



Gustavo Majzoub
Lucas Choi
Renan Tridapalli
William Fujiwara
Felipe Grill

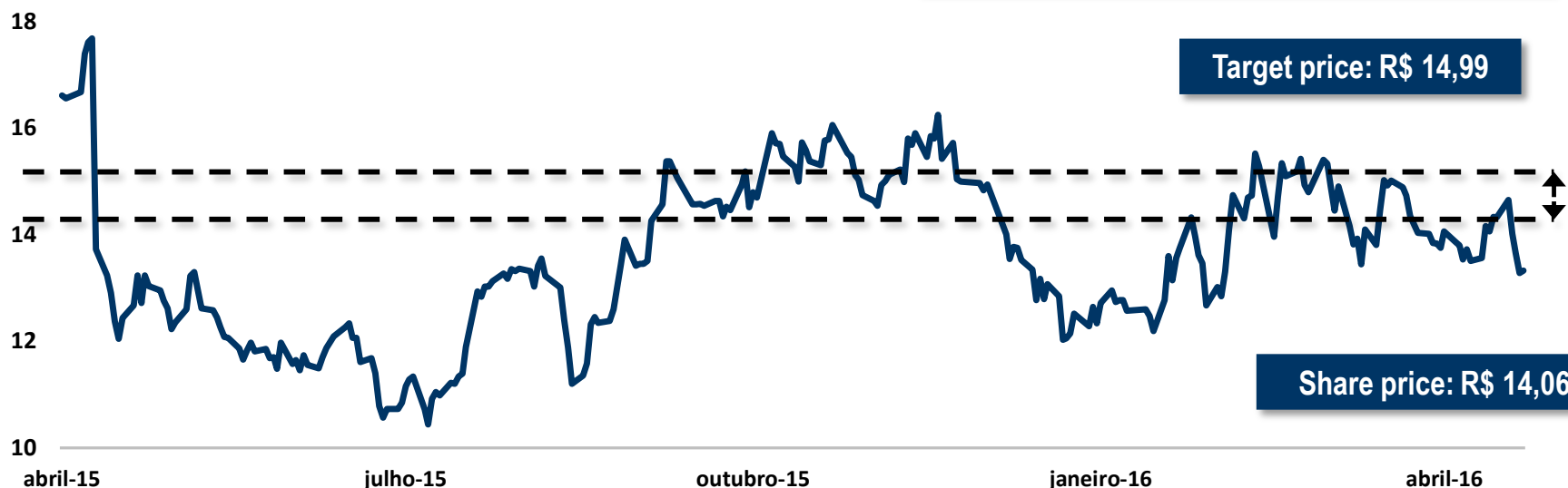
Companhia Hering

Credit Suisse Awards 2016
31 de maio de 2016

[Recomendação

Histórico da ação e preço-alvo

Upside: 6,62% - Hold



Sourcing

Ganho de margem

Diversificação de produtos

Distribuição

Ganho de receita

Relação com franquistas

Branding

Ganho de SSS

Baixo *brand equity*

[Seções

Seção 1	Cia. Hering: uma empresa em reformulação
---------	---

Seção 2	Análise Financeira e Projeções
---------	---------------------------------------

Seção 3	Valuation
---------	------------------

Seção 4	Riscos
---------	---------------

Seção 5	Questions & Answers
---------	--------------------------------

Seção 1

[Cia. Hering: uma empresa em reformulação

[1.1 Produção e Sourcing

Flexibilidade produtiva garante maiores margens com diversificação do portfólio

Terceirização pulverizada: 1000+ Fornecedores

- 400+ Facções; 600+ Manufaturas, com tendência de aumento
- Alto **poder de barganha** reduz **CMV** e **prazos de pagamento**
- Menor **alavancagem operacional**

Abertura de CD (GO) e Fábricas (GO e RN)

- Expansão Norte/Nordeste: mercados **pouco explorados**
- **Benefícios fiscais** geram redução de saídas (IR em 31%)

Sistema SAP

- Sistema para gerenciamento de estoques (*go live* em **janeiro de 2016**)
- Otimização da **produção e logística**
- Redução no **nível de estoques**

Benefícios a partir de 2017

Aumento nas margens
bruta e operacional

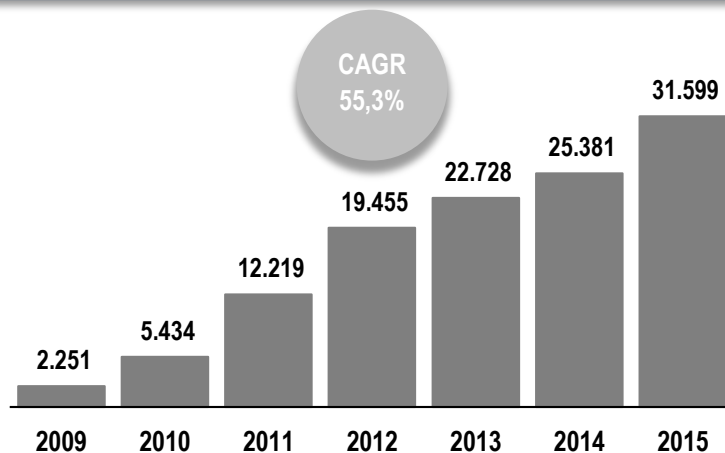
Ganho de *share* por
expansão regional

Diversificação no
portfólio angaria clientes

[1.2 Distribuição

Multimarcas freiam compras com crise, enquanto web exponencia e franqueados insatisfeitos

Crescimento em vendas (Web) – R\$ mil¹



Clientes multimarcas

Freio de Vendas

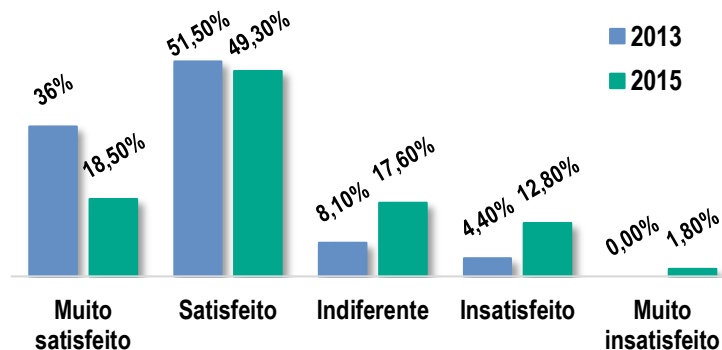
- Pequeno empreendedor, com **menor acesso ao crédito**, reduz compra de produtos na crise.

Estratégia de Expansão no Norte e Nordeste

- Oferece **capilaridade à empresa** para cidades pequenas, reduzindo custos fixos com loja

Franqueados: apesar de insatisfação, nova política de colaboração a “quatro mãos”

Pesquisa de satisfação com franqueados



Relacionamento deteriorado com franqueados

- Adiantamento da produção aumenta estoques e atrasa coleções
- São adquiridos menos produtos, o que gera um ciclo vicioso, pois produz encalhe no estoque (**R\$ 7,5 milhões** gastos com remarcação)
- Comprometem desempenho de vendas com **menor acesso a crédito**

Nova política somada a vantagens inerentes

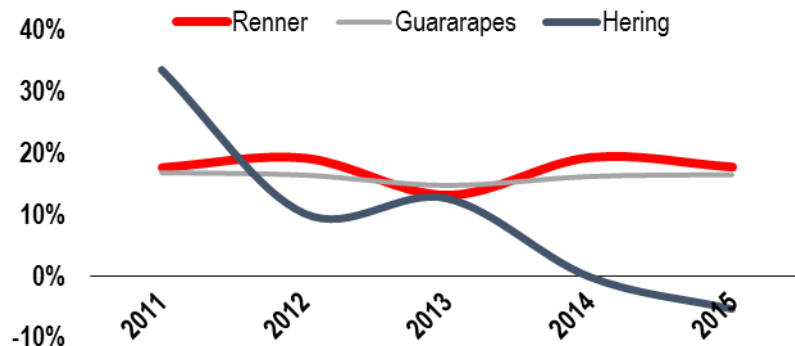
- Maior franqueado do Brasil** (596 lojas)
- Distribuição por clusters de clientes** tornará o processo mais eficiente
- Boa forma de expansão **sem saída de caixa**

[1.3 Branding em reestruturação

De democrática a “Nem popular, nem alta renda; Nem básica, nem moda” (Exame, 2016)

Hering: iniciativas para ganhar *brand equity*

Same store sales growth de companhias comparáveis¹



Loja

- Reforma de 100 lojas em 2016 (projeto *flagship*)
- Valor agregado na **experiência de compra**
- Estratégia bem-sucedida para **Renner e Riachuelo**

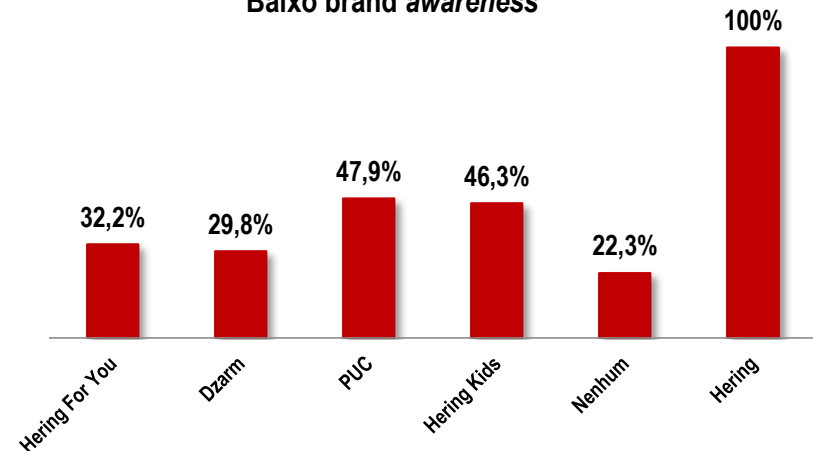
Produto

- Manutenção do **ticket** com *marketing* correto
- **Seis coleções anuais**: *fast fashion*

Same Store Sales em crescimento

Marcas secundárias com baixo resultado

Baixo brand awareness



DZ ARM.

Heringforyou

PUC

- Mercado premium muito competitivo
- Posicionamento indefinido e mutável

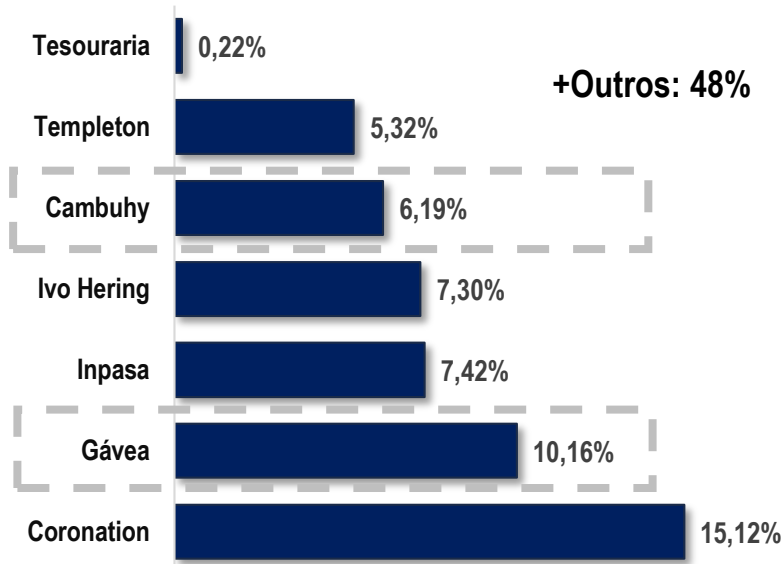
Mas...

Forte geração de caixa permite adquirir marca

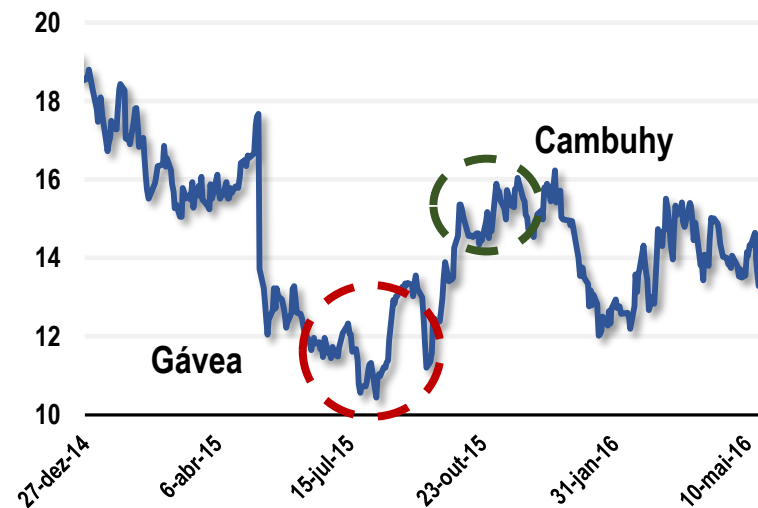
[1.4 Governança Corporativa e Investidores

Cambuhy e Gávea adquirem share da companhia com drivers de médio prazo

Composição acionária (% ON)



Preço da Ação (R\$)



Nota: Cambuhy e Gávea se baseiam em expectativas de longo prazo, bem como histórico da Cia. Hering, após mais de um ano de análise da compra. Segundo as empresas, os papéis estavam baratos e a Cia. apresenta estrutura sólida para voltar a ter sucesso. Pesam sua abrangência nacional, preços convidativos aos consumidores e histórico positivo de crescimento. Ainda, apesar de queda no EBITDA, o lucro permanece positivo. A empresa precisa, porém, melhorar a cadeia de vendas e atender de forma mais personalizada franqueados e canais. Deve, também, convencer o consumidor de que, mesmo o produto sendo básico, o preço pouco mais caro é melhor que o da concorrência. Para tal, dois de seus sócios assumiram posições no conselho de administração

Seção 2

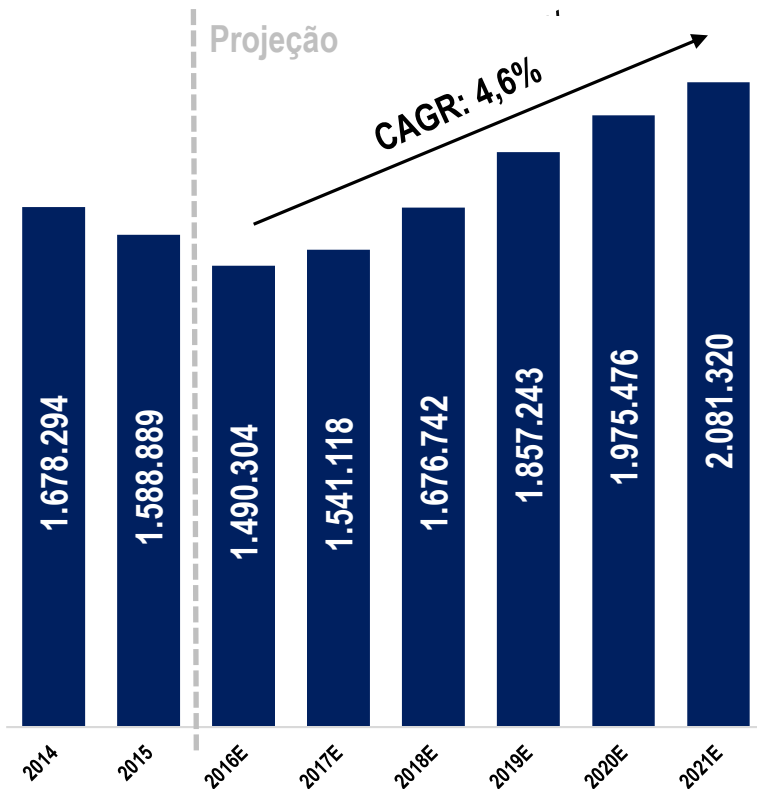


[Análise Financeira e Projeções

[2.1 Projeção de Receita

Queda inicial suplantada por baixo crescimento crescimento futuro

Projeção de Receita (R\$ mil)



Drivers da projeção

1

Expansão de vendas no Norte e Nordeste

- + 10% de clientes multimarcas qualificados por ano

2

Abertura de lojas a partir de 2017

- 30 Hering Store, 10 PUC e 10 DZARM.

3

Normalização de receita em franquias

- Melhora no abastecimento, mas SSS continuará baixo (até 1 %.)

4

Marcas menores continuam a não rentabilizar

- Iniciativas não diferem de anos anteriores

5

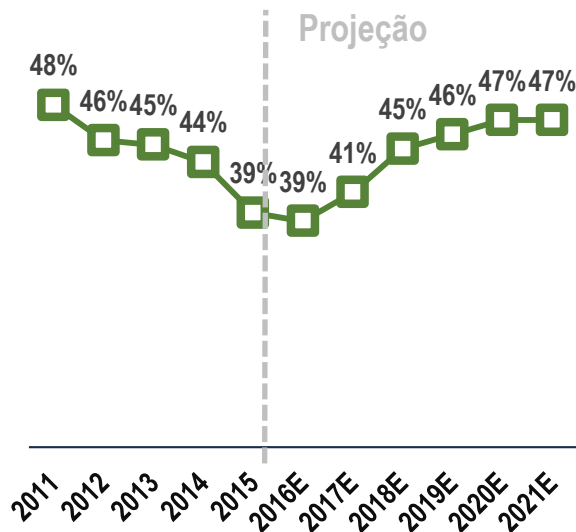
CAGR vultoso na Web

- Apesar de baixa representatividade, estimamos 30% a.a. de crescimento

[2.2 Margem Bruta

Eficiência produtiva reconduzirá resultados a maiores patamares

Projeção de Margem Bruta



Com fechamento das fábricas em Rodeio e Ibirama (SC), pressão de custos no curto prazo...

...com posterior ganho por proximidade ao consumo

Drivers da projeção

1

Política de abastecimento para franqueados

- Normalização projetada a partir de 2016

2

Eficiência de fábricas em Anápolis e Parnamirim (RN)

- Ativos ainda em início de operação manterão margens baixas em 2016, com crescimento posterior

3

Expansão do CD em Goiás

- Diluição dos custos fixos e eficiência logística

4

SAP go-live

- Normalização da produção e gestão *just-in-time* de estoques

[2.3 Margem EBITDA

Eficiência na geração de caixa operacional

Despesas Operacionais

1

Despesas com Vendas

- Redução em 2017 após normalização do abastecimento (R\$ 7,5 milhões gastos em 4T15) até o final de 2016

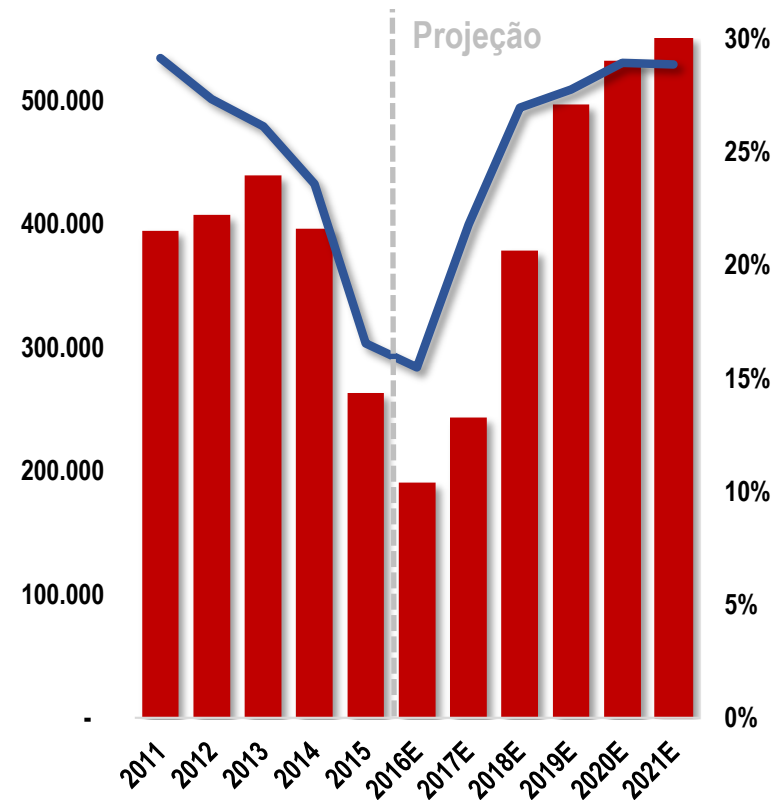
2

Despesas Administrativas

- Redução de pessoal (R\$ 8,5 milhões em indenizações) provocará contração da despesas
- Renegociação das taxas de aluguel

Pequena redução de margem em 2016 em função de troca de ativos e *marketing expenses*, com posterior ganho de eficiência operacional

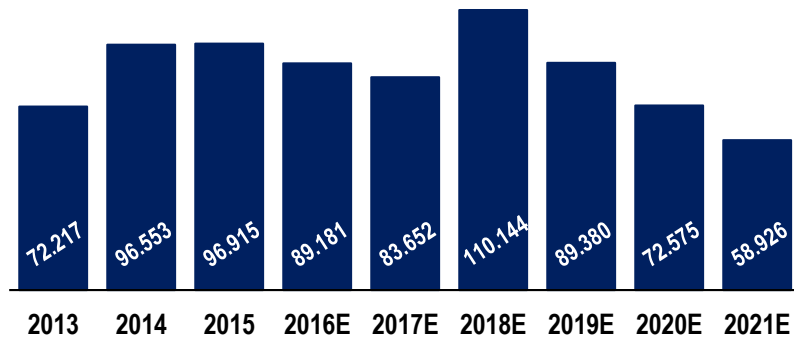
EBITDA e Margem EBITDA



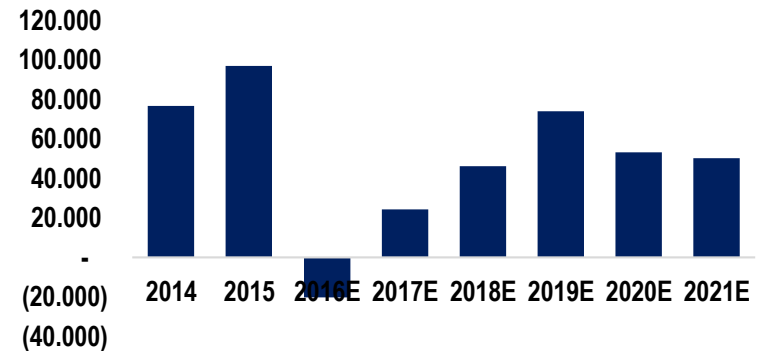
[2.4 Demais projeções

Eficiência na geração de caixa operacional

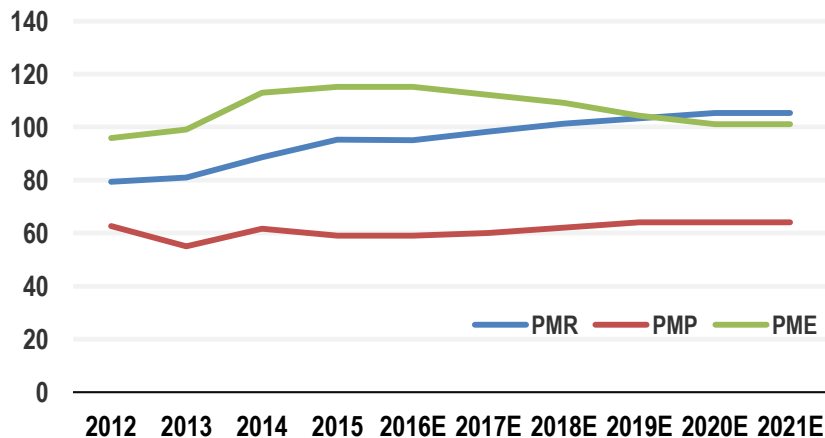
CapEx (R\$ mil)



Capital de Giro Operacional (R\$ mil)



Prazos Médios (dias)



Impostos: 31% do NOPLAT consoante descontos fiscais da Cia. Hering no RN (PROADI) e Goiás (PROEC), bem como isenções em SC

Seção 3

[Valuation

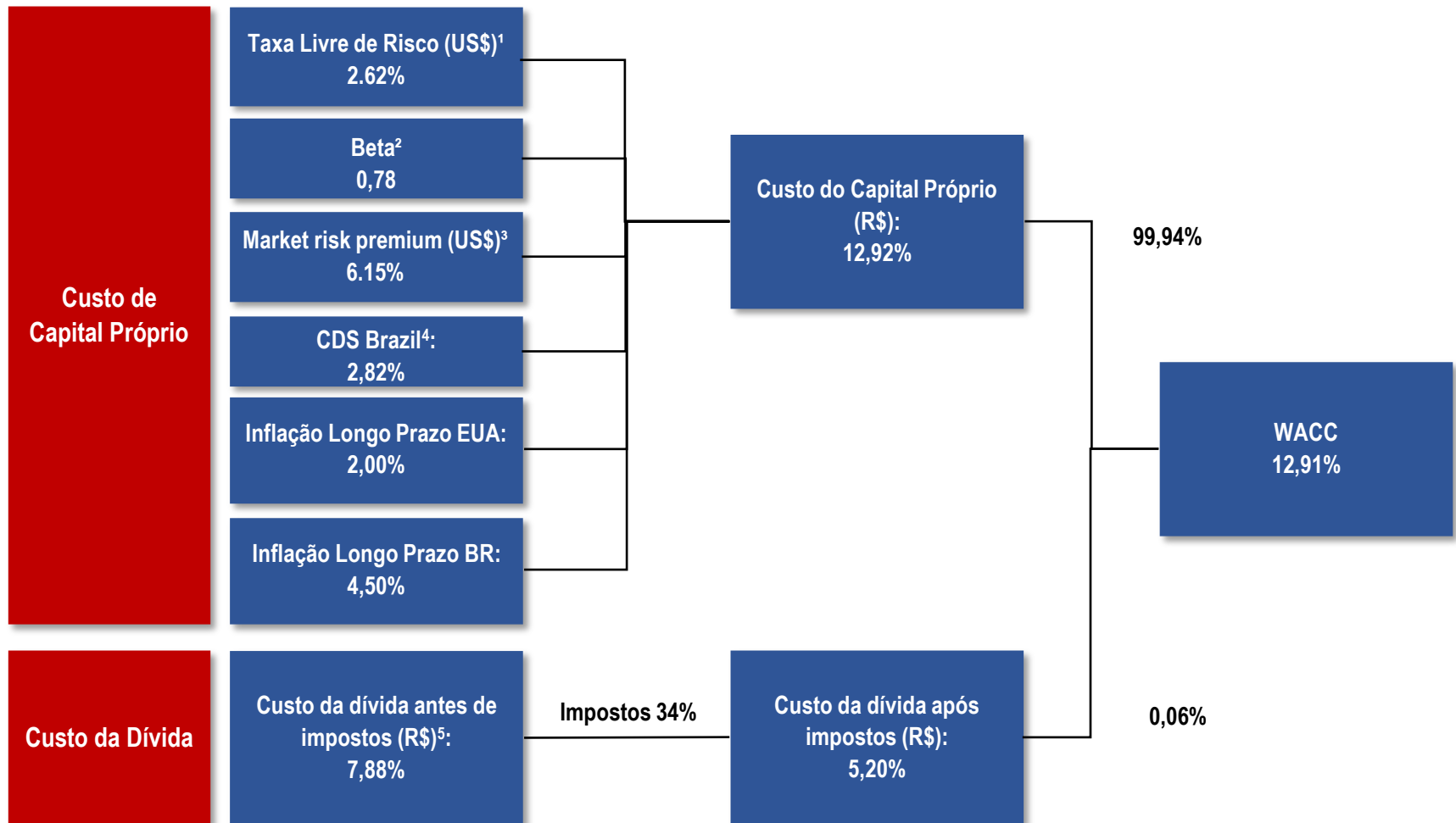
[3.1 Premissas

Principais *inputs* do DCF

Receita	Expansão inter-regional: mercados do Norte e Nordeste potencializando vendas Timing de coleções: recuperação parcial da competitividade Aumento em lojas: a partir de 2017, para Hering Store, DZARM. e PUC (franquias) Vendas em Web e multimarcas: crescimento exponencial a custos reduzidos
CPV	Eficiência operacional: fábricas e CD em Anápolis (GO) e Parnamirim (RN) Sourcing mix: fornecedores (600) e facções (400) ante produção própria
IR e CSSL	Alíquota efetiva de 31% ante a isenções fiscais em GO e RN (PRODEC e PROADI)
CapEx	Média de R\$ 83 milhões, com alta em 2018 para investimento em lojas próprias e expansão de fábrica
Depreciação	Tomada como 12% do ALLP (média histórica), por manutenção no perfil dos ativos
Capital de Giro	Aumento no prazo de recebíveis (aumento em vendas), redução no prazo de estoque (ganho de eficiência) e extensão de pagamentos (poder de negociação ante fornecedores)
Perpetuidade	Adotou-se crescimento na perpetuidade de 4,5% (Inflação de Longo Prazo)

[3.2 WACC

Cálculo do custo de capital próprio e de terceiros



Referências: (1) Calculado com base na média da cotação de T-Bonds de 30 anos para o mês de abril. (2) Extraído do terminal da Bloomberg a partir da regressão HGTX3 vs. IBOVESPA para os últimos cinco anos. (3) Mediana dos prêmios de mercado de relatórios de research atuais, com *range* entre 5,5% e 6,7%. (4) Foi tomado do terminal da Bloomberg como o CDS médio de cinco anos para o país. (5) Calculado como a dívida média ponderada da Cia. Hering.

[3.3 Fluxo de Caixa Descontado

Com crescimento de 3% na perpetuidade e taxa de desconto de 12,62%

Fluxo de Caixa Descontado da Empresa

Fluxo de Caixa da Empresa	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
(=) EBIT	143.606,94	191.010,25	318.495,89	440.073,30	473.276,09	491.783,01
(-) IR	(44.518,15)	(59.213,18)	(98.733,72)	(136.422,72)	(146.715,59)	(152.452,73)
(=) NOPLAT	99.088,79	131.797,07	219.762,16	303.650,58	326.560,50	339.330,27
(+) Depreciação	46.863,40	52.008,28	60.004,56	56.537,63	58.799,13	58.926,27
(-) CapEx	(89.181,27)	(83.652,00)	(110.143,81)	(89.380,12)	(72.574,75)	(58.926,27)
(-) Necessidade de Investimento em Giro	20.333,85	(24.401,67)	(46.140,98)	(73.978,49)	(53.129,98)	(50.216,08)
(=) Fluxo de Caixa	77.104,76	75.751,69	123.481,93	196.829,60	259.654,91	289.114,20
Crescimento do Fluxo de Caixa	-	-2%	63%	59%	32%	11%

Outputs do modelo: target price

Fluxos de Caixa	R\$ mil unless otherwise stated
Fluxo de Caixa (2016-2021)	615.543,41
Perpetuidade	3.180.231,40
Enterprise Value	2.348.261,22
(-) Dívida Líquida	(106.785,00)
(=) Patrimônio Líquido a Mercado	2.455.046,22
Shares outstanding	163.770.000,00
Target Price (R\$)	14,99
Current Price (R\$)	14,06
Up/Down	6,62%

Análise de Sensibilidade

	2,5%	3,5%	4,5%	5,5%	6,5%
10,91%	16,25	17,94	20,15	23,19	27,60
11,91%	14,34	15,61	17,22	19,34	22,24
12,91%	12,80	13,78	14,99	16,53	18,56
13,91%	11,54	12,32	13,25	14,42	15,89
14,91%	10,49	11,11	11,85	12,75	13,87

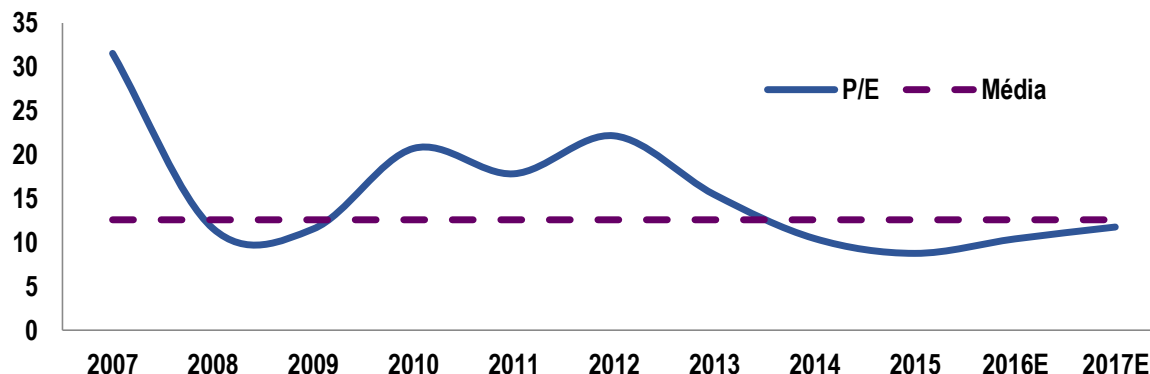
[3.4 Valuation por múltiplos

Cálculos corroboração projeção para **MANUTENÇÃO** HGTX3

Múltiplos

Empresa	Ticker	Preço	Valor de Mercado	EV/EBITDA		P/E	
				2016E	2017E	2016E	2017E
Lojas Renner	LREN3	21,5	13,79	10,99	9,20	21,44	17,24
Guararapes	GUAR3	47,84	3,04	4,27	4,06	8,88	7,67
Marisa	AMAR3	8,15	1,66	-	-	-	-
Arezzo	ARZZ3	26,15	2,39	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 (2011-15)				-5,31%	-5,31%	-30,45%	-30,45%
Cia Hering	HGTX3	13,15	2,15	10,41	8,71	13,47	11,75

Price / Earnings – Série Histórica



- Ação com preço menor que *target*
- O múltiplo P/E está ligeiramente abaixo do valor justo, mas já precificando grande parte dos *drivers*

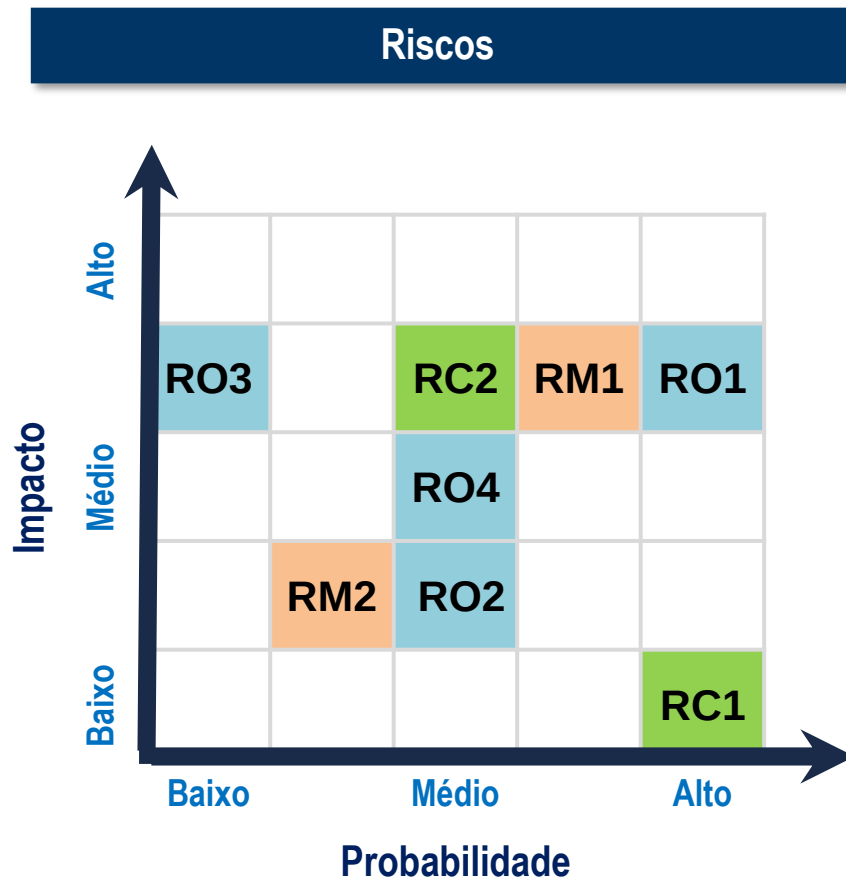
Seção 4



[Riscos

[4.1 Riscos operacionais

Principais ameaças à projeção e estratégias de mitigação



Estratégia de Mitigação

1

Rebranding ineficaz (RO1)

- Caixa robusto para compra de nova marca, já consolidada que se beneficie da eficiência operacional da Cia.

2

Persistência no abastecimento falho (RO2)

- Política de compras para franqueados e remarcação de preços. Expansão de lojas próprias e web.

3

Não-adaptação à operação no Nordeste (RO3)

- Expertise a ser utilizada não difere muito do que será feito no Nordeste.

4

Perda de incentivos fiscais para produção (RO4)

- Negociação constante junto ao governo e poder para provocar guerra fiscal entre estados

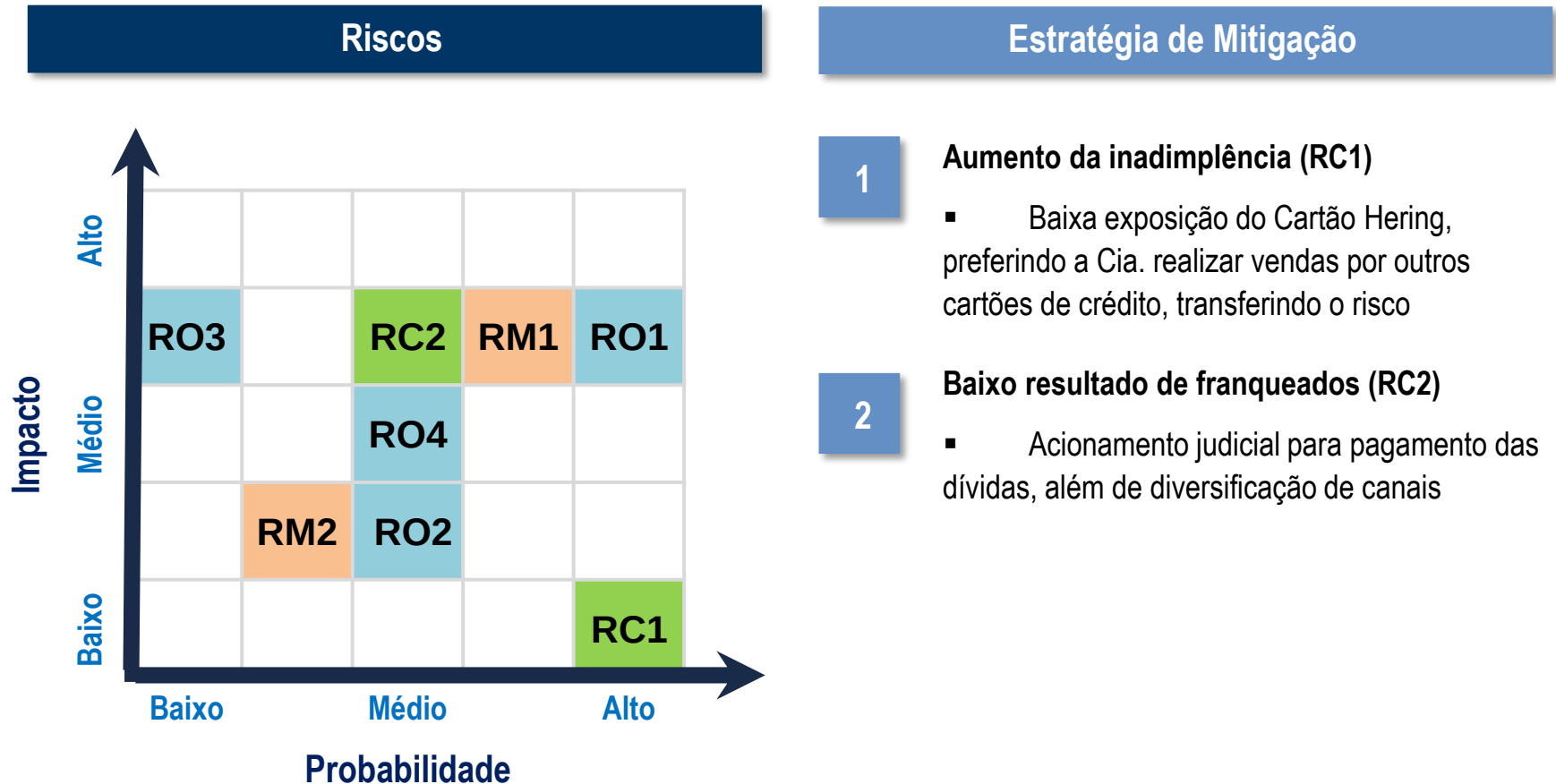
[4.2 Riscos de mercado

Principais ameaças à projeção e estratégias de mitigação



[4.3 Riscos de crédito

Principais ameaças à projeção e estratégias de mitigação



Seção 5



[Questions and Answers