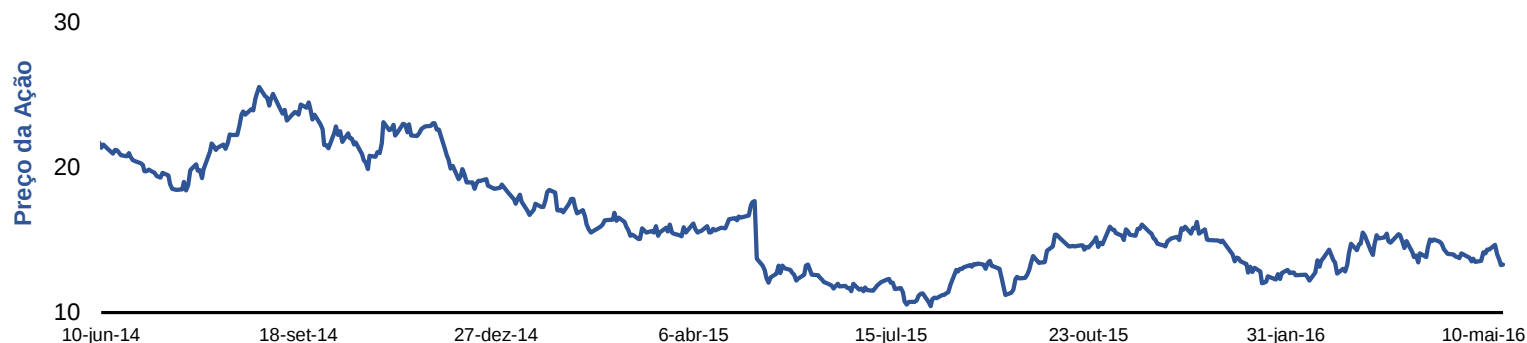
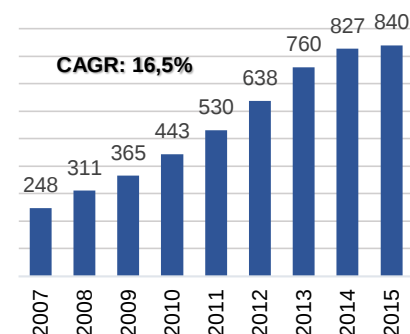
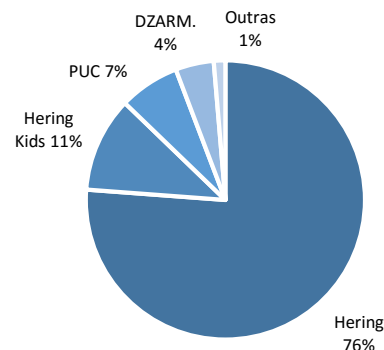


Figura 3: Número de lojas Cia. Hering



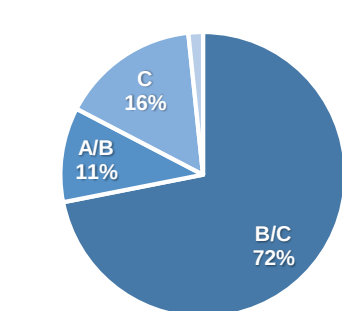
Fonte: Pesquisa proprietária

Figura 4: Receita por marca (2015)



Fonte: Pesquisa proprietária

Figura 5: Lojas por marca



Fonte: Pesquisa proprietária

Sumário do Investimento

Iniciamos nossa cobertura de Cia. Hering (HGTX3) com uma recomendação de **MANUTENÇÃO** para os papéis da companhia. Estimamos um preço-alvo de R\$ 14,81 para dezembro de 2016, elevação de apenas 5,3% em relação ao preço corrente da ação, de R\$ 14,06 (29/04/2015). Essa avaliação teve como base nosso modelo de fluxo de caixa descontado para a firma (DCF).

O cenário macroeconômico desfavorável tem sido particularmente ruim ao varejo, em especial dada a limitação do crédito, e a isso soma-se a dificuldade da Cia. Hering em posicionar suas marcas competitivamente, o que é parcialmente mitigado por bem-sucedidas estratégias de distribuição e produção. Nossas projeções se baseiam em: (i) estratégias de *branding* – produto e loja e ponto de venda – pouco promissoras, não diferentes do que tem sido feito desde 2012; (ii) expansão das vendas para Norte e Nordeste, mercado com potencial de crescimento de consumo; (iii) *turnover* pouco significativo de marcas secundárias (notavelmente DZARM. e Hering for You); (iv) ganho de eficiência operacional com ativos recém-incorporados; e (v) diversificação produtiva, que balanceia *mix* de produtos e menores custos.

Existem, de fato, riscos que precisam ser mitigados pela Companhia para que o resultado projetado seja alcançado. Apesar de já incorporada à projeção, a dificuldade persistente de posicionamento pode atrasar as receitas em grau acima do esperado. Contudo, os pontos positivos suplantam, em linhas gerais, os negativos, o que, unido ao preço diminuído da ação (R\$ 14,06), reforça nossa recomendação de manutenção para a empresa.

Descrição do Negócio

Uma das maiores varejistas de moda do Brasil e reconhecida como a maior rede de franquias do país, a Cia. Hering tem como principal atividade a produção e comércio de artigos de vestuário. Atinge um público heterogêneo por meio de suas cinco marcas, abaixo descritas, e quatro canais-chave de distribuição. Alcançou, em 2015, a marca de 840 lojas, 1,6% superior a 2014 (Figura 3), próprias ou franqueadas, distribuídas entre o Brasil e América Latina. A Cia. Hering possui cerca de 7600 funcionários, sendo que 620 deles trabalham na sede da companhia em Blumenau. Fundada em 1880 como fabricante de vestuário, a companhia possui uma longa tradição no mercado de capitais. Abriu seu capital em 1964, ano em que também se iniciaram suas exportações, e, a partir dos anos 1990, adotou o modelo de franquias e lojas próprias para expandir suas vendas. Com o IPO realizado em 2006, a empresa foi incluída no Novo Mercado da Bovespa.

Marcas

A Cia. Hering possui um histórico de aquisição e criação de marca a partir dos anos 1980, objetivando diversificar suas vendas e atingir diferentes públicos consumidores. De fato, marcas estão no centro da estratégia Produto e Loja (P&L) da companhia, tendo sido criada uma Diretoria de Marcas. Ainda assim, sua marca mais conhecida, dita simplesmente Hering, corresponde por cerca de 75% das vendas da companhia (Figura 4) e a 78% de suas lojas (Figura 5). Suas marcas atuais são:

Hering: Fundada conjuntamente à empresa, é a marca mais conhecida da Cia. Hering, considerada a 18ª mais valiosa do país pelo Interbrands. Prega a autenticidade e versatilidade no vestuário, direcionando-se a homens e mulheres a partir dos 18 anos das classes A, B e C. Está em processo de rebranding, deixando a proposta básica – a camiseta branca foi, por muitos anos, seu carro-chefe –, para se tornar uma marca de *value for money* e bom custo vs. benefício. Tal estratégia, porém, vem se apresentando falha, e o público tarda em reconhecer a nova proposta de valor, segundo pesquisa proprietária do grupo. Apostou em peças diversificadas contextualizadas em suas seis coleções anuais, e é vendida nos canais multimarcas, *webstore* e lojas, tendo sido inaugurado um novo projeto arquitetônico para as lojas Hering Store no ano de 2015.

PUC: Criada em 1980, a marca propõe-se como vibrante e ativa, apostando em visuais coloridos para cativar crianças dos 2 aos 16 anos das classes A e B. Atualmente é comercializada por meio de multimarcas, *webstores* e lojas, e seu reposicionamento de público-alvo em termos de renda levou-a a apresentar o maior fechamento líquido dentre as lojas da companhia em 2015 (redução de 13%).

DZARM.: Marca voltada a mulheres de classes A e B de 18 a 35 anos, que defende a expressão da mulher de um jeito único. Expressa o balanço entre sofisticação e custo vs. benefício. Suas roupas são divididas nas categorias Day, Work e Party, além de acessórios. Foi adquirida em 1999 e passou, em 2014, por reposicionamento que culminou na eliminação da linha masculina e na abertura de suas 2 primeiras lojas *flagship* em São Paulo, com resultados ainda pouco satisfatórios.

Hering for you: Lançada em 2014 com foco em mulheres adultas das classes A e B, tem como proposta de valor a transformação de tempo em momentos, comercializando roupas confortáveis e úteis aos ambientes corporativo, fitness e eventos sociais. Suas três lojas *flagship* inauguradas em São Paulo serão fechadas até o final de 2016, e a marca passará a ser vendida em outros canais (Hering Store, multimarcas e *web*).

Hering Kids: Fundada em 1992, e anteriormente incorporada à Hering Store, teve suas quatro primeiras lojas inauguradas em 2010, apresentando desde então resultados consistentes, com CAGR de 20,3% a.a.. Comercializa roupas que combinem estilo e conforto para crianças até 16 anos das classes A, B e C. Suas lojas possuem, também, um espaço para a venda de modelos PUC.

Uma dificuldade adicional para a estratégia de branding da companhia é o baixo *awareness* de suas marcas, como mostra a Figura 5.

Estratégia da companhia

A partir de trabalho realizado junto à consultoria Bain & Company, em 2006, o *business* da Cia. Hering passou a se estruturar sob três pilares - sourcing, distribuição e branding -, cada qual com suas estratégias específicas. Listaremos abaixo os seis pontos que descrevem a atual estratégia de negócios da companhia.

Fortalecimento e reposicionamento de marcas: o *branding* democrático da Cia. Hering, resultante do projeto junto à Bain & Company, apresentou resultados espetaculares entre 2007 e 2012 (com CAGR de 32% nas vendas líquidas), porém falhou em manter o ritmo a partir do ano seguinte: hoje, não é nem popular, nem alta renda, nem básica, nem sofisticada (Figura 6). Para voltar a crescer, a companhia criou uma diretoria focada em marcas, assumida por Edson Amaro, com quatro gerências (uma para cada marca, à exceção de Hering for You, tratada junto com a Cia. Hering), e desenvolveu estratégia assentada na gestão de produto e loja (P&L). Com isso, a companhia espera posicionar suas marcas de maneira assertiva frente às demandas do público consumidor, trocando a imagem básico por proposta alinhada ao valor (*value for money*) com preços acessíveis – para tornar-se assim, não apenas uma loja de roupas, mas uma loja de moda, trazendo sua opinião para dentro do processo de desenvolvimento.

Marcas focadas para agradar o público consumidor: as iniciativas para fortalecimento de marcas têm como fim desenvolver o produto específico para cada perfil de público consumidor, expandindo a participação da companhia entre os vários níveis de renda, idade e estilo. A Hering, marca mais “democrática” da companhia, propõe roupas casuais para homens e mulheres adultos de classes A, B e C. Esta soma-se à DZARM., adquirida em 1999, que após a reestruturação em 2015 passa a fornecer produtos *premium* e com certa formalidade para mulheres jovens, agora com duas lojas (Figura 7). Para o mesmo público, foi criada em 2014 a Hering for You, com proposta de conforto em atividades do dia-a-dia. Visando melhor atingir o público infantil, a Hering Kids foi separada da Hering em 2010, e possui preços acessíveis para as classes A, B e C. Sua outra marca infantil, PUC, passa por *rebranding* para se diferenciar da Hering Kids, passando a focar-se em crianças das classes A e B. A companhia objetiva, para os próximos anos, aumentar a participação relativa de suas demais marcas nas receitas da companhia, de modo a reduzir a dependência de sua performance ao desempenho de uma só marca.

Foco no ponto de venda (PDV): parte da estratégia de *branding* da companhia, a melhoria na gestão das lojas passa pela melhora no sortimento e abastecimento, bastante prejudicados por descompasso nos estoques a partir de 2014, porém com tendência de melhora face à implantação de um novo sistema de gestão (SAP) e um novo sistema de clusterização de lojas. Em 2015, um novo projeto arquitetônico foi inaugurado para a Hering, sendo a prioridade de gastos da companhia, e novas franquias *flagship* deverão ser inauguradas para DZARM. e Hering for You, com menor área de superfície. Por fim, a companhia tem investido continuamente no treinamento de franqueados e atendentes, visando melhorar a experiência de loja.

Sourcing híbrido: apesar de ser, em origem, uma malharia, a Cia. Hering adquire hoje 80% de seus produtos junto a fabricantes terceirizados, visando adquirir flexibilidade, escala e velocidade de atuação. Ela escolhe a melhor opção entre produzir internamente, terceirizar etapas da produção para fábricas (pequenos produtores) ou comprar o produto finalizado. Isto é, tem o poder de adequar a produção de acordo com a demanda das lojas, reduzir custos operacionais via terceirização e comprar vestimentas para abastecer os canais se necessário. A maioria das malhas usadas na confecção da Cia. Hering é fabricada por ela mesma. Já os tecidos chamados planos, que servem para fabricar camisas, calças jeans e blazers, por exemplo, são comprados de fornecedores. A companhia importa cerca de 25% das peças que vende da Índia, China e Bangladesh, e inaugurou um escritório em Nanjing (China) para inspecionar a qualidade dos produtos.

Diferentes canais para diferentes perfis regionais: a Cia. Hering possui quatro canais de vendas para diferentes perfis de localidade. Passou, a partir da década passada, a administrar lojas próprias, de maior eficiência operacional, em cidades de grande porte. Sua rede de franquias, a maior do país (com 740 lojas), leva a marca Hering a cidades de grande e médio porte sem incorrer em despesas operacionais para a companhia. Mais de 40% de suas vendas (Figura 8) vêm das multimarcas, adequadas a cidades pequenas que não justificam o investimento em loja. Ainda, foi inaugurado, em 2009, a *webstore*, marketplace reformulado para as cinco marcas em 2015, o qual já corresponde à maior loja individual da companhia. A companhia consegue, assim, penetração eficiente por todo o território nacional.

Capilaridade produtiva que favorece expansão no país: a companhia possui dez fábricas espalhadas ao redor do país. Entre 2014 e 2015, fechou duas fábricas em Santa Catarina (Rodeio e Ibirama), dada a saturação do mercado de varejo no Sudeste e as severas consequências da crise na região, abrindo, porém, aproveitando-se de sólida posição em caixa, duas unidades produtivas, em Anápolis (GO) e Parnamirim (RN), alinhadas com a estratégia de explorar os mercados do Norte e Nordeste, ainda pouco competitivos e resilientes à crise. Inaugurou, ainda, um centro de distribuição em Anápolis, sendo que todas estas unidades possuem isenções de impostos estaduais no âmbito dos programas PROEC e PROADI. A redução de custos, a proximidade dos mercados e o ganho de eficiência colocam a companhia na linha de frente competitiva.

Governança Corporativa

A Cia. Hering é reconhecida no mercado pela excelência de sua governança corporativa, diferindo-a de muitas companhias familiares. Sua gestão, já reconhecida como de alta qualidade, foi revigorada e profissionalizada com a abertura do capital, em 2006 e com a entrada no Novo Mercado em 2007, deixando a empresa de pertencer apenas à família fundadora para pulverizar-se entre fundos de investimento e acionistas individuais. A união entre os mencionados acionistas, management experiente e em construção e board composto de nomes de peso no mercado contribuiu para o período de maior crescimento da companhia.

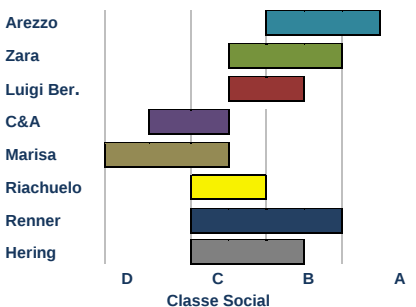
Empresa com múltiplos donos: *stakeholders* com expertise para profissionalizar *business*

Apenas 25% das ações da companhia permanecem nas mãos da família, estando as demais distribuídas entre diversos fundos de investimento e acionistas individuais (Tabela 2). Os resultados insatisfatórios dos últimos anos não afastaram os investidores: os fundos Gávea (de Amínio Fraga) e Cambuhy (de Moreira Salles) adquiriram, respectivamente, 10% e 6% da empresa no final de 2015. A participação externa tem resultados históricos: durante o período em que foi investida pela Tarpon, as ações da Hering cresceram 500%, e as vendas 305%. Julgando estarem as ações subvalorizadas, a companhia aprovou um plano de recompra de até 6,38% dos papéis.

Management experiente e comprometido com profissionalização

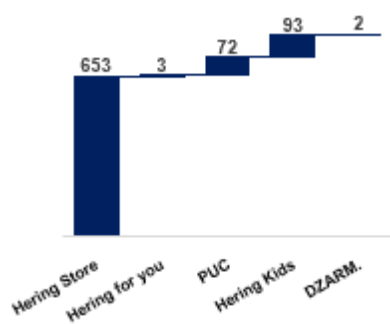
A companhia conta com oito diretores (Tabela 3), sendo seis deles “pratas da casa”, com mais de vinte anos de empresa, porém já traz nomes de peso do mercado: o CFO, Frederico Oldani, passou por Ambev e Telefônica, e a Diretora de Pessoas ocupou cargo semelhante na Natura. Esta diretoria, aliás, foi uma das iniciativas recentes para profissionalizar a companhia, e tem dado resultados: conquistou por três vezes seguidas o prêmio de “Melhor RH Têxtil do país”. Foi também criada uma diretoria de marcas, consoante o foco estratégico da empresa. Dentre os diretores, apenas o CEO Fábio Hering pertence à família, o que não impede que a empresa receba sucessivos prêmios por sua gestão, tais quais o *EY Family Business* (2014). O plano de remuneração com opções de ações, bem como o bônus de 1,5x o salário (Tabela 1) alinha os interesses do *management* ao desempenho da companhia.

Figura 6: Público-alvo de varejistas



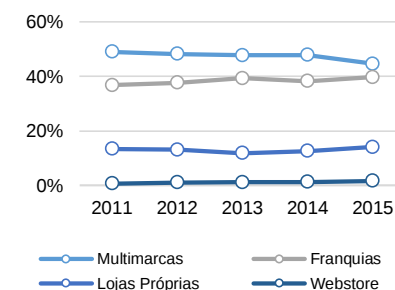
Fonte: Estimativas do grupo

Figura 7: Lojas por marca



Fonte: Pesquisa proprietária

Figura 8: Participação de canais na receita



Fonte: Cia. Hering (2016)

Tabela 1: Remuneração da Diretoria

	% Total
Remuneração fixa	
Salário/pró-labore	22,15%
Outros	4,43%
Remuneração variável	
Bônus	38,86%
Outros	7,97%
Benefícios	7,38%
Baseada em Ações	18,22%

Fonte: Econoinfo (2016)

Tabela 4: Conselho de Administração

	Posição
Sr. Ivo Hering	Presidente
Sr. Fabio Hering	Conselheiro
Sr. Nei Schilling	Conselheiro
Sr. Patrick Morin	Conselheiro
Sra. Andrea Mota	Conselheiro
Sr. Marcio Pereira	Conselheiro
Sr. Anderson Birman	Conselheiro
Sr. Marcos Pinto	Conselheiro
Sr. Marcelo Medeiros	Conselheiro

Fonte: Cia. Hering (2016)

Tabela 2: Quadro de Acionistas

	Pessoa	Nacionalidade	Qtd. ON	Participação
Coronation Fund Managers	Jurídica	Sul-africano	24.370.992	15,12%
Gávea Investimentos	Jurídica	Brasileiro	16.381.359	10,16%
Inv. E Partic. Inpasa S/A	Jurídica	Brasileiro	11.964.724	7,42%
Ivo Hering	Física	Brasileiro	11.768.370	7,3%
Cambuhy Investimentos	Jurídica	Brasileiro	9.983.500	6,19%
Templeton Asset Management	Jurídica	Singapuriano	8.576.300	5,32%
Ações em tesouraria	Jurídica	Brasileiro	350.000	0,22%
Outros			77.833.242	48,28%

Fonte: Cia. Hering (20/05/2016)

Conselho de administração: nomes de peso do mercado

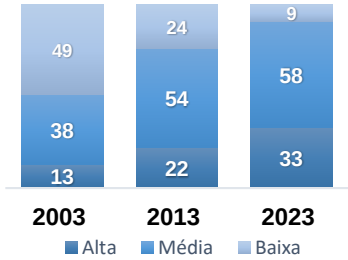
É de se destacar que a Hering, visando criar uma imagem de confiabilidade compatível a empresas de seu porte, montou um *board* com nomes reconhecidos nos segmentos onde atuaram (Tabela 4). São exemplos os membros Anderson Birman, presidente do conselho da Arezzo; Patrick Morin, ex-presidente do JP Morgan no Brasil; e Andrea Motta, ex-diretora executiva de O Boticário. O conselho é presidido por Ivo Hering, um dos maiores acionistas individuais da companhia e ex-presidente. Recentemente, Marcos Pinto, sócio da Gávea, e Marcelo Medeiros, sócio da Cambuhy, também assumiram posições no conselho.

Tabela 3: Diretoria Administrativa

Fabio Hering Diretor Presidente	*Formado em Administração pela PUC-SP, é Diretor Presidente desde 2009. Há 31 anos na Cia. Hering, tendo atuado como trainee, Diretor de divisão fashion, Diretor de operações, Vice-presidente e Diretor de Relações com Investidores. Atualmente é também membro do Conselho de Administração da Tarpon Investimentos S.A.
Eder Maciel Costa Diretor Administrativo	*Contador e advogado, com MBA em Gestão de Negócios (FGV). Iniciou sua carreira na Cia. Hering há 21 anos, exercendo funções nas áreas de Contabilidade, Controladoria, Gestão de Tributos, Auditoria e Relações Institucionais.
Frederico Oldani Diretor Financeiro e RI	*Formado em administração pela FAAP e pós-graduado em finanças pela USP o Sr. Frederico é diretor desde 2009. Possui mais de 12 anos de experiência na área financeira tendo atuado recentemente como tesoureiro da AmBev, além de ter atuado como gestor de riscos do grupo Telefonica.
Ronaldo Loos Diretor Comercial	*Formado em Administração e Economia, ambas pela Universidade Regional de Blumenau, com pós-graduação em Administração pela Universidade São Paulo (USP). Trabalha na Cia. há 32 anos e atuou como Gerente de Planejamento, Gerente de Suprimentos/Compras, Superintendente de Materiais/Logística, Superintendente de Vendas.
Edgar Filho Diretor de Produção	*Formado em Engenharia Elétrica (UFSC), pós graduado em Gestão de Negócios. É membro da diretoria desde 2009. Há 28 anos na Cia. Hering, tendo atuado como Engenheiro Assistente, Gerente de Engenharia e Manutenção, Técnico, Centro de Serviços, Superintendente Têxtil, Industrial.
Moacyr Matheussi Diretor de Suprimentos	*Formado em Administração (Furb) e MBA em Comércio Internacional (FGV). Trabalha há 28 anos na Cia. Hering, tendo atuado na Gerência de Compras e Planejamento, Logística, da Unidade de negócios jeans wear, Superintendente de Produção.
Alessandra Morisson Diretora de Pessoas	*Formada em Administração pela FEA-USP, com MBA pela HEC School of Management, juntou-se à companhia em 2012, assumindo o recém-criado cargo de Diretora de Pessoas. Atuou na Credicard, Deutsche Bank e Johnson & Johnson, além de ter sido Diretora de RH da Natura.
Edson Amaro Diretor de Marcas	*Formado em Comércio Exterior pela Universidade Anhembi Morumbi e MBA pelo IBMEC. Desde que se juntou à companhia, em 1995, atuou em diversos cargos ligados a marcas e franquias, além de assumir a área de negócios internacionais.

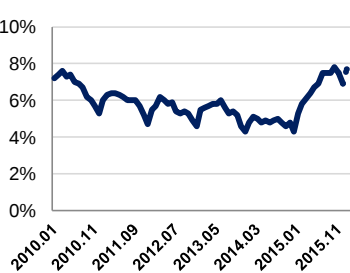
Fonte: Cia. Hering (2016)

Figura 9: Evolução de classes (% total)



Fonte: Data Popular (2016)

Figura 10: Desemprego



Fonte: IBGE

Análise do setor e Posicionamento Competitivo

A análise quantitativa e qualitativa de variáveis macroeconômicas, bem como a relacionada ao posicionamento competitivo da companhia com relação a suas *peers* no setor de varejo, é de fundamental importância para que se projete, com mais segurança, o futuro da companhia. Assim, realizamos uma abordagem top-down iniciada pela descrição de aspectos macroeconômicos correntes, passando pela inserção da empresa em seu setor de atuação e culminando com a análise de aspecto particulares à Cia. Hering.

Cenário político: incertezas minam recuperação em 2016

Em escala nacional, o ano de 2015 foi marcado por crise política, retração da economia, juros altos, forte depreciação do Real, aumento do desemprego e perda do grau de investimento. Hoje, o Brasil vive um cenário de grande incerteza, fragilidade política e crise econômica, com baixíssimas expectativas de melhora no curto prazo, que culminou no processo de impeachment da presidente Dilma Rousseff. Agora com um novo governo, presidido pelo Vice-Presidente Michel Temer, o mercado espera que tais medidas sejam levadas a cabo. Ainda assim, o país vive um momento de incertezas e o caminho para a retomada do crescimento é longo, portanto é estimada uma melhora na economia somente em 2017, e 2016 já é considerado um ano de ajustes e perdido. Esse cenário é péssimo para a indústria nacional em geral e atinge de forma bastante acentuada o setor de varejo, conforme apresentado a seguir.

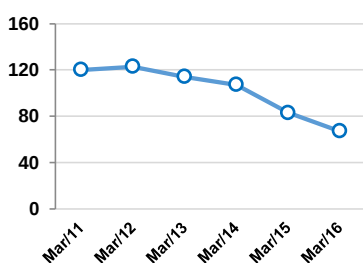
Indicadores macroeconômicos: elevada correlação denota fraca diferenciação da Cia. Hering

O setor de varejo foi um dos mais beneficiados da política de incentivo ao consumo do governo nos últimos 10 anos, mas com a atual crise econômica que o país passa, este setor foi bastante prejudicado. Isso fica nítido ao analisar os dados históricos do PIB, taxa de juros, inflação (IPCA), desvalorização do real e desemprego e compará-los com o desempenho do setor. A partir de uma análise de regressão dos dados históricos de 2010 a 2015 desses indicadores com a variação das vendas do varejo (tecido, vestuário e calçado) e da Cia. Hering, sabemos que a variação do PIB é o indicador que apresenta maior correlação com as vendas de varejo, já que este apresentou R² de aproximadamente 90%. Se, por um lado, isto indica que, em momentos de crescimento econômico, a Cia. Hering também se expande fortemente, por outro, representa fraco diferencial competitivo da companhia para crescer acima da média do mercado, como o fazem suas concorrentes.

Economia coloca consumidor em posição desfavorável no curto prazo

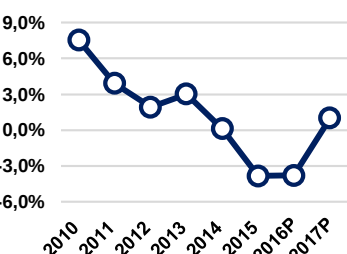
Ainda, apesar da política social direcionada que aumentou em 42% a classe C (Figura 9), que terá efeitos positivo para a Hering no médio prazo, a elevada taxa de desemprego (Figura 10), de 10,2% com tendência de estabilização, minará o crescimento de curto prazo, cenário esse que é corroborado pela queda do Índice de Confiança do Consumidor (Figura 11) aos piores níveis da série histórica (67,1 pontos). Foi verificada, também, uma correlação negativa entre o IPCA, Selic e vendas da Cia. Hering, o que denota redução no consumo ante subida da inflação e juros. No final de fevereiro de 2016, a alta do IPCA acumulada nos últimos 12 meses foi de 10,36%, valor mais baixo que os 10,71% dos 12 meses imediatamente anteriores (Janeiro de 2016), o que, somado à entrada de Henrique Meirelles na Fazenda, pode denotar uma baixa do indicador. De acordo com o boletim Focus do Bacen, a estimativa do IPCA para 2017 é de 6% e para a taxa Selic é de 13,0%.

Figura 11: ICC



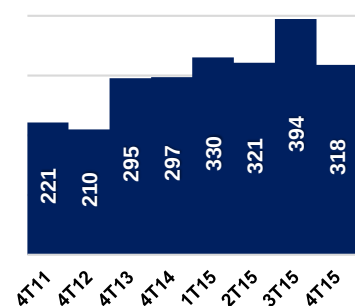
Fonte: FGV

Figura 12: Crescimento do PIB



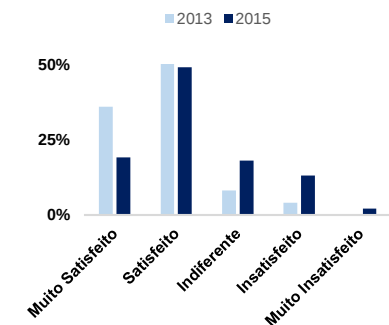
Fonte: IBGE

Figura 13: Estoques (R\$ mil)



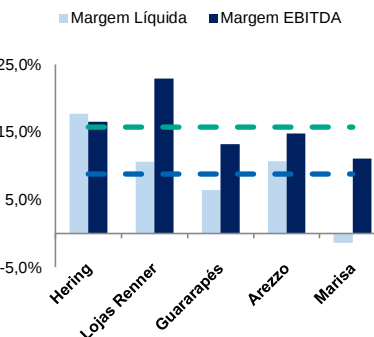
Fonte: Cia. Hering (2016)

Figura 14: "Você está satisfeito com a Cia.?"



Fonte: Cia. Hering (2016)

Figura 15: Margens e peers



Fonte: Cia. Hering e outros (2016)

PIB em queda como driver para baixa projeção de crescimento da Cia. Hering

O PIB do Brasil apresentou -3,8% de crescimento real em 2015, saindo de um 2014 ligeiramente positivo (1,9%, conforme Figura 12). Essa redução em relação às outras economias mundiais e a própria economia considerando o ano anterior refletem a redução da atividade econômica no país, causando menor número de produtos e serviços vendidos e menor arrecadação de impostos. A retração econômica em 2015 foi nacional e mesmo os estados que compõem as regiões Norte e Nordeste, que em 2014 registraram expansão próxima de 2%, em 2015 tiveram retração de 3%, queda também observada nas vendas da companhia. De acordo com o boletim Focus, do Banco Central, a estimativa de retração real para o PIB em 2016 é de -3,66% e em 2017 um crescimento de 0,35%, em linha com a expectativa dos analistas de que a economia só deve voltar a crescer em 2017 e que 2016 será mais um ano de retração econômica. Como já foi provada a correlação entre os resultados da Cia. Hering e o crescimento do PIB, projetamos que os resultados da companhia acompanharão a queda da economia para 2016 e tenham um sutil crescimento em 2017.

Desvalorização do real: pressão superada por diversificação na produção

Durante o ano de 2015, o Real sofreu uma abrupta desvalorização em relação ao Dólar chegando à máxima histórica de R\$4,24, tendo como principal causa a forte crise econômica e política no país e permanecendo no último mês entre R\$3,42 e R\$3,60. Mesmo não tendo dívidas em Dólar e apresentando baixas exportações em relação ao seu total de vendas (0,02%), com as importações realizadas pela companhia, correspondentes a 25% dos produtos que vende, os resultados da Cia. Hering estão correlacionados às alterações cambiais. Contudo, dado seu sourcing diversificado, tal aumento não deve configurar problema para a Cia. em 2016.

Modelos de negócio no varejo: franquias e multimarcas penam na crise

O mercado de varejo têxtil brasileiro é muito fragmentado, sendo que os cinco principais players (Renner, Riachuelo, Hering, Marisa e C&A) possuem menos que 10% do *market share* conjuntamente. Com a retração do consumo no Brasil, os pequenos varejistas se tornam vulneráveis, pois são mais afetados pelo cenário macroeconômico e por não possuírem alta eficiência operacional. Dessa forma, há um grande espaço para a consolidação no setor de varejo têxtil, sendo ela pela aquisição de marcas ou pelo próprio enfraquecimento dos concorrentes menores, o que favorece os concorrentes diretos da Cia. Hering. A companhia, por sua vez, tem enorme dependência de pequenos comerciantes: 44,5% de suas vendas são em multimarcas, e 39,7% são por meio de franquias, ambas as quais caíram entre 2014 e 2015 (12,6% e 2,5%, respectivamente), os quais, apesar de uma boa estratégia para crescer em momentos de bonança poupando caixa, freiam suas compras em momentos de crise. Por outro lado, lojas próprias vêm apresentando crescimento consistente de vendas (4,4% entre 2014 e 2015) e são mais efetivas em vendas (receita média de R\$ 4,1 milhões por loja própria, contra R\$ 2,3 milhões por loja franqueada). Assim, parece ser o momento para que a companhia invista seu caixa na abertura de lojas próprias, balanceando seu modelo de negócios.

Guinada ao Nordeste: mercado potencial favorece características da Cia. Hering

O mercado nordestino demorou a sentir os efeitos da crise, passando incólume por 2014. Em 2015, em compensação, teve retração de 3%, com especial perda para o varejo, conforme denota a retração 5,1% no ICVA de março. Isso configura, porém, uma oportunidade para as varejistas, dado ser o mercado particularmente pulverizado e dominado por multimarcas. Com a inauguração de um centro de distribuição em Anápolis (GO), próximo aos mercados nortista e nordestino, bem como pelas unidades produtivas na mesma cidade e em Parnamirim (RN) – todas contando com isenções fiscais -, a Cia. Hering coloca-se em uma posição bastante competitiva para ganhar penetração nesse mercado, primeiramente com multimarcas, e posteriormente com lojas próprias ou franquias.

Giro de coleções: perda de competitividade frente a lojas mais ágeis

Em nossa pesquisa proprietária, verificamos que, à época de maturação de coleção outono-inverno, muitas lojas da companhia permaneciam somente com produtos da coleção anterior, alto verão, vendidos com até 70% de desconto. Tal fato prejudicou as receitas da companhia, que ainda bancou parte do custo de encalhe dos franqueados, com dispensa de R\$ 7,5 milhões. De fato, isso se deve a uma má gestão de estoques e coleções pouco eficiente a partir de 2012. Apesar de se propor a fazer seis coleções por ano, o mau *timing* de abastecimento impede que seja seguido o ritmo de outras concorrentes, como a Forever 21, que apresenta produtos novos todas as semanas. O atraso foi também motivado pelo adiamento da produção decorrente da instalação de um novo sistema interno SAP a partir de 2014, o qual deverá servir à melhor gestão de estoques (em alta, conforme Figura 13), integrando os canais físicos da companhia à loja web. A mesma estratégia foi adotada pelas Lojas Renner entre 2015 e 2016 com sucesso: o chamado "efeito pull-push" resultou em aumento de 4,5% no *same store sales* da companhia. Espera-se, assim, que o nível de estoques e o abastecimento se normalize no final de 2016, permanecendo, porém, custos e despesas com vendas altas até o final do ano.

Relacionamento deteriorado com franqueados: trabalho "a quatro mãos" para retomada

Consoante a queda das vendas em franquias, vemos, pela Figura 14, que o relacionamento da Cia. Hering com seus franqueados piorou genuinamente, em especial dado o descompasso no abastecimento. Para superar a situação e suportar os franqueados durante a recessão, a companhia abriu uma linha de crédito de R\$ 30 milhões sem juros, e instituiu uma política de compra de coleções e queima de estoques encalhados, o que deve elevar modestamente as vendas a partir de 2017.

Fortes peers em busca da consolidação no setor têxtil

Apesar do fraco desempenho do varejo (Figura 15), Renner e a Riachuelo vêm apresentando crescimentos de receita anual constantes de quase 18% nos últimos 5 anos, ao passo que outras grandes players, como a Marisa e a própria Hering, obtiveram quedas de receita em 2015. Isso é decorrente pelo fato de 85% das vendas da Cia Hering serem oriundas de franquias e multimarcas - o que a torna mais sensível aos movimentos macroeconômicos -, pelo seu problema de branding e pelo erro cometido nos estoques com a instalação no sistema SAP. Em contrapartida, a Renner vem expandindo sua produtividade, principalmente com as marcas CAMICADO e YOUCOM, obtendo um SSS de 11% em 2015, o maior entre os players (Tabela 5). Entretanto, operacionalmente a Cia Hering se sobressai perante os seus concorrentes, na qual apresentou uma margem EBITDA acima da média e a maior margem líquida. O seu trunfo está nas despesas operacionais, pois enquanto a Hering gastou 25,9% da sua receita em despesas operacionais em 2015, a Renner e a Riachuelo desembolsaram em torno de 40%, o que pode ser explicado pelo baixo valor da despesa com vendas (Figura 15).

Tabela 5: Comparação

	Hering	RENNER	RCHLO RIACHUELO	AREZZO	marisa
Receita (R\$ milhão)	1.588,9	5.450,9	5.507,3	1.120,6	3.164,9
Lojas	840	380	285	543	409
Novas Lojas	12	49	28	27	-7
SSS (%)	-3,5	10,8	-0,5	-1,6	-5,3
CD	GO/SC	SC/SP/RJ	RN/SP/AM	RS/ES	PR/SP/PE/GO
Áreas de Venda (mil m2)	91,4	534,0	605,7	37,3	423,5
Público-alvo	C/B	C/B	C	B/A	D/C
Ticket Médio (R\$)	114,1	141,6	161,7	252(p/ peça)	89,5

Fonte: Cia. Hering (2016)

Figura 16: Desempenho do varejo



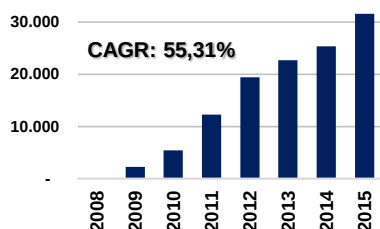
Fonte: Serasa Experian

Tabela 6: Abertura (fechamento) de lojas

Marca	2015	2016P	2017P
Hering Store	13	10	29
Reformadas	0	85	60
Hering for You	1	-3	0
PUC	-10	7	10
Hering Kids	7	5	10
DZARM.	2	2	4

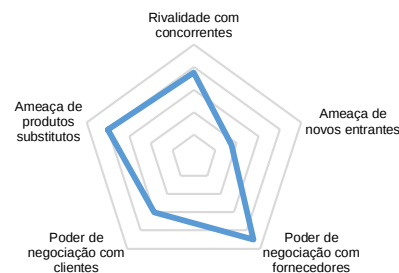
Fonte: Cia. Hering e outros (2016)

Figura 17: Vendas na Web (R\$ mil)



Fonte: Cia. Hering(2016)

Figura 18: Cinco Forças de Porter



Fonte: Estimativas do grupo

Pirataria como concorrente: dificuldade adicional perene

Grifes como Lacoste, Louis Vuitton, Morena Rosa e Carmim sofrem com o comércio pirata de suas marcas. O setor vestuário ocupa o quarto lugar no ranking da falsificação, segundo a ABCF (Associação Brasileira de Combate à Falsificação), causando assim um prejuízo médio anual de R\$ 1,80 Bilhões no Brasil. Além disso, a pirataria tem o poder de desvalorizar a marca, como aconteceu com a ZOOMP, por exemplo. Porém, esse negócio não afeta apenas as grifes contrabandeadas, mas também, as marcas de classe média e baixa, pois o indivíduo que consome esses produtos ilegítimos é o mesmo que consome produtos da Hering, Renner, Riachuelo, C&A, Marisa, entre outros. Portanto, a pirataria se transformou num forte concorrente desse grupo de varejistas. E, para piorar essa situação, a fiscalização do governo não tem sido muito efetiva nesse ramo, o que prejudica tanto a economia do país, quanto a indústria têxtil. A maioria dos produtos vêm do exterior, principalmente da China e do Paraguai, entretanto, 40% desses produtos são produzidos no próprio território brasileiro.

Ciclo de Branding: frente a insucessos, investimento em identidade visual de lojas

É consenso que as lojas de varejo vestuário necessariamente devem renovar sua marca a cada período de 4 ou 5 anos, para manter a atração do público. A Hering passa por um grave problema de realocação de suas marcas, pois a companhia não consegue deixar de ser uma "marca de básicos" para os consumidores. Por um outro lado, vemos que a Lojas Renner já planeja investir em um novo Visual Merchandising mesmo obtendo uma excelente performance nos últimos tempos, como foi divulgado em seus relatórios. Outras companhias, como a Riachuelo, investiram na mudança da identidade de lojas e da própria marca, passando para um perfil mais clean, o que resulta em crescimento significativo em vendas (10,6% entre 1T15 e 1T16). Ou seja, a renovação da sua marca é um dos maiores desafios presentes no mercado têxtil e essencial para o crescimento da companhia. Pensando nisso, a Cia. Hering montou um plano de mudança de identidade visual, seguindo o modelo *flagship* inaugurado em 2015. Projeta-se reforma de até 100 lojas em 2016, a um gasto total de R\$ 10 milhões. Nos primeiros meses de 2016, 80 lojas estavam no cronograma de reformas, e 5 já haviam sido concluídas (Tabela 6). Ainda, dada a baixa efetividade no posicionamento de suas marcas, é possível que a Cia. Hering utilize sua forte posição em caixa para adquirir uma marca já consolidada entre o final de 2016 e 2017, potencializando-a com sua robusta estrutura operacional.

Varejo vestuário web: crescimento outperformer com redução de custos

O varejo de moda e acessórios mantém-se como a categoria de produto que mais vende pela web desde 2013, porém as vendas de vestuário online no Brasil estão muito aquém do que representam nos Estados Unidos e em países europeus, o que denota seu potencial. As vendas da Cia. Hering cresceram 18% a.a. desde 2012 nesse canal (Figura 17), com aumento 24,5% entre 2014 e 2015 graças à inauguração de cinco lojas virtuais, as quais já representam as maiores lojas individuais da companhia (1,7% das vendas totais). Apesar de a estratégia ser discutível (webstores de sucesso em geral concentram-se em um *marketplace*), fato é que esse canal possui custos reduzidos e depende de uma estrutura de distribuição robusta, o que favorece a entrada da companhia.

Posicionamento competitivo: as Cinco Forças de Porter

Visando analisar os drivers do varejo, bem como as forças e fraquezas competitivas da Cia. Hering, foi realizada a análise das cinco forças de Porter, conforme descrito abaixo:

Ameaça de novos entrantes: Apesar de parecer um setor simples de se iniciar um negócio, o varejo apresenta, de fato, diversas barreiras de entrada. Pode-se citar: (i) a excessiva e complexa carga tributária (tendo, por exemplo, uma tarifa de importação de cerca de R\$ 35); (ii) complexa e intrincada cadeia logística e de distribuição, decorrente das condições climáticas do país, que aumenta os custos e dificulta a escalabilidade; (iii) ampla presença do canal multimarcas que, vendendo a preços baixos e enorme variedade, é um competidor árduo para novos entrantes; (iv) volatilidade cambial, válido especialmente para empresas multinacionais que vem operar no Brasil. Um exemplo a ser citada é a Zara, que tinha meta de abrir 50 lojas quando chegou ao Brasil, em 1999, mas hoje conta com cerca de 40 lojas. A C&A é uma exceção, dado que a holandesa atua no mercado brasileiro desde a década de 1970 e foi, aos poucos, adaptando sua operação às características do país. Assim, é muito baixa a probabilidade de novos entrantes no setor que ameaçam a saúde dos negócios da Cia. Hering;

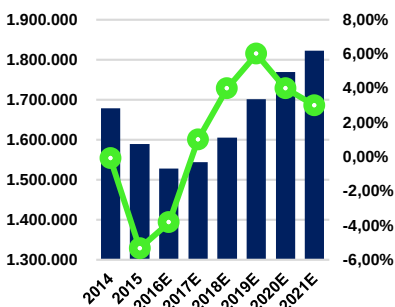
Ameaça de produtos substitutos: o risco associado a produtos substitutos é bastante elevado, dado ser o setor muito pulverizado – os dez principais players do mercado não correspondem a nem 10% do *market share* – e dado que todos os produtos são, via de regra, expostos juntos, em *shopping centers* e demais pontos comuns de compra. Este risco tem se apresentado especialmente alto para a Cia. Hering por sua dificuldade de posicionamento – não é popular, nem classe alta, não é básica, mas também não é fashion –, o que impactou seus resultados nos últimos anos.

Poder de negociação com clientes: os clientes da Hering podem ser divididos em 3: varejistas multimarcas, franqueados e consumidores finais das roupas da empresa. Com 18.228 multimarcas e 90% de lojas da marca sendo franqueadas, individualmente cada multimarca e franqueado possui pouquíssimo poder frente à Hering. Porém, com o cenário macroeconômico causando grandes impactos no varejo de moda, esses *players* sofrem em massa os impactos negativos – os redirecionando à empresa, que se encontra em posição delicada para atender varejistas cada vez mais insatisfeitos. Isso não a impedia, porém, de institucionalizar uma política de compra de estoques e remarcação de preços, bem como determinar a reforma de algumas das lojas. Dispensou, porém, R\$ 7,5 milhões com a primeira onda de remarcações (março/outubro de 2015) e liberou linha de crédito de R\$ 30 milhões sem juros para 100 de seus franqueados. Frente a consumidores finais, o poder de barganha da companhia é bastante reduzido, pois há diversos concorrentes nos quais os clientes podem gastar.

Rivalidade com concorrentes: por não ter posicionamento definido, atendendo, de maneira insuficiente, às classes C, B e A, a Hering experimenta rivalidade com concorrentes em diversas camadas de atuação. A Arezzo é uma competidora direta da DZARM., nova marca com proposta premium, porém mais conhecida, o que pode atravar os planos de desenvolvimento da marca. O grupo GEP, dono da Luigi Bertoli, pediu recentemente recuperação judicial; como consequência, vem fechando lojas, e a perspectiva é um ano negativo no balanço. O mesmo é verdade para a Siberian, de modelo de negócios semelhante, apesar de a Taco, outra concorrente com franquias, não apresentar problemas significativos. A Marisa, que atende as classes D e C em lojas de rua, não mostra sinais de recuperação após dois anos de queda nas receitas e fechamento de lojas. Renner, Riachuelo e C&A vêm apresentando resultados significativos ante a crise. As Lojas Renner, por exemplo, destinaram R\$ 500 milhões para investimento em 2016, e a Riachuelo teve receitas ascendentes em 16,5% entre 2014 e 2015, alcançando a marca de R\$ 5,5 bilhões em vendas. A diversificação de produtos, preços competitivos e presença nacional destas lojas são um empecilho à competitividade da Cia. Hering, apesar do modelo de negócios diferenciado entre elas. Há também rivalidade em lojas multimarcas, visto que vários produtos de características distintas são exibidos juntos, e no canal web, em que o consumidor tem fácil acesso a diversas outras lojas. Assim, considera-se alto o risco associado à rivalidade com concorrentes.

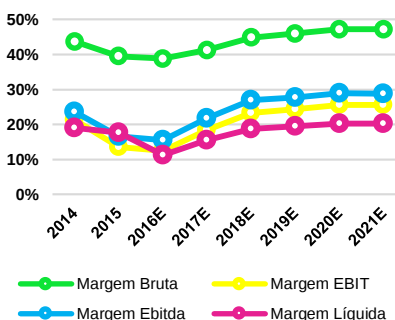
Poder de negociação com fornecedores: contando com mais de 600 fornecedores de insumos, 400 fábricas e 300 *outsourcers*, que correspondem a 80% da produção da companhia, a Hering possui poder de barganha considerável sobre seus fornecedores, dado que os possui em grandes quantidades, lhe conferindo assim maior facilidade de mudar de fornecedor caso não se sinta contemplada em suas exigências.

Figura 19: Receita Líquida (R\$ mil)



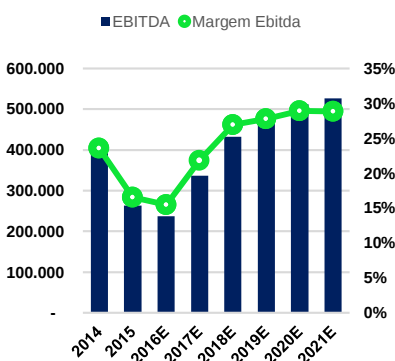
Fonte: Cia. Hering (2015), estimativas

Figura 20: Margens



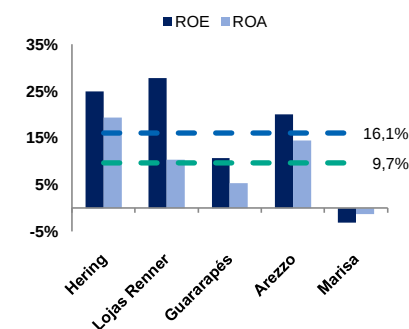
Fonte: Cia. Hering (2015), estimativas

Figura 21: Margem EBITDA (R\$ mil)



Fonte: Cia. Hering (2015), estimativas

Figura 22: ROA e ROE comparativos



Fonte: Cia. Hering, Guararapes, Renner, Arezzo, Marisa

Análise Financeira

Em termos financeiros, a Cia. Hering destoa de suas concorrentes pela sólida posição em caixa e pela dívida bastante reduzida, sendo hoje de R\$ 1,3 milhão. Tem apresentado, ao longo dos últimos três anos, receitas estáveis ou decrescentes e margens diminutas, em especial resultante de perda de eficiência operacional pela troca de ativos, *branding* falho e gestão deficiente de estoques, o que impacta o abastecimento. A companhia apresentou, em 2015, Receita Líquida com Vendas de R\$ 1,59 bilhão, valor 5,3% inferior à receita verificada em 2014, de R\$ 1,68 bilhão (Figura 19)

Resultado em 2015: margens em queda mostram continuidade de ineficiência e branding falho

As margens da companhia apresentaram queda significativa em 2015, tendência observada em todos os trimestres. O crescimento em *same store sales* permanece negativo, como observado desde 2012, não sendo verificada qualquer tendência de reversão deste cenário. A margem bruta retraiu-se de 44% para 40% entre 2014 e 2015, a margem EBITDA caiu de 24% para 17% e a margem EBIT caiu de 21% para 14% (Figura 20), o que foi puxado pelo aumento proporcional no CPV – fruto da ineficiência operacional de novas fábricas – e nas despesas com vendas – pela intensa atividade promocional pela necessidade girar os estoques e levar às lojas novas coleções. A companhia apresentou desempenho em vendas ligeiramente superior à média brasileira, segundo o constatado na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o que ilustra sua baixa competitividade e relativa dependência do desempenho do PIB, conforme visto anteriormente.

Receita: decréscimo, com potencial de modesta retomada

A Cia. Hering tem apresentado bastante dificuldade em gerar receita, o que está atrelado não só ao desempenho da economia (correlação de 90%), mas também à incapacidade da companhia de apresentar uma proposta de valor diferenciada para seus clientes. Apesar das iniciativas relacionadas a P&L (Produto e Loja), é pouco provável que *same store sales* cresça acima de 1,5% ao ano. Por outro lado, há relevante potencial para que a empresa expanda as vendas por meio da exploração de seus canais e de novas regiões, o que é facilitado pela elevada capilaridade de distribuição da Hering em todo o território nacional. Ainda, prevê-se que as estratégias de rebranding gerarão retornos a médio prazo, não sendo, contudo, suficientes para sustentar crescimento robusto da companhia. Projeta-se, assim, decréscimo e manutenção das receitas, com posterior retomada a um pico de 6%, sendo o crescimento no longo prazo de 3% (inferior às projeções atuais para o PIB de Longo Prazo, tomada em 3,5%).

Despesas operacionais: tendência de queda após aumento por atividade promocional

Após um período de decréscimo proporcional das despesas operacionais (alcançando 17,01% das RB), a companhia experimentou um crescimento pouco usual de tal margem, que atingiu, em 2015, 21,7%, principalmente devido à atividade promocional para liquidação de estoques e giro de coleções. Nós acreditamos que as despesas operacionais proporcionais da companhia apresentarão um acréscimo no ano de 2016, retornando aos níveis históricos de 2010-11 no médio prazo, o que se justifica pelo aumento nas despesas com vendas em 2016, seguida pela redução proporcional destas nos anos subsequentes, o que está baseado em: (i) Desembolsos com marketing para novas marcas e lojas em 2016 e, em certa medida, em 2017; (ii) Aumento no número de lojas próprias da companhia a partir de 2017, tanto de sua marca principal, Hering Store, quanto de suas marcas mais recentes, tais quais Hering for You e DZARM; (iii) Proximidade geográfica com os centros consumidores, com fábricas no Nordeste e Centro-Oeste e expansão do CD no Centro-Oeste, que reduz os gastos com logística; (iv) Preferência pelo multimarcas e franquias no mix de distribuição, naturalmente reduzindo o custo com a operação.

Margem bruta: sem expectativa de receita, aumento por redução em custos

A margem bruta da Cia. Hering tem sido bastante prejudicada pelo crescimento do custo do produto vendido, em especial dada sua manutenção e queda nas receitas nos últimos dois anos. Não se espera ganho de margem por aumento da receita, conforme exposto; há, porém, razões para concluir que o CPV sofrerá uma leve queda dos atuais 60% da receita, voltando aos níveis históricos de 52% da receita, principalmente dada a estabilização e/ou queda de seus *main drivers*, quais sejam: (i) salários e mão-de-obra (que deverão tão somente acompanhar o crescimento da receita); e (ii) o custo com matéria-prima, cuja tendência é a redução dada a estratégia de *sourcing mix* da companhia que, agora, inclui pequenos fornecedores no Nordeste e Centro-Oeste do país, com menor poder de negociação frente à empresa. Ainda, nota-se que, com o ganho de eficiência operacional da empresa, decorrente da maturação das fábricas abertas em Goiás e Rio Grande do Norte, bem como do novo Centro de Distribuição em Goiás, a diluição de custos entre os produtos será maior.

Margem EBITDA e EBIT: eficiência operacional induzirá aumento

Segundo a perda de eficiência operacional discutida, as margens EBIT e EBITDA apresentaram queda nos últimos anos, passando de 27% e 25%, respectivamente, para 17% e 14%. Conforme a Figura 20, porém, a redução proporcional em custos e despesas decorrentes do ganho de eficiência operacional, levarão tais margens a níveis históricos no médio prazo. No curto prazo, a persistência das dificuldades de operação e a normalização de estoques promoverão baixa de tais métricas, que passarão de um vale de 15% e 12% para estabilização de 29% e 26% na perpetuidade.

Dívida e estrutura de capital: manutenção em níveis pouco significativos

A Cia. Hering tem apenas 1,3 milhão de reais de dívida total (em sua totalidade de curto prazo para capital de juro), número que representa materiais 1,2% do seu caixa e 0,5% do EBITDA. A dívida da companhia se encontra em um nível tão baixo em relação ao seu porte de operações, que a sua dívida líquida em 2015 foi de 107 milhões de reais negativos. Chama atenção o custo dessa pequena dívida, com juros de 12% ao ano, valor mais baixo que a taxa básica de juros do país (14,25%). Não restam dúvidas de que a companhia tem ampla capacidade de pagar suas obrigações financeiras, sem apresentar risco de liquidez e com grande apetite dos bancos para suportá-la caso decida adotar uma estratégia de crescimento por meio de aquisições ou até mesmo aumentar seus investimentos. Outra oportunidade que a companhia pode ter é a de arbitragem financeira uma vez que a taxa de juros de suas dívidas é menor que a taxa Selic.

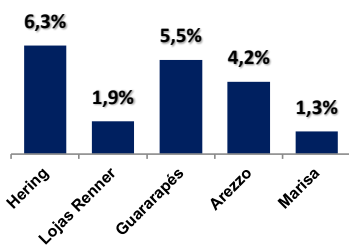
ROA, ROIC e ROE: rentabilidade e eficiência com níveis altos

Apesar dos resultados aquém do esperado em termos de venda, a companhia tem rentabilização muito acima do esperado à de seus peers. Conforme a Figura 22, o ROA da empresa destaca-se, atingindo a marca de 25%, nitidamente superior à média de 16,1%, o que demonstra eficiência no emprego dos ativos – eficiência essa com potencial de melhora, como descrito. O ROE também supera a concorrência, sendo de 19,7% (média de 9,7% entre pares). O ROIC permanece alto, fechando 2015 em 17,3% (acima do custo de capital da empresa, de 12,91%), porém bastante aquém dos 50,6% atingidos em 2012. Percebe-se, assim, que apesar da boa rentabilidade, há claro potencial de ganho por eficiência.

Geração de caixa: solidez operacional, com saída apenas para dividendos

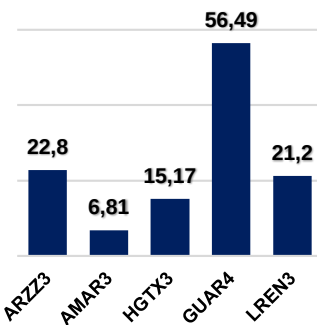
A geração de caixa na empresa apresenta resultados bastante saudáveis, possibilitando à empresa pagar vultosos dividendos, conforme veremos a seguir. A companhia converteu 82% de seu lucro líquido em caixa (gerando R\$ 233 milhões), em 2015 (em 2014, foram 93%), o que denota eficiência e possibilidade de melhoria. As saídas de caixa para investimento deverão se reduzir, principalmente pelo fim da expansão do centro de distribuição em Goiás e pelo fim do pagamento do SAP (R\$ 42 milhões em 2015). Não há, no entanto, previsão de redução das saídas com financiamento (R\$ 209 milhões), em especial pagamento de dividendos.

Figura 23: Dividend yield comparativo



Fonte: Cia. Hering, Guararapes, Renner, Arezzo, Marisa

Figura 24: Preço da ação (R\$)



Fonte: Bovespa (2016)

Tabela 8: Valores relevantes do modelo

Valor presente	R\$ mil
DCFF	R\$ 813.696
Perpetuidade	R\$ 2.318.621
Dívida Líquida	- R\$ 106.785,00
Valor patrimonial	R\$ 2.425.406

Fonte: Estimativas do grupo

Tabela 9: CAPM

CAPM	2016
Risk-Free (T-Bond 30 anos)	5,14%
Inflação de Longo Prazo Brasil	4,50%
Inflação de Longo Prazo EUA	2,00%
Beta	0,777
Prêmio de Mercado	6,15%
CDS Brasil (risco político)	3,00%
Custo do capital próprio	12,92%

Fonte: Estimativas do grupo

Tabela 10: Cálculo da taxa de desconto

WACC	2016
Custo do capital próprio	12,92%
Custo da dívida	7,88%
Alíquota de Imposto	34,00%
Custo da dívida após imposto	5,20%
Dívida percentual	0,06%
Equity percentual	99,94%
WACC	12,91%

Fonte: Estimativas do grupo

Dividendos: histórico aponta manutenção, mas ainda incógnita frente a necessidades de investimento

A companhia historicamente paga vultosos e consistentes dividendos a seus acionistas: tem payout ratio de 34,2%, superior ao da indústria (28%), e destina a maior parte de sua geração de caixa para tal fim (em 2015, foram gerados R\$ 232 milhões de caixa operacional, e R\$ 141 milhões foram pagos em dividendos). Isso ajuda a sustentar o preço da ação da empresa: enquanto concorrentes como Restoque e Marisa caíram 71% e 63% na bolsa, a Cia. Hering encolheu apenas 21%, apesar de maior queda na margem EBIT. Não há indícios de que tal política vá mudar; contudo, a necessidade de investimento para crescer deixa o ponto de interrogação.

Tabela 7: Comparação de métricas com peers

Ticker	P/E ratio (TTM)*	EV/EBITDA*	Mkt Cap (R\$Bi)	EPS (TTM)	P/BV
HGTX3	8,95	8,77	2,5	1,71	2,08
LREN3	24,1	12,24	13,92	0,91	4,73
GUAR3	10,43	6,68	3,76	5,61	0,85
ARZZ3	18,27	12,74	2,18	1,35	3,02
AMAR3	-	6,57	1,66	-0,18	0,88

Fonte: Cia. Hering, Guararapes, Renner, Arezzo, Marisa

Valuation

Utilizamos, como método de avaliação do valor patrimonial da Cia. Hering, o método do Fluxo de Caixa Descontado da Empresa (DCFF), adequado à realidade de perfil pouco endividado da empresa. Com esta metodologia, obtivemos um preço-alvo de R\$ 14,81 (dez-2016) para a companhia, correspondente a um upside de 5,33% em relação ao fechamento de 29/04/2016. Nossas projeções foram realizadas em um horizonte de sete anos, chegando a 2021, por se considerarem períodos posteriores de difícil estimativa e, portanto, arbitrários. Empregamos uma taxa de desconto (WACC) equivalente a 12,91% nominais, e taxa de crescimento na perpetuidade de 3% (inferior ao PIB de Longo Prazo, projetado em 3,5%). A recomendação é, portanto, de **manutenção** para HGTX3. A comparação de seu preço com concorrentes pode ser vista na Figura 24 ao lado, listamos algumas das premissas utilizadas.

Receita: Visando retomar o crescimento em vendas, a Cia. Hering tem tomado diversas iniciativas de reposicionamento de marca, dentre as quais cabe destacar (i) Criação de uma diretoria exclusiva de marcas; (ii) Superação do básico e criação de nova proposta de valor, por meio do posicionamento de sua principal marca, Hering Store, o que, a curto prazo, será principalmente feito pela reforma de lojas; (iii) diversificação de marcas, com criação de três frentes distintas (casual, infantil e premium). Não há razão para crer no sucesso de tais propostas, residindo o crescimento da receita em: (i) **Diversificação de canais**, com retomada das vendas em lojas em franquias, expansão de clientes multimarcas e investimentos no canal web; (ii) **Expansão inter-regional**, com foco no Norte e Nordeste do país, mercados ainda incipientes e com poder de consumo expandido por conta das políticas sociais da última década; e (iii) **Plano de abertura de novas lojas a partir de 2017** para todas as marcas (à exceção de Hering Kids), que servirá à expansão das receitas de forma inorgânica. Tais medidas, porém, se farão pouco sentidas em 2016, e seu efeito será mais pronunciado a partir do ano de 2017. Assim, acredita-se que a Cia. Hering terá crescimento negativo em 2016. Sendo as perspectivas de decréscimo do PIB projetada em 3.5% para este ano, projeta-se o crescimento das receitas da companhia como em negativo em 3.5%, já sentindo, em baixa escala, o efeito da diversificação regional e algum efeito de branding. Com o crescimento em 0.5% do PIB projetado para 2017, estima-se uma subida nas receitas da empresa em cerca de 1%. Com a consolidação das medidas tomadas, será atingido um pico de 6% de crescimento em 2019, estabilizando-se a 3% na perpetuidade.

Impostos: Tomou-se uma alíquota de imposto de 29%, considerando as isenções fiscais decorrentes da produção em Anápolis (GO) e Parnamirim (RN), no âmbito dos programas PRODEC e PROADI. Consegue-se, em ambos, isenção do ICMS, e está em negociação a redução em impostos federais (PIS/COFINS).

Capital de Giro Líquido: Toma-se como premissa que, por conta do problema gerado pela implementação do SAP na gestão de estoques de 2014 e 2015, o prazo médio de estoque apresenta-se artificialmente inflamado nestes anos. Assim, deve-se procurar a volta à média histórica da empresa, convergindo para PME de 101. Por conta do aumento na receita, o prazo médio de recebimento foi considerado ascendente, aumentando em 10 dias de 2015 à perpetuidade. O prazo médio de pagamento, por outro lado, aumentou ligeiramente dada a maior pressão da Cia. Hering sobre fornecedores de pequeno porte. Ainda, o ano de 2015 foi um ano pouco usual em termos do aumento em Impostos a Recuperar. Fica evidente, pelas demonstrações financeiras da Companhia, que tal se deve à liquidação das séries originais de Euronotes detidas pela controlada Hering Overseas, que gerou prejuízo fiscal de imposto de renda e, por consequência, base de cálculo negativa para a contribuição social calculada no ano seguinte. É cabível, pois, projetar a estabilização de tal conta a níveis históricos. Obrigações tributárias, por outro lado, podem ser projetadas segundo um ciclo alternado representativo de seu perfil histórico. As demais variações, denotadas por "Outros", podem ser consideradas constantes segundo a média histórica dos últimos 4 anos.

Investimento em CapEx: Com a conclusão das unidades produtivas em Parnamirim (RN) e São Luis dos Belos Montes (GO), além da expansão do Centro de Distribuição em Anápolis (GO), não há perspectivas de investimentos em novas fábricas e similares. Assim, qualquer aumento projetado no CapEX deverá vir da reforma de lojas (especialmente em 2016) e da abertura de novas lojas (2016, notavelmente 2017 e 2018). Foi projetado um giro de ativo de 3.55 para 2016, ligeiramente menor, apenas, que o giro de 3.83 de 2015, por terem as fábricas novas apenas substituído duas fábricas fechadas em Santa Catarina, sendo, portanto, sua ainda baixa eficiência limitada pela liquidação de ativos. A abertura de novas lojas em 2017 mantém tal valor, o qual aumenta progressivamente até atingir, na perpetuidade, um giro de 3.8, ligeiramente inferior ao giro médio da Cia. Hering historicamente verificado. Ainda, a depreciação foi tomada como sendo 12% do Ativo Líquido de Longo Prazo do período, dada ser esta a taxa média verificada historicamente. Na perpetuidade, o investimento em CapEx foi igualado à depreciação.

WACC: O custo médio ponderado de capital para a Cia. Hering foi calculado em 12.91%, valor que é reflexo tanto do perfil estrutural da empresa em termos da relação entre dívida e equity como do momento político por que passa o país (Tabelas 8, 9 e 10). A dívida foi tomada em R\$ 1.308.000, enquanto o equity foi tomado como o market capitalization médio da empresa no mês, sendo calculado em R\$ 2.315.724.000. Logo, a dívida como percentual da soma entre os dois termos é de 0.06% e o equivalente para o equity é de 99.94%, o que demonstram o peso bastante pequeno de dívidas para a Cia. Hering. Como risk-free, foi tomada a taxa média dos Treasury Bond dos EUA de 30 anos no último mês (abril de 2016), resultando em 2.62%, a qual, porém, foi tropicalizada, ou seja, trazida a valores do Brasil por utilização da inflação de longo prazo prevista para o país (cerca de 4.5%, segundo média de grandes bancos) e para os Estados Unidos (2%). Assim, a taxa livre de risco calculada é de 5.14%. O beta foi calculado a partir da regressão dos retornos semanais dos últimos cinco anos para a HGTX3 vs. IBOVESPA, a partir da Bloomberg resultando em 0.777. O Market premium foi tomado como a mediana de relatórios de research para a empresa, com range entre 5.5% e 6.7%, sendo adotado 6.15%. O risco-país foi estimado em 3%, dado o resultado do CDS médio do Brasil de cinco anos, levando em conta as incertezas de efetividade das medidas econômicas tomadas. O número calculado é bastante conservador, porém reflete, na opinião da equipe e do mercado, o grave cenário por que passa o país e a incerteza deste resultante.

Taxa de crescimento na perpetuidade: tomada em 3% nominal (em R\$), inferior ao PIB de Longo Prazo (projetado, em média, a 3,5%), consoante as demais estimativas de desempenho da companhia descritas na seção de Receitas.

Análise de sensibilidade: visando observar os efeitos de potenciais imprecisões nas projeções, foi realizada uma análise de sensibilidade entre o WACC e o crescimento na perpetuidade, conforme a Tabela 11. Observou-se que os valores variam relativamente pouco (atingindo, para o intervalo tomado, um máximo de R\$ 23,46 e um mínimo de R\$ 11,09). Demonstra-se, assim, a solidez da projeção realizada.

Tabela 11: Análise de sensibilidade (WACC vs. Crescimento na perpetuidade)

		Taxa de crescimento na perpetuidade				
		1%	2%	3%	4%	5%
WACC	10,91%	R\$ 16,00	R\$ 17,24	R\$ 18,79	R\$ 20,79	R\$ 23,46
	11,91%	R\$ 14,43	R\$ 15,39	R\$ 16,58	R\$ 18,06	R\$ 19,97
	12,91%	R\$ 13,12	R\$ 13,89	R\$ 14,81	R\$ 15,95	R\$ 17,36
	13,91%	R\$ 12,02	R\$ 12,64	R\$ 13,38	R\$ 14,26	R\$ 15,35
	14,91%	R\$ 11,09	R\$ 11,60	R\$ 12,19	R\$ 12,89	R\$ 13,74

Valuation por múltiplos: validação que comprova resultados

Com o objetivo de apoiar a nossa avaliação por fluxo de caixa descontado, realizamos a avaliação por múltiplos de companhias comparáveis no mercado de varejo vestuário (Lojas Renner, Guararapes e Arezzo). Para tal, projetamos os múltiplos P/E e EV/EBITDA para 2016 e 2017, utilizando *discounts* históricos de 2011 a 2015. Eliminamos a Marisa da análise, pois é um caso particular, podendo assim, causar distorções nas nossas conclusões:

EV/EBITDA: A margem EBITDA da Cia Hering é uma das maiores dentre os *peers* do setor varejo (Figura 14), o que proporciona um *discount* histórico (2011-15) de 5,31% em relação aos seus concorrentes. Porém, mesmo com um EBITDA relativamente alto, esse múltiplo está precificado acima da média para 2016E e 2017E (Tabela 12), o que evidencia um *Enterprise Value* elevado. E, ao compararmos os valores com o DCFF, vê-se um comportamento similar para 2016E, com um delta de apenas 6,21%, o qual pode ser explicado pela boa performance das companhias comparáveis.

P/E: Segundo as nossas análises, o *current price* da Cia Hering está ligeiramente abaixo do *target price*. Além disso, a margem líquida da companhia é muito elevada em relação às suas concorrentes, obtendo um *discount* histórico (2011-15) de 30,45%. Ou seja, temos um *price* baixo e um *earnings* alto, resultando num P/E muito inferior do mercado e concluindo que ação da Hering está barata ao compararmos com os seus concorrentes.

Tabela 12: Cálculo do valuation por múltiplos

Empresa	EV/EBITDA		P/E	
	2016E	2017E	2016E	2017E
HGTX3	9,80	6,89	12,80	9,14
LREN3	10,99	9,20	21,44	17,24
GUAR3	4,27	4,06	8,88	7,67
AMAR3	-	-	-	-
ARZZ3	12,45	10,88	19,37	16,90
Média	9,24	8,05	16,56	13,94
Mediana	10,99	9,2	19,37	16,9
Discount (Histórico 2011-15)	-5,31%	-5,31%	-30,45%	-30,45%
Cia Hering	10,41	8,71	13,47	11,75

Fonte: Bloomberg e Estimativas do grupo

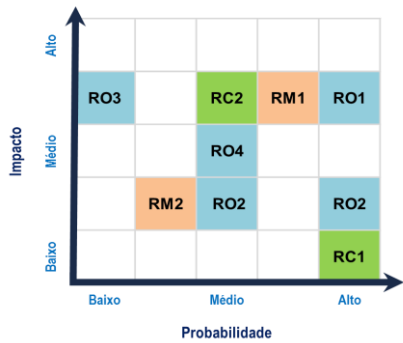
Análise de Riscos

Abaixo, estão listados os riscos que podem alterar as análises e recomendações previstas neste relatório. A matriz de riscos da Figura 25 denota sua probabilidade de ocorrência e impacto, e a Tabela 13 aponta algumas medidas de mitigação verificadas.

Risco Operacional

Rebranding (RO1). A Cia. Hering, com os seus três pilares (Sourcing, Distribuição e Branding), apresenta problemas sérios notavelmente em branding. Uma empresa de varejo precisa se renovar a cada ciclo de 4/5 anos e a Hering, após sua grande reformulação em 2007-09, não mudou o desenho de suas lojas e a sua imagem perante ao mercado. Com isso, vem perdendo *market share* para os outros players de vestuário e, apesar das inúmeras tentativas de reformulação, não há resultados consistentes. Assim, foram tomadas medidas de reposicionamento, tais quais reforma de lojas, mudança na identidade visual da marca, redesenho de coleções e eliminação de linhas (como a masculina da DZARM., para que se foque apenas em mulheres). Contudo, dado o histórico pouco eficiente da companhia neste sentido nos últimos 4 anos, há o risco de que as medidas não surtam efeito.

Figura 25: Matriz de riscos



Fonte: Estimativas do grupo

Tabela 13: Estratégias de mitigação

Risco	Estratégia de mitigação
Rebranding	Caixa robusto para compra de nova marca, já consolidada no mercado e que se utilize da eficiência operacional da Cia. Hering para gerar resultado.
Estoque e abastecimento	Aumento no número de lojas próprias e potencialização do canal web. Criou política de compras para franqueados e remarcação de preços junto a fornecedores.
Adaptação à operação no Nordeste e Centro-Oeste	Expertise a ser utilizada não difere muito do que será feito no Nordeste, e a Cia. Hering têm demonstrado eficiência operacional, como demonstram suas margens EBITDA e EBIT.
Perda de incentivos fiscais	Negociação constante junto ao governo e poder para provocar guerra fiscal entre estados.
Concorrência/Mercado Pulverizado	Investimento em mercados pouco explorados pelo setor, como Norte e Nordeste.
Risco Político e Instabilidade Econômica	Além das demais medidas tomadas, não há estratégia específica de mitigação, visto que a Cia. Hering não interfere no governo, evidentemente.
Aumento da inadimplência	Baixa exposição do Cartão Hering, preferindo a Cia. realizar vendas por outros cartões de crédito, transferindo o risco.
Baixo resultado de franqueados	Acionamento judicial para pagamento das dívidas, além de diversificação de canais.

Fonte: Estimativas do grupo

Estoque e abastecimento (RO2). A Cia. Hering passou por problemas sérios de estoque em 2015, pois foi necessário acelerar a produção para, posteriormente, interrompê-la devido à instalação do sistema SAP na companhia. O abastecimento aos franqueados e multimarcas foi bastante prejudicado, condicionando a companhia a, além de liberar R\$ 30 milhões em crédito aos franqueados, instituir uma política de compras e de queima de estoque. Ainda, a remarcação de preços para giro de coleção, sustentado em parte pela própria empresa, resultou em gastos de R\$ 7,5 milhões, além de perda de competitividade ante a competidores que, como a Forever 21, renovam seus produtos com maior frequência. O sistema SAP promete integrar a gestão de estoques de toda a companhia, promovendo abastecimento just-in-time de lojas próprias e franquias e empregando o canal web para desafogar produtos de coleções anteriores. Apesar das expectativas otimistas de solução para um problema já diagnosticado, deve-se observar se os resultados posteriores de fato corresponderão.

Adaptação à Operação no Nordeste e Centro-Oeste (RO3). Uma nova fábrica da Cia. Hering foi inaugurada no Rio Grande do Norte e outra em Anápolis (GO), onde existem incentivos fiscais do governo estadual e federal, além de ter sido expandido o CD de Goiás. Porém, o maior pólo consumidor da companhia é historicamente a região Sudeste, onde a Cia. Hering já possui expertise operacional. Ainda, deve ser levado em conta a penetração frente às multimarcas no Nordeste e no Norte, onde a companhia pretende, também, começar a operar. Assim, apesar de julgar-se este risco pequeno pela capacidade de distribuição e operação da empresa, deve-se atentar para seu decorrer.

Fim de isenções fiscais (RO4). Segundo a nova política econômica do governo de Michel Temer, além da possibilidade de subida nos impostos, vislumbra-se o fim de isenções tributárias para empresas. Caso tal cenário se concretize, haverá grande prejuízo à rentabilidade da companhia, visto que as fábricas recém-inauguradas de Parnamirim (RN) e São Luís dos Belos Montes (GO) têm como atrativo principal a isenção dos impostos estaduais (ICMS) e federais (PIS/COFINS).

Risco de Mercado

Concorrência/Mercado Pulverizado (RM1). O setor de vestuário no Brasil é um mercado totalmente pulverizado, na qual os grandes 5 players correspondem a aproximadamente 10% do Market Share. Dessa forma, há grandes perspectivas de crescimento neste segmento, porém a Cia. Hering vem apresentando menos crescimento de receita nos últimos anos e em 2015 obteve um decréscimo, ao passo que os outros players, principalmente a Lojas Renner e a Riachuelo, vêm obtendo crescimentos constantes ano após ano. Empresas como a GEP, dona da Luigi Bertolli (cujo nicho é bastante semelhante ao da Cia. Hering), quebraram por não suportar a crise e não conseguiram facilmente realizar vendas. Outras, como a Siberian, parecem seguir os mesmos passos. Assim, caso persistam ambas a incapacidade da companhia em aumentar sua eficiência em vendas e o bom desempenho das concorrentes aumentem as dificuldades da empresa.

Recessão Econômica/Instabilidade Política (RM2). É claro que o cenário econômico brasileiro não está saudável. Diante de um 2015 abaixo das expectativas, observa-se uma situação desfavorável nas taxas de juros, na inflação, na taxa de desemprego e no decréscimo do PIB. Atrelado a isso, o país passa por uma histórica instabilidade política, o que torna a retomada da economia mais difícil e demorada. Esta foi mitigada pelo afastamento da presidente Dilma Rousseff e posse de uma nova equipe econômica encabeçada por Henrique Meirelles (Ministério da Fazenda) e Ilan Goldfajn (Banco Central). Contudo, o governo tem prazo curto para demonstrar resultados antes que o humor do mercado volte a piorar, bem como as previsões para os indicadores. É válido citar, ainda, que a instabilidade política não foi de todo solucionada, visto que o presidente em exercício Michel Temer não é unanimidade no país e que o afastamento definitivo da Sra. Rousseff depende de julgamento no Senado.

Risco de Crédito

Aumento da Inadimplência (RC1). O varejo possui diversas variáveis que regem seu desenvolvimento. Entre elas, estão o poder de consumo, a taxa de juros, a inflação, a disponibilidade de crédito, dentre outros. E grande parte das compras é feita através do cartão de crédito, que é estimulada pela possibilidade de parcelamento da fatura. Porém, em 2015 houve um considerável aumento da inadimplência pelos consumidores brasileiros e, de acordo com os resultados financeiros do 1T16 do banco Bradesco, a tendência é aumentar ainda mais a inadimplência, o que afeta diretamente nas vendas do setor varejo, aumentando a taxa de juros para empréstimo para Pessoa Física. Assim, deve-se atentar para que esta variável macroeconômica não prejudique os resultados da empresa.

Baixo resultado de franqueados (RC2). A Cia. Hering liberou uma linha de crédito de R\$ 30 milhões para 100 de seus franqueados sem juros, valor que deve ser empregado para compra de coleções, reforma de lojas, contratação e treinamento de pessoal, entre outros. No caso de persistência das baixas vendas e possibilidade de queda dos franqueados, deve-se considerar o cenário de não pagamento da dívida, o que significa não somente prejuízo financeiro para a companhia como também piora nas relações entre a Cia. e o Conselho de Franqueados da Hering, o que pode direcionar uma eventual mudança no plano de negócios da Cia.