



UFRJ

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS

GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

GABRIEL MENDONÇA DOS SANTOS LIMA

**FLUXO DE CAIXA DESCONTADO COMO MODELO DE AVALIAÇÃO
DE EMPRESAS: ESTUDO DE CASO DA CIA. HERING**

Rio de Janeiro

2021

GABRIEL MENDONÇA DOS SANTOS LIMA

**FLUXO DE CAIXA DESCONTADO COMO MODELO DE AVALIAÇÃO
DE EMPRESAS: ESTUDO DE CASO DA CIA HERING**

Monografia apresentada à
coordenação do curso de
Graduação
em Ciências Contábeis da
Universidade Federal do Rio de
Janeiro, como parte dos
requisitos necessários à
obtenção do certificado de
conclusão do curso.

Orientador: Prof. Luiz Alberto Pereira de Mattos

Rio de Janeiro

2021

RESUMO

O objetivo principal deste estudo é aplicar o modelo do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) para avaliação da empresa de capital aberto Cia. Hering, utilizando premissas disponíveis publicamente, com o intuito de verificar se o modelo pode ser utilizado para avaliação de organizações para a tomada de decisão de investimentos. Foi possível verificar que o modelo possui, atualmente, diversas premissas, gerando grande necessidade de dados mais precisos. A divergência nas projeções da economia e do setor em que a empresa se encontra fez necessária a utilização de dois cenários de previsão. Por meio da abordagem do Fluxo de Caixa Livre ao Acionista (FCLA), calculou-se o valor presente dos fluxos de caixa projetados da companhia de 2020 a 2025. Os resultados encontrados para o valor teórico da ação da empresa foram de R\$ 12,79 e R\$ 10,46 para os cenários 1 e 2, respectivamente, os quais são menores do que o valor de mercado da empresa à época da análise, R\$ 15,91. Cabe ressaltar que crise gerada pela atual pandemia piorou as projeções para os resultados futuros da empresa.

Palavras Chave: Cia. Hering; Fluxo de Caixa Descontado; Avaliação de Empresas; Valor Presente.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABIT: Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confecção

CAPM: *Capital Asset Pricing Model*

CMPC: Custo Médio Ponderado de Capital

CSLL: Contribuição social sobre o Lucro Líquido

DRE: Demonstração de Resultado de Exercício

FCD: Fluxo de Caixa Descontado

FCLA: Fluxo de Caixa Livre do Acionista

FCLF: Fluxo de Caixa Livre da Firma

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IPCA: Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IRPJ: Imposto de Renda de Pessoas Jurídicas

PAC: Pesquisa Anual de Comercio

PIB: Produto Interno Bruto

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	1
2	REFERENCIAL TEÓRICO	2
2.1	Fluxo de Caixa Descontado (FCD).....	2
2.1.1	Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCLF).....	4
2.1.2	Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA)	5
2.2	Custo de Capital.....	6
2.2.1	Custo do Capital de Terceiros	7
2.2.2	Custo do Capital Próprio.....	8
2.2.2.1	O beta (β) da fórmula do CAPM.....	9
2.3	Trabalhos sobre o tema	11
3	METODOLOGIA	12
3.1	Premissas	13
3.1.1	Projeção de Resultados.....	14
3.1.2	Projeção de Capital de Giro e Investimentos em Ativos Permanentes..	16
3.1.3	Taxa de Impostos Sobre o Lucro.....	17
3.1.4	Projeção de Custo de Capital	18
3.1.5	Projeção da Dívida Líquida.....	19
3.1.6	Projeção da Taxa de Crescimento.....	20
4	O CASO DA CIA. HERING	20
4.1	História da Empresa.....	20
4.2	Visão Geral da Empresa	21
4.3	Histórico Financeiro.....	23
4.4	Aplicação do FCLA.....	25
5	Conclusão.....	31
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	32

1 INTRODUÇÃO

No mercado financeiro, cada indivíduo, ao negociar algum ativo, utiliza-se de alguma ferramenta de avaliação para verificar se valor do ativo é justo. Cotidianamente, em bancos, fundos de investimentos e nas organizações como um todo, é necessária a realização de avaliação para qualquer tomada de decisão, podendo ser ela objetiva ou subjetiva.

Da necessidade de se calcular o valor dos ativos financeiros, diversas fórmulas e métodos foram criados ao longo dos anos. Segundo (DAMODARAN, 2010, p.16), “qualquer ativo pode ser avaliado”.

Diante de todos os ativos financeiros negociáveis, uns dos mais complexos de se avaliar são as ações. Isto porque uma ação é a representação da posse de uma parcela da empresa. Logo, para avaliar uma ação é preciso avaliar a empresa que ela representa.

Para avaliação de empresas, o método mais utilizado é o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), que se utiliza de premissas e dados de geração de caixa para projetar fluxos de caixa futuros. Como cada trabalho trata da avaliação de uma única empresa, considerou-se que para que haja uma grande confiabilidade no método, é necessário expandir a base de dados de empresas.

Dentre os autores que escreveram trabalhos sobre o assunto, Saad (2010), Leal (2012), Prista (2013) e Zdanowicz et al (2015) são alguns dos autores brasileiros que se propuseram a avaliar empresas listadas na listada na bolsa de valores do Brasil pelo método do FCD. A principal lacuna encontrada na maioria dos trabalhos é a estimativa dos dados futuros, em que são usadas premissas próprias do autor sem justificativa dos cálculos ou apenas uma média aritmética dos últimos períodos da empresa. Também se verificou que não foram realizados testes estatísticos para verificar a representatividade das estimativas em relação amostras coletadas.

O objetivo do presente trabalho é analisar a Cia. Hering, empresa de capital aberto listada na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão e cuja atividade principal é a confecção de artigos do vestuário e acessórios, enquadrando-se no setor de consumo cíclico e de tecidos, vestuário e calçados (B3, 2020). Será utilizada a metodologia do FCD, para encontrar o valor da empresa e de sua respectiva ação. O projeto se justifica na medida em que expande a base de estudo que utiliza o FCD

como ferramenta de análise, contribuindo para a evolução do método e para a tomada de decisão de participantes do mercado. Para (KOLLER et al, 2010, p.3), “pessoas investem na expectativa de que quando elas vendam seus investimentos, o valor de cada um terá crescido suficientemente para que compense o risco tomado”.

As principais contribuições que trabalho poderá proporcionar serão para o mercado financeiro e para o estudo acadêmico de finanças. Com um método cada vez mais estudado, suas vantagens e desvantagens se toram cada vez mais conhecidas, de forma que os profissionais podem utilizá-lo como ferramenta de forma mais eficaz, gerando assim maior valor para os participantes do próprio mercado. Já para o estudo acadêmico de finanças, também com as vantagens e desvantagens do método se tornando mais conhecidas, será possível desenvolver futuramente variações ou até um novo método mais robusto e completo, estimando valores de ativos com maior precisão. Nesse sentido, busca-se ainda preencher as lacunas encontradas nos trabalhos previamente revisados.

Este trabalho está estruturado em introdução, referencial teórico, metodologia, aplicação do modelo e por fim, conclusão. O referencial teórico terá como base a bibliografia seminal sobre as abordagens mais utilizadas do FCD e as principais fórmulas para construção do modelo, bem como trabalhos anteriores que analisaram empresas por meio do FCD.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

O FCD parte inicialmente da proposição de que o valor presente de um ativo avaliado é o resultado da expectativa dos fluxos de caixa futuros do próprio ativo. A partir deste ponto, se desenvolve o ferramental matemático para que se projete os fluxos de caixa do ativo e para que sejam trazidos a valor presente.

Por se tratar de projeções para um futuro distante, é importante para este método a previsibilidade do ativo analisado. Para (DAMODARAN, 2002, p.41), “Ativos com fluxos de caixas de valores altos e previsíveis devem ter valores maiores que ativos com fluxos de caixa de valores baixos e voláteis”.

Ainda segundo Damodaran (2010, p.20), a fórmula simplificada para o FCD pode ser expressa por:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} FC_t / (1 + K)^t \quad (1)$$

onde,

V = Valor presente dos fluxos de caixa futuros do ativo;

FC_t = Fluxo de caixa no período t;

K = Taxa de desconto.

O grande desafio desta fórmula é estimar com alto nível de previsibilidade os fluxos de caixa futuros e a taxa de desconto. A barreira temporal – isto é, o futuro – torna as variáveis cada vez mais imprevisíveis em séries temporais longas. Além disso, o princípio contábil da perpetuidade rege que uma empresa continuará existindo por tempo indefinido em condições normais, o que, em teoria, gera a necessidade de computar fluxos de caixa infinitamente.

Uma solução encontrada para resolver a contradição acima – isto é, a perda de previsibilidade com fluxos de caixa de períodos longos e a necessidade de computar o maior número possível de fluxos – foi a utilização do cálculo do valor da perpetuidade da empresa. Segundo Damodaran (2010, p.22), para empresas em continuidade, ao final do último fluxo de caixa é possível calcular o valor da perpetuidade por meio da fórmula:

$$\text{Perpetuidade} = \frac{FC_{t+1}}{K - g} \quad (2)$$

onde,

FC_{t+1} = Fluxo de caixa no período t+1;

K = Taxa de desconto;

g = Taxa de crescimento perpétua.

Com o tempo o método do FCD foi aperfeiçoado com mais variáveis para obter modelos mais adequados à realidade, considerando valores como taxa de crescimento dos fluxos de caixa, impostos e custo de capital. O Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCLF) e o Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA) são as duas abordagens mais utilizadas para calcular e estimar os fluxos de caixa em uma avaliação de ativos pelo método do FCD. Ambas são citadas por Damodaran (2010) e Pinto et al (2010).

2.1.1 Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCLF)

O FCLF é a abordagem utilizada para estimar o fluxo de caixa disponível para todos os credores da companhia, após o pagamento de todos os custos e despesas – inclusive impostos, juros, investimentos em imobilizado e capital de giro. Os credores da companhia são considerados todas as fontes de capital, isto é, bancos e outras fontes de empréstimos, detentores de dívida corporativa e acionistas.

Há mais de uma forma de se chegar ao FCLF. Segundo Pinto et al (2010, p.151), uma das formas é:

Lucro Líquido	(3)
(+/-) Variações sem efeito caixa	
(+) Despesas com Juros x (1 – Taxa de Impostos)	
(–) Investimentos em Imobilizado	
(–) Investimentos Líquidos em Capital de Giro	
FCLF	

O lucro líquido pode ser obtido na última linha da Demonstração de Resultado de Exercício (DRE) da companhia. É o lucro líquido, após a depreciação, amortização, o pagamento de despesas financeiras e impostos.

As variações sem efeito caixa se referem às linhas da DRE que não possuem efeito no fluxo de caixa da companhia, sendo a mais comum delas a depreciação. Tais variações podem ser positivas ou negativas, dependendo dos eventos registrados nos demonstrativos financeiros.

As despesas com juros líquidas de impostos devem ser somadas pois trata-se do fluxo de caixa a credores como bancos e fornecedores, por exemplo.

Os investimentos em imobilizado são gastos necessários para a renovação dos equipamentos da companhia e manutenção da operação, impactando negativamente o fluxo de caixa da companhia.

A última linha da fórmula é investimentos em capital de giro. De forma geral, o capital de giro pode ser calculado pela diferença entre o Ativo Corrente e o Passivo Corrente da companhia. Para projeções de fluxo de caixa, é necessário ajustar a fórmula para que apenas sejam considerados itens relativos à operação da empresa. No Ativo Circulante, deve-se excluir os valores referentes a caixa e

equivalentes de caixa, enquanto no Passivo devem ser excluídas as dívidas de curto prazo, incluindo a posição de curto prazo referente aos empréstimos em aberto.

Assim, segundo Pinto et al (2010, p.148), a fórmula do FDC utilizando a abordagem do FCLF é:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \text{FCLF}_t / (1 + \text{CMPC})^t \quad (4)$$

onde,

V = Valor presente dos fluxos de caixa futuros do ativo (ou valor da firma);

FCLF = Fluxo de Caixa Livre da Firma no período t;

CMPC = Taxa de desconto, calculada pelo Custo Médio Ponderado de Capital.

Pela utilização da fórmula anterior, encontra-se o valor da firma, que nada mais é do que o valor total da empresa. Após isso, resta uma última fórmula para encontrar o valor do patrimônio da empresa, necessário para calcular o valor da ação (Pinto et al, 2010, p.148):

$$\text{VP} = \text{VF} - \text{DL} \quad (5)$$

onde,

VP = Valor patrimonial da empresa;

VF = Valor da firma;

DL = Dívida líquida da empresa.

2.1.2 Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA)

O FCLA é a abordagem do DCF em que se calcula o fluxo de caixa disponível apenas aos detentores do capital social da empresa, os acionistas. Antes do cálculo, deve-se descontar todos os pagamentos de despesas operacionais, investimentos em imobilizado e capital de giro. Nesta abordagem, além de se considerar o pagamento de juros a credores, também deve ser considerado o pagamento do principal de dívidas.

Pode-se dizer que esta abordagem é uma adaptação do FCLF, calculando diretamente o valor patrimonial da empresa. Segundo Pinto et al (2010, p.163), tendo como ponto de partida o próprio FCLF, calcula-se o FCLA:

FCLF	(6)
(-) Despesas com Juros x (1 - Taxa de Impostos)	
(+) Dívida Líquida	
FCLA	

Nota-se que as despesas com juros devem ser somadas, pois para esta abordagem deve-se considerar que todos os pagamentos a credores foram realizados e que o valor aos acionistas é apenas o valor do fluxo de caixa líquido de qualquer dívida. O valor da dívida líquida é considerado o valor obtido por meio de novas captações de recursos menos o pagamento de principal incorrido no período. Igualmente ao FCLF, o FCLA também pode ser encontrado a partir do lucro líquido (Pinto et al, 2010, p.164):

Lucro Líquido	(7)
(+/-) Variações sem efeito caixa	
(-) Investimentos em Imobilizado	
(-) Investimentos Líquidos em Capital de Giro	
(+) Dívida Líquida	
FCLA	

Por fim, aplica-se a fórmula do FCD (Pinto et al, 2010, p.149):

$$VP = \sum_{t=1}^{t=n} FCLA_t / (1 + r)^t \quad (8)$$

onde,

VP = Valor presente dos fluxos de caixa futuros do ativo (Valor Patrimonial);

FCLA = Fluxo de Caixa Livre da Firma no período t;

r = Taxa de desconto, calculada pelo custo de capital do patrimônio dos acionistas.

2.2 Custo de Capital

A taxa de desconto do FCD é parte integrante do denominador utilizado para trazer os fluxos de caixa a valor presente. Sua precisão é fundamental para que

resultado final da análise seja o mais condizente possível com a realidade. Da necessidade de precisão, surgiram os estudos do custo de capital das empresas.

Modigliani & Miller (1958) estruturaram a base para o cálculo do custo de capital em modelos de precificação de empresas, ao propor que análise de FCD de empresas deve considerar tanto o custo da dívida quanto o custo do capital próprio, ao invés de considerar apenas o custo de ativos livres de risco ou outros ativos financeiros. Este conceito ficou conhecido como Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC).

Além disso, criou-se o conceito de “proteção tributária” (*tax shield*) ao reintegrar ao fluxo de caixa os impostos que deixaram de ser pagos sobre o lucro, por meio do endividamento da empresa. A aplicação deste conceito no cálculo do custo de capital resulta em um custo menor do que o original.

Segundo Pinto et al (2010, p.149), a fórmula mais utilizada atualmente para o cálculo do custo de capital das empresas pode ser expressa por:

$$CMPC = \frac{VT}{VT + VP} \times CT(1 - TI) + \frac{VP}{VT + VP} CP \quad (9)$$

onde,

VT = Valor do Capital de Terceiros;

VP = Valor do Capital Próprio;

CT = Custo do Capital de Terceiros;

CP = Custo do Capital Próprio;

TI = Taxa de Impostos.

2.2.1 Custo do Capital de Terceiros

O custo do capital de terceiros é o custo da dívida de uma empresa. Este corresponde ao valor que é pago para a captação de recursos de fontes que não os sócios da própria empresa. As fontes mais usuais são os bancos na figura de fornecedores de empréstimos, porém também é possível recorrer ao mercado por meio da emissão de títulos de dívida privados.

Independente da fonte dos recursos, o custo do capital adquirido será proporcional à percepção de risco que o mercado possui em relação a investimento

na empresa. Se a empresa aparentar ser um investimento arriscado, um maior retorno será exigido. Assim, o custo da dívida irá variar entre as empresas.

Diante das diferentes formas de endividamento disponíveis, pode-se concluir que o custo da dívida de uma empresa, em termos percentuais, deve ser ponderado de acordo com os montantes de cada dívida, sejam elas empréstimos, títulos de dívida privado ou ainda outros tipos.

É importante ressaltar o efeito da utilização do efeito redutor dos impostos sobre o capital de terceiros, que em inglês é chamado de *tax shield*. Devido a estrutura de tributação das empresas, as despesas financeiras provenientes do capital de terceiros reduzem o lucro total da empresa, resultando em uma menor base de cálculo para os impostos a serem pagos pela empresa.

Tal efeito foi compreendido pelos teóricos como um benefício fiscal da dívida, que só pode ser obtido pela captação de capital de terceiros. Assim, o mesmo foi integrado à fórmula para representar de forma mais fidedigna o custo médio ponderado de capital da empresa e, assim, os fluxos de caixa.

2.2.2 Custo do Capital Próprio

Assim como para o custo do capital de terceiros, o risco é uma variável intrínseca ao custo do capital próprio. Como em qualquer investimento, quanto maior o nível de risco, maior será o retorno exigido pelos investidores, que neste caso são os acionistas da empresa.

Até a década de 1960, não havia estudos de grande relevância que fornecessem modelos de cálculo que previssem o custo de capital próprio. A elaboração da teoria moderna de seleção de portfólios por Markowitz (1952) permitiu que mais adiante fosse teorizado o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM em inglês) por alguns autores, dentre eles, Sharpe (1964).

O CAPM busca calcular a taxa de retorno exigida por investidores, equilibrando a relação entre risco e retorno. Para isso, é levada em consideração a premissa de que o investidor possui aversão ao risco. Sua fórmula pode ser expressa por (Fama e French, 2004, p.31):

$$E(R_i) = R_F + \beta_i[E(R_M) - R_F] \quad (10)$$

onde,

$E(R_i)$ = Taxa de retorno esperada para um ativo do mercado;

R_F = Taxa de retorno livre de risco;

$E(R_M)$ = Taxa de retorno esperada do mercado;

β_i = beta de um ativo do mercado.

Segundo Damodaran (2010), no modelo CAPM assume-se que devido a impossibilidade de se verificar quais são os melhores investimentos, a carteira dos investidores é extremamente diversificada. Assim, o beta (β) da equação busca medir o risco adicional que um ativo incorpora à carteira dos investidores.

A taxa R_M irá depender do mercado que está sendo usado como referência para a análise. As taxas de referências mais utilizadas são os índices gerais dos mercados de ações, a variar dependendo de qual país reside o investidor ou a empresa. O mesmo ocorrerá para a taxa de retorno livre de risco R_F , sendo as taxas de títulos públicos dos países as escolhas unânimes dos analistas.

2.2.2.1 O beta (β) da fórmula do CAPM

Conforme citado anteriormente, o beta (β) é uma medida para o risco adicional que um ativo incorpora à carteira dos investidores. Segundo Fama e French (2004, p.28) a interpretação mais comum para o beta é a de que este é uma medida de sensibilidade do retorno do ativo em relação a uma variação no retorno do mercado. Em termos matemáticos, o beta de um ativo do mercado pode ser expresso pela covariância de seu retorno em relação ao retorno do mercado, dividido pela variância do retorno do mercado, isto é:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_M)}{\sigma^2(R_M)} \quad (11)$$

onde,

β_i = beta de um ativo do mercado;

$\text{cov}(R_i, R_M)$ = Covariância do retorno de um ativo do mercado em relação ao retorno do mercado;

$\sigma^2(R_M)$ = Variância do retorno do mercado.

Mesmo possuindo a fórmula para o cálculo do beta, é importante ressaltar a sensibilidade desta medida em relação a algumas variáveis. Damodaran (1990) aponta que o beta é determinado por três variáveis: o tipo de negócio, o grau de alavancagem operacional e o grau de alavancagem financeira da empresa.

A primeira variável, o tipo de negócio, pode ser explicada pela responsividade de diferentes atividades econômicas às alterações nas condições de mercado. Quanto mais responsivo um tipo de negócio for às alterações nas condições de mercado, maior será o beta.

A segunda variável determinante do beta é o grau de alavancagem operacional da empresa. Segundo Consoni et al (2012, p.7), a alavancagem operacional ocorre a partir da existência de gastos fixos operacionais que não se alteram na mesma medida em que variam os fluxos de produção e venda. O grau de alavancagem operacional é medido pela fórmula:

$$GAO = \Delta\%EBIT/\Delta\%RV \quad (12)$$

onde,

GAO = Grau de Alavancagem Operacional;

$\Delta\%EBIT$ = Oscilação no Lucro Operacional;

$\Delta\%RV$ = Oscilação das receitas de vendas líquida.

Para empresas com maior grau de alavancagem operacional, uma oscilação na receita de vendas líquida irá gerar uma maior variação no lucro operacional. Assim, a empresa torna-se mais sensível às oscilações de resultados, o que ocasionará em um maior beta.

A terceira variável determinante do beta é o grau de alavancagem financeira, isto é, a relação entre o capital de terceiros e o capital próprio. Uma empresa com maior grau de alavancagem financeira terá maior participação do capital de terceiros na relação, tornando o capital próprio da empresa mais sensível às oscilações no resultado, sejam elas positivas ou negativas. De forma semelhante à alavancagem operacional, quanto maior a alavancagem financeira, maior será o beta da empresa.

É importante ressaltar o fato de o beta das empresas ser calculado com base em dados de longos períodos de tempo, o que pode torna-lo defasado em relação a períodos mais recentes. Segundo Damodaran (1990, p.26), para corrigir esta defasagem, é possível “desalavancar” e posteriormente alavancar novamente o

beta, utilizando o grau de alavancagem financeira mais recente da empresa. A fórmula a ser utilizada é:

$$\beta_L = \beta_u(1 + (1 - TI)(CT/CP)) \quad (13)$$

onde,

β_L = beta alavancado;

β_u = beta não alavancado;

TI = Taxa de impostos;

CT = Capital de Terceiros;

CP = Capital Próprio.

2.3 Trabalhos sobre o tema

Devido a importância do FCD na avaliação de investimentos, este método foi e continua sendo estudado pelo meio acadêmico relacionado a finanças. Os trabalhos encontrados utilizaram, sobretudo, empresas de capital aberto listadas na bolsa de valores do Brasil.

Em seu estudo dos modelos de avaliação de empresas existentes, Saad (2010) abordou o FCD na avaliação da Gol Linhas Aéreas, outra empresa listada na bolsa de valores do Brasil, cuja área de atuação é o transporte aéreo. A abordagem escolhida foi o FCLF e foram projetados fluxos de caixa para cinco períodos. O valor encontrado para ação foi de R\$ 34,80, ante uma cotação de R\$ 36,49 para o papel em 18/11/2010. Verificou-se que as premissas para projeção de dados futuros se justificavam em estimativas do autor. Pode-se dizer que está é a principal lacuna do trabalho, por se considerar este tipo de abordagem subjetiva e com grande potencial de gerar resultados voláteis dependendo de quem está analisando a empresa.

Leal (2012) aplicou o FCD para avaliar a Vale S.A., empresa brasileira do setor de mineração, listada na bolsa de valores do Brasil (B3, 2020). Utilizando a abordagem do FCLF e projetando fluxos de caixa para cinco períodos diversas premissas para avaliação, encontrou um valor de mercado entre R\$ 495.209 milhões e R\$ 279.850 milhões, ante um valor de mercado de R\$ 208.224 milhões em 31/12/2011. A principal lacuna verificada foi a não utilização de variáveis macroeconômicas e estimativas do setor para a previsão de dados futuros, sendo baseada em sua integridade em dados de períodos anteriores da empresa.

Prista (2013) realizou a avaliação da Lojas Renner S.A., empresa brasileira de comércio varejista listada na bolsa de valores do Brasil (B3, 2020). A análise da empresa se deu por indicadores financeiros – ou múltiplos – e por FCD, com a abordagem FCLF, com projeção de fluxos de caixa para cinco períodos. O valor por ação encontrado para a companhia foi de R\$ 76,46, comparado com a cotação de R\$ 61,85 em 15/07/2013. Também foi verificada como lacuna a utilização de dados de períodos anteriores como únicas premissas para previsão de dados futuros.

Zdanowicz et al (2015) decidiram analisar duas empresas do setor de educação, Anhanguera e Kroton. A primeira empresa não é mais listada na bolsa de valores do Brasil desde 04/07/2020, após fusão com a segunda no ano de 2014 (EXAME, 2014). Atualmente, a Kroton é listada como Cogna no mercado aberto (B3, 2020). O resultado obtido pelo FCD à época foi de R\$ 24,54 para a Anhanguera e R\$ 94,40 para a Kroton, ante cotações de R\$ 18,35 e 15,38, respectivamente, em 30/09/2014. Verificou-se que este trabalho é o mais completo dentre os analisados, com vasta análise macroeconômica do setor e dos direcionadores de crescimento da empresa para estimar os dados futuros, além de vasto embasamento teórico para o cálculo das estimativas. Como principais premissas, utilizou-se a abordagem do FCLF e foram projetados fluxos de caixa para nove períodos.

3 METODOLOGIA

Referente à tipologia de pesquisa, classifica-se ainda a presente pesquisa como descritiva e documental, busca estabelecer relações entre variáveis e utiliza fontes diversificadas e que podem não ter passado por tratamento analítico (Gil, 2002).

Apesar da utilização de diversos recursos provenientes das Ciências Exatas, o processo de avaliação de empresas é apoiado em dados e conceitos contábeis, o que o engloba em um tema das Ciências Sociais Segundo Yin (2001), utiliza-se o estudo de caso com a finalidade de investigar fenômenos dentro do contexto da vida real. Pode-se depreender que o fenômeno investigado é a utilização do FCD como ferramenta de tomada de decisão em investimentos, no contexto da análise da Cia. Hering. Por este motivo, o estudo de caso foi a metodologia escolhida para o presente trabalho.

Os dados e análises realizadas foram apresentados por meio de quadros em sua grande maioria, por ser a melhor forma de expor comparações entre anos e também resultados estatísticos.

Para a análise, utilizou-se a estatística descritiva como ferramenta de tratamento dos dados, com o intuito de que pudessem ser utilizados de forma relevante. Primeiramente, revisou-se as informações da empresa, como sua história, sua evolução, ramos de atuação, entre outros. Também foi feita uma breve análise do setor como um todo para referenciar como a empresa se situa. Em seguida, realizou-se a modelagem dos dados financeiros para realizar o FCLA e chegar a um valor justo teórico para a empresa.

Os dados da empresa analisada foram coletados de suas Demonstrações Contábeis, disponíveis publicamente pelo fato de tratar-se de uma companhia de capital aberto listada no mercado de ações brasileiro. Por sua vez, o histórico de preços de ações foi coletado no site da bolsa de valores do Brasil, por meio do endereço eletrônico http://www.b3.com.br/pt_br/. Ambos foram coletados entre os meses de junho e novembro do ano de 2020.

3.1 Premissas

Pelo fato de o FCD utilizar projeções de valores futuros para dados da companhia, uma das etapas necessárias para o estudo é a definição das premissas para tais projeções.

Como o intuito do trabalho é chegar a um valor justo teórico para ação da empresa analisada, isto é, um valor para o patrimônio dos acionistas, decidiu-se por utilizar o FCLA como abordagem para o FCD. Esta abordagem diverge de Saad (2010), Prista (2013), Leal (2012) e Zdanowicz et al (2015), que utilizaram o FCLF.

Assim como Saad (2010), Prista (2013) e Leal (2012), escolheu-se pela projeção do fluxo de caixa do ano de 2020, adicionado aos cinco fluxos de caixa futuros da empresa analisada – devido ao dilema da relevância das projeções –, adicionando-se ainda o valor da perpetuidade no último fluxo de caixa. Devido a divergências em relação aos dados coletados, optou-se por trabalhar com dois cenários de projeção. Zdanowicz et al (2015) projetaram fluxos de caixas para nove períodos, premissa a qual não foi considerada para o presente trabalho, pois poderia gerar perda de relevância na projeção dos fluxos de caixa.

3.1.1 Projeção de Resultados

Com relação aos resultados da empresa, foram utilizadas projeções do setor para modelar os fluxos futuros de receitas e despesas. Segundo a Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confecção (ABIT), as projeções de produção, vendas internas e exportação evoluíram conforme a Quadro abaixo:

Quadro 1: Expectativas para o setor têxtil e de confecção para 2020 e 2021.

Ano	Produção	Vendas Internas	Exportação
2019	+0,3%	+0,1%	+1,5%
2020	-19,5%	-19%	-5,1%
2021	+8,1%	+6,8%	+6,5%

Fonte: ABIT (2020).

Tendo em vista que as projeções acima não compreendem todo o período de projeção dos fluxos de caixa, verificou-se adicionalmente a correlação entre os dados da Pesquisa Anual de Comércio (PAC), referentes ao resultado do comércio varejista de vestuário no Brasil, e o Produto Interno Bruto (PIB) somado Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), disponibilizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

A Quadro 2 expõe os dados coletados, enquanto que a Quadro 3 expõe os resultados obtidos pela realização da regressão linear simples entre as variáveis. Utilizou-se como variável independente das regressões a composição do PIB com o IPCA anuais entre 2010 e 2018, enquanto que as variáveis dependentes foram os dados obtidos da PAC. A maioria das variáveis apresentou um nível de representatividade superior a 85%, com exceção de “Outras Receitas”, fato este que pode ser explicado na medida em esta linha usualmente contém receitas não recorrentes.

Quadro 2: Dados da PAC - Setor Varejista de Vestuário e PIB e IPCA Anuais.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Receita de Vendas (R\$ Bi)	63,40	74,35	91,76	97,07	109,49	118,11	107,73	113,21	124,51
Receita Operacional Líquida (R\$ Bi)	52,00	61,24	76,60	80,47	89,71	97,16	87,00	91,44	100,58
Custo da Mercadoria Vendida (R\$ Bi)	29,08	33,86	42,90	44,31	48,44	54,19	46,08	48,46	52,05
Despesas Operacionais (R\$ Bi)	5,96	7,00	8,91	9,69	10,60	11,02	11,02	11,66	13,04
Despesas Financeiras (R\$ Bi)	0,72	1,20	1,23	1,87	2,14	3,10	3,10	2,54	2,49
Outras Receitas (R\$ Bi)	1,59	2,00	1,87	2,16	2,80	3,99	4,49	3,72	7,02
Outras Despesas (R\$ Bi)	3,94	4,32	4,44	5,61	6,23	6,39	6,39	7,09	7,98
PIB (R\$ Tri)	3,89	4,38	4,81	5,33	5,78	6,00	6,27	6,58	6,80
IPCA	5,91%	6,50%	5,84%	5,91%	6,41%	10,67%	6,29%	2,95%	3,75%
PIB + IPCA (R\$ Tri)	4,12	4,66	5,10	5,65	6,15	6,64	6,66	6,78	7,06

Fonte: IBGE (2020).

Quadro 3: Coeficiente de Determinação Entre Variáveis Dependentes e Independentes das Regressões Lineares.

Variável Independente	Variável Dependente	R ²
PIB + IPCA (R\$ Tri)	Receita de Vendas (R\$ Mil)	95,1%
PIB + IPCA (R\$ Tri)	Receita Operacional Líquida (R\$ Mil)	92,8%
PIB + IPCA (R\$ Tri)	Custo da Mercadoria Vendida (R\$ Mil)	86,2%
PIB + IPCA (R\$ Tri)	Despesas Operacionais (R\$ Mil)	96,0%
PIB + IPCA (R\$ Tri)	Despesas Financeiras (R\$ Mil)	87,3%
PIB + IPCA (R\$ Tri)	Outras Receitas (R\$ Mil)	69,2%
PIB + IPCA (R\$ Tri)	Outras Despesas (R\$ Mil)	92,7%

Fonte: Elaboração Própria.

Com tais dados, foi possível projetar com maior segurança os resultados futuros da empresa, utilizando as projeções futuras para o PIB e o IPCA. Ressalta-se que as projeções obtidas vão até o ano de 2023, de forma que para 2024 e 2025 foi reaplicada a taxa de crescimento do PIB e IPCA do último ano disponível.

Nota-se que as projeções com base no PIB e IPCA em 2020 e 2021 divergem com a projeção da ABIT para o mesmo período, de acordo com a variação percentual. Por este motivo, optou-se por realizar a projeção do FCLA em dois cenários. No primeiro cenário os resultados foram projetados com base nas variações do PIB e IPCA, enquanto que no segundo cenário, considerou-se a projeção da ABIT para os períodos de 2020 e 2021 e as variações do PIB e IPCA para os anos seguintes.

Quadro 4: Projeções futuras para o PIB e IPCA.

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
PIB (R\$ Tri)	7,26	7,32	8,05	8,36	8,66	8,96	9,28
IPCA	4,31%	2,50%	2,80%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
PIB+IPCA (R\$ Tri)	7,57	7,51	8,28	8,61	8,92	9,23	9,56
Variação Percentual	N/A	-0,78%	10,25%	4,02%	3,55%	3,55%	3,55%

Fonte: Adaptado de Itaú BBA (2020).

3.1.2 Projeção de Capital de Giro e Investimentos em Ativos Permanentes

Como componentes integrantes do FCLA, os investimentos anuais em capital de giro e em ativos permanentes também devem ser projetados para os períodos futuros. Em busca de indicações da empresa sobre investimentos futuros e em ativos, bem como controle do capital de giro, não foi encontrada nenhuma informação que direcionasse as projeções. Assim, foi necessário utilizar os dados das demonstrações financeiras anteriores como base.

Segundo Pinto et al (2010), os investimentos incrementais em capital de giro podem ser projetados multiplicando a relação entre a Receita Bruta de Vendas e o Capital de Giro de períodos anteriores.

Das linhas contábeis do resultado e do balanço da empresa, calculou-se a relação histórica, conforme Quadro 5 abaixo. Observa-se que foi calculado o Capital de Giro Ajustado devido a sua necessidade para o modelo do FCLA, conforme explicado anteriormente.

Quadro 5: Variação Anual do Capital de Giro em Relação à Receita Bruta de Vendas (R\$ Mil).

Descrição	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Receita Bruta de Vendas (RBV) (R\$ Mi)	629,2	877,0	1.235,1	1.647,3	1.793,7	2.019,4	2.011,0	1.900,1	1.748,4	1.841,6	1.806,8	1.815,6
Capital de Giro Ajustado (CGA) (R\$ Mi)	169,6	189,7	284,0	332,2	367,7	487,8	540,4	597,4	537,7	612,6	544,6	524,4
CGA/RBV	26,96%	21,63%	22,99%	20,17%	20,50%	24,16%	26,87%	31,44%	30,75%	33,26%	30,14%	28,88%

Fonte: Adaptado de Cia. Hering (2020).

Com os resultados acima, calculou-se a média ponderada da relação entre o Capital de Giro Ajustado e a Receita Bruta de Vendas, com o intuito de estabelecer um multiplicador único a para projeção do componente. A ponderação foi realizada conforme o ano de cada resultado, sendo o fator para ano de 2008 igual a 1 e o fator

do ano de 2019 igual a 12. O resultado encontrado para a relação entre o Capital de Giro Ajustado e a Receita Bruta de Vendas foi de 28,13%.

Para os investimentos anuais em ativos permanentes, utilizou-se os dados disponíveis no balanço patrimonial para calcular a taxa de crescimento anual composta dos investimentos, obtida pela fórmula (Investopedia, 2021):

$$CAGR = \left(\frac{VF_n}{VI_0} \right)^{\frac{1}{t_n - t_0}} - 1 \quad (14)$$

onde,

CAGR = Taxa de Crescimento Anual Composta;

VF_n = Valor Final no período n;

VI_0 = Valor Inicial no período 0;

t_n = período n;

t_0 = período 0.

Como a despesa de depreciação e amortização está intimamente ligada ao ativo permanente, optou-se por utilizar o mesmo método de projeção. Abaixo foram expostos os números anuais do ativo permanente e despesa de depreciação e amortização da Cia. Hering, bem como as respectivas taxas de crescimento anuais compostas.

Quadro 6: Variação anual do Ativo Permanente e Despesa de Depreciação e Amortização (R\$ Mil).

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR
Ativo permanente	232.728	182.000	205.596	250.323	267.976	295.654	332.786	389.797	438.977	426.348	430.573	417.024	467.387	5,98%
Depreciação e Amortização	(9.961)	(15.423)	(19.663)	(23.131)	(29.346)	(34.266)	(33.991)	(38.569)	(47.177)	(56.647)	(61.189)	(61.598)	(88.424)	19,96%

Fonte: Cia. Hering (2020).

3.1.3 Taxa de Impostos Sobre o Lucro

Os tributos incidentes sobre o lucro no Brasil – na modalidade do Lucro Real – são o Imposto de Renda de Pessoas Jurídicas (IRPJ) e a Contribuição social sobre o Lucro Líquido (CSLL). Segundo (PEGAS, 2017), a taxa aproximada do IRPJ para

empresas com lucros acima de R\$ 50 milhões é aproximadamente 25% enquanto que a CSLL possui um valor fixo de 9%, totalizando assim 34%.

Contudo, toda a complexidade do sistema tributário brasileiro torna inviável a utilização deste tipo de aproximação, uma vez que existem inúmeros benefícios fiscais e particularidades para cada empresa e setor. Assim, optou-se por projetar a variação da taxa de imposto de acordo com a variação do lucro líquido antes de impostos.

3.1.4 Projeção de Custo de Capital

O custo de capital próprio da empresa foi obtido pela aplicação da fórmula do CAPM exposta anteriormente. Por conta de uma maior disponibilidade de dados do mercado americano, optou-se por calcular o custo de capital do acionista americano e adicionar à fórmula o valor do prêmio de risco do Brasil, como forma de aproximar o valor do custo de capital do acionista brasileiro. Utilizando os dados expostos nas Quadros abaixo, encontrou-se o valor de 15,34% como custo de capital próprio da empresa. Este valor foi utilizado com taxa de desconto na aplicação do FCLA.

Quadro 7: Taxa de retorno esperada do mercado.

Período	Retorno médio do índice S&P 500
1928-2019	11,57%

Fonte: Damodaran (2020).

Quadro 8: Taxa de retorno livre de risco.

Data	Prêmio para Título americano de 10 anos
18/09/2020	0,70%

Fonte: Departamento de Tesouro dos Estados Unidos (2020).

Quadro 9: Prêmio de Risco Brasil.

Data	EMBI+ Risco-Brasil
15/09/2020	3,07%

Fonte: Ipeadata (2020).

Quadro 10: Beta da empresa.

Setor	Beta não alavancado do setor	Relação Dívida/PL da empresa	Beta da empresa
Varejo (Geral)	0,92	13,56%	1,00

Fonte: Damodaran (2020) e Cia. Hering (2020).

3.1.5 Projeção da Dívida Líquida

A Cia. Hering é uma empresa caracterizada por poucas dívidas em sua estrutura de capital. Desde o quarto trimestre de 2018 até o quarto trimestre de 2019 a empresa não tomou empréstimos no curto prazo.

Conforme verificado, ao final do segundo trimestre de 2020, a dívida de curto prazo da empresa era a maior desde 2007, mas mesmo assim representava apenas 13,56% do patrimônio líquido da empresa. Tal fato é explicado pela empresa como resposta aos impactos da pandemia e o montante total da posição se refere a empréstimo de curto prazo para captação de capital de giro.

Gestão da Dívida: A Companhia tem como meta a não renovação de empréstimos bancários com juros elevados, focando em operações de financiamento no longo prazo atreladas a investimentos produtivos que apresentem condições de prazo e taxas de juros mais atrativas. (CIA. HERING, 2020, p.80).

Em relação aos empréstimos de longo prazo, a empresa não possui posição desde o quarto trimestre de 2017. No período em que a empresa passou sem dívida, houve um grande movimento de queda da taxa básica de juros do país. Tendo em vista que, mesmo com a grande variação na taxa de juros, a Cia. Hering não tomou dívida de longo prazo, conforme explicitado, preferiu-se por projetar que a empresa não tomaria dívidas adicionais para os períodos após 2020.

Quadro 11: Variação da Taxa Selic.

	2017	2018	2019	1T20	2T20
Selic – Final do Período	7,00%	6,50%	4,50%	3,75%	2,25%

Fonte: Itaú BBA (2020).

3.1.6 Projeção da Taxa de Crescimento

Para calcular o valor da taxa de crescimento perpétua dos fluxos de caixa, utilizou-se a taxa de crescimento do PIB brasileiro como fonte de cálculo, fornecida pelo Banco Mundial (2020).

Por meio da média ponderada, foi possível obter uma constante de crescimento, considerando os dados mais recentes com maior relevância no cálculo. O resultado foi uma taxa histórica de crescimento de 2,87% entre os anos de 1961 a 2019. A ponderação foi feita a partir da multiplicação das taxas de crescimento, começando com fator 1 em 1961, até o fator 59 em 2019.

4 O CASO DA CIA. HERING

4.1 História da Empresa

A Cia. Hering foi fundada em 1880 por Bruno e Herrmann Hering no município de Blumenau. À época, o nome da empresa ainda era Indústria Têxtil Companhia Hering e seu objeto de produção eram roupas de malha e algodão. A denominação social foi alterada em 1985 para Cia. Hering, mas o objeto de produção permanece o mesmo até hoje (CIA. HERING, 2020).

Até a década de 1970, a empresa possuía pouco foco no público infantil, fato este que foi percebido e passou a ser mais explorado. Assim, em 1984 foi criada a marca PUC para explorar mais efetivamente este mercado.

Um grande marco para a indústria brasileira foi a década de 1990, por conta da liberalização econômica.

A Integração regional com Argentina, Paraguai e Uruguai apresentou grande relevância pela proximidade geográfica e pelo fato de Argentina e Paraguai serem países produtores de algodão, com capacidade de produzir em escala suficiente para exportar. (EMERY, 2007, p.90).

Com isso a Cia. Hering decidiu por “desverticalizar” as atividades da empresa e voltar-se a valorização de seu portfólio de marcas, com a criação de sua rede de franquias em 1993 para a marca Hering e a compra da marca DZARM em 1999 para se aproximar do público jovem (CIA. HERING, 2020).

A liberalização também ocasionou a dolarização da estrutura de capital da empresa, por meio de empréstimos atrelados à moeda americana. Tal fato

ocasionou um grande impacto financeiro na companhia devido à desvalorização cambial ocorrida em 1999. A solução encontrada foi o aumento de capital com a entrada de novos acionistas, junto com o processo de reestruturação da dívida da empresa e de sua operação (CIA. HERING, 2020).

Os anos de 2007 a 2010 foram marcados por uma priorização da marca principal do portfólio, a marca Hering. Buscou-se tornar a marca mais acessível ao público, promover a oferta de crédito através de operação de cartão de crédito próprio e também expandir a rede de lojas. Em termos de exposição para o mercado, em 2007 a empresa ingressou no segmento de listagem do Novo Mercado na B3, a bolsa de valores brasileira (CIA. HERING, 2020).

A década de 2010 foi marcada por diversas mudanças em diferentes áreas da empresa, com a reformulação de marcas e com investimentos no comércio pela internet. Em 2015, foi inaugurada uma nova unidade de produção em Goiás, concentrando a maior parte da atividade produtiva. Em 2018, em meio a um ambiente desafiador, ocorreram diversas mudanças na estrutura corporativa da empresa, com a divisão do gerenciamento das marcas do portfólio em diretorias específicas. O planejamento estratégico atual da empresa está ancorado no triênio de 2019 a 2021 (CIA. HERING, 2020).

4.2 Visão Geral da Empresa

Sendo uma empresa de origem familiar e com mais de cem anos de existência, a Cia. Hering possui estrutura organizacional composta por membros da própria família Hering, mas também com integrantes com experiência em outras grandes empresas do mercado. Apesar disso, a forma como a estrutura é apresentada não clarifica muito qual seria a hierarquia, o que pode ser um ponto negativo em termos de governança corporativa.

Quadro 12: Estrutura Organizacional da empresa – Diretoria.

Nome	Cargo	Anos de Cia. Hering	Anos de Experiência
Fabio Hering	CEO	45	45
Thiago Hering	COO - Marcas e Canais	15	15
Fabiola	Diretora de Marca e Produto	Menos de 1	14

Guimaraes			
Filipe Albuquerque	Diretor de Consumidor e Novo Varejo	Menos de 1	9
Romael Soso	Ativação Comercial	4	15
Galeno Jung	Transformação Digital	Menos de 1	17
Marcelo Toledo	Diretor Industrial	21	21
Marciel Costa	Diretor Administrativo e de Suprimentos	28	35
Rafael Bossolani	CFO e DRI	3	17
Renata Del Bove	Diretora de Cultura e Gente	Menos de 1	18

Fonte: Cia. Hering (2020).

A composição acionária da empresa é bem pulverizada, possuindo um bloco de cinco acionistas majoritários e outros acionistas, conforme Quadro 13. O número total de ações emitidas pela empresa é de 162.533.937 ações ordinárias apenas (B3, 2020), uma vez que se trata de uma companhia no segmento de listagem do Novo Mercado. O percentual de ações em circulação é de 77,64%, totalizando 126.186.408 ações negociadas regularmente.

Quadro 13: Composição Acionária da Cia. Hering.

Nome	% de ações detidas
Ivo Hering	7,24
Inv. E Part. Inpasa S/a	6,84
Atmos Capital Gestão de Recursos	10,28
Verde Asset	5,65
Velt Partners	5,50
Outros	63,51
Ações em Tesouraria	0,98
Total	100,00

Fonte: B3 (2020).

Em relação ao posicionamento de mercado da Cia. Hering, a empresa se encontra em uma posição de destaque, sendo líder no setor de varejo de vestuário. No segmento de monomarcas, possui 23% de participação de mercado, sendo a empresa com maior participação.

É possível afirmar que a empresa possui alta penetração no mercado, com 72 lojas próprias, 627 franquias, 8.300 pontos de venda em lojas multimarcas e 5 lojas virtuais até o segundo semestre de 2020.

A cadeia de produção é diversificada, com 80% da produção realizada pela própria Cia. Hering e outros 20% por empresas terceirizadas. Com relação à aquisição de matéria prima, 20% é importada, o que gera uma baixa exposição à variação cambial.

4.3 Histórico Financeiro

Ao analisar os resultados financeiros anteriores da Cia. Hering, é possível perceber que os mesmos são razoavelmente constantes. Tal fato pode ser esperado de uma empresa centenária, haja vista que, a não ser que a companhia esteja em um processo de reestruturação ou mudança profunda, a fase de crescimento e consolidação já passou.

Apesar disso, a empresa ainda está susceptível aos riscos setoriais. Por estar em um setor de consumo varejista, o resultado da Cia. Hering está intimamente relacionado à renda e ao poder de compra do consumidor. Assim, a receita da empresa variou nos últimos anos em maior ou menor grau, dependendo do momento econômico do país, conforme exposto nas Quadros 14 e 15.

Quadro 14: Resultados Consolidados da Cia. Hering (R\$ Mil).

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO - R\$ Mil	2015	2016	2017	2018	2019	2T20
Receita Bruta de Vendas	1.900.101	1.748.432	1.841.642	1.806.814	1.815.626	465.929
Mercado Interno	1.857.265	1.706.324	1.791.367	1.757.183	1.773.491	457.300
Mercado Externo	42.836	42.108	50.275	49.631	42.135	8.629
Deduções de Venda	-311.212	-273.295	-279.321	-267.246	-266.467	-74.993
Receita Líquida de Vendas	1.588.889	1.475.137	1.562.321	1.539.568	1.549.159	390.936
Despesas Operacionais	-411.855	-431.104	-490.300	-458.029	-502.407	-94.518
Lucro (Prejuízo) Antes do Resultado Financeiro	215.699	150.922	199.748	197.959	176.233	39.925
Resultado financeiro	39.476	46.678	79.109	37.204	32.694	118.752
Lucro (Prejuízo) Antes dos Impostos	255.175	197.600	278.857	235.163	208.927	158.677
Impostos Correntes - CSSL e IRPJ	1.631	1.766	-19.090	1.241	-3.120	-26.558
Impostos Diferidos - CSSL e IRPJ	24.364	51	4.014	3.110	8.895	-226
Lucro Líquido (Prejuízo)	281.170	199.417	263.781	239.514	214.702	131.893

Fonte: Cia. Hering (2020).

Quadro 15: Análise Horizontal dos Resultados da Cia. Hering.

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019
Receita Bruta de Vendas	-8,0%	5,3%	-1,9%	0,5%
Mercado Interno	-8,1%	5,0%	-1,9%	0,9%
Mercado Externo	-1,7%	19,4%	-1,3%	-15,1%
Receita Líquida de Vendas	-7,2%	5,9%	-1,5%	0,6%
Despesas Operacionais	4,7%	13,7%	-6,6%	9,7%
Lucro (Prejuízo) Antes do Resultado Financeiro	-30,0%	32,4%	-0,9%	-11,0%
Resultado financeiro	18,2%	69,5%	-53,0%	-12,1%
Lucro (Prejuízo) Antes dos Impostos	-22,6%	41,1%	-15,7%	-11,2%
Lucro Líquido (Prejuízo)	-29,1%	32,3%	-9,2%	-10,4%

Fonte: Adaptado de Cia. Hering (2020).

A Receita Bruta se manteve em um patamar superior a R\$ 1,7 bilhões em todos os períodos analisados. Em sua grande maioria, a receita é composta por vendas nacionais (98% em média), enquanto que uma ínfima parte é proveniente de vendas no exterior (2% em média).

As Despesas Operacionais da empresa também se mantiveram relativamente estáveis, sendo sempre superiores a R\$ 400 milhões. Ressalta-se o aumento de 13,7% nas despesas operacionais em 2017, devido ao aumento nas despesas com lojas e marketing e pelo provisionamento de pagamento de participação nos resultados.

O resultado financeiro da empresa foi positivo em seus últimos 5 anos, o que revela uma grande preocupação com o endividamento. É importante ressaltar que mesmo com um resultado financeiro positivo, a empresa ainda incorre em despesa com juros sobre operações financeiras, conforme Quadro 16.

Quadro 16: Despesa Anual com Juros efetuado pela Cia. Hering (R\$ Mil).

DESPESA ANUAL COM JUROS – R\$ MIL	2015	2016	2017	2018	2019	2T20
Juros sobre operações financeiras	-643	-755	-3.070	-2.139	-	-3.149

Fonte: Adaptado de Cia. Hering (2020).

O Lucro Líquido da empresa se situa no patamar de R\$ 200 milhões. A variação mais expressiva ocorreu em 2016, ano em que a empresa incorreu em lucro de R\$ 199.417 milhões, 29% menor em relação ao ano anterior. Os principais motivos foram o impacto das crises política e econômica do país no setor de consumo, bem como um aumento nas despesas operacionais.

4.4 Aplicação do FCLA

Conforme comentado anteriormente, a Cia. Hering não possui uma projeção de resultados divulgada oficialmente a ser seguida, com a exceção de alguns indicativos pouco esclarecedores em declarações e teleconferências. Assim, as premissas utilizadas para a avaliação da empresa foram baseadas em previsões do setor e análise de resultados passados.

É certo que os resultados anteriores da empresa não são garantias de resultados futuros, contudo as relações entre as variáveis macroeconômicas brasileiras e os resultados do setor têxtil como um todo mostrou-se a melhor estimativa disponível.

Abaixo apresenta-se a projeção dos resultados da empresa para o ano de 2020 e para os cinco próximos anos, nos cenários 1 e 2:

- Cenário 1: resultados projetados com base nas variações do PIB e IPCA;
- Cenário 2: resultados projetados com base nos dados da ABIT para os períodos de 2020 e 2021 e nas variações do PIB e IPCA para os anos seguintes.

Quadro 17: Projeção de Resultados (R\$ Mil) – Cenário 1.

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO - R\$ Mil	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Taxa de Crescimento Geral	N/A	-0,78%	10,25%	4,02%	3,55%	3,55%	3,55%
Receita Bruta de Vendas	1.815.626	1.801.464	1.986.114	2.065.956	2.139.297	2.215.242	2.293.884
Taxa de Crescimento das Vendas Internas	N/A	-0,78%	10,25%	4,02%	3,55%	3,55%	3,55%
Mercado Interno	1.773.491	1.759.658	1.940.023	2.018.012	2.089.651	2.163.834	2.240.650
Taxa de Crescimento das Vendas Externas	N/A	-0,78%	10,25%	4,02%	3,55%	3,55%	3,55%
Mercado Externo	42.135	41.806	46.091	47.944	49.646	51.409	53.234
Deduções de Venda	-266.467	-264.389	-291.488	-303.206	-313.970	-325.116	-336.658
Receita Líquida de Vendas	1.549.159	1.537.076	1.694.626	1.762.750	1.825.327	1.890.127	1.957.226
Custo dos Produtos Vendidos	-870.519	-863.729	-952.261	-990.542	-1.025.706	-1.062.119	-1.099.824
Lucro Bruto	678.640	673.347	742.365	772.208	799.621	828.008	857.402
Despesas Operacionais	-502.407	-516.827	-580.102	-623.705	-670.895	-724.761	-786.536
Vendas	-359.579	-356.774	-393.344	-409.156	-423.681	-438.722	-454.296
Perda pela não recuperabilidade de ativos	-12.197	-12.102	-13.342	-13.879	-14.371	-14.882	-15.410
Remuneração dos Administradores	-9.190	-9.118	-10.053	-10.457	-10.828	-11.213	-11.611
Gerais e Administrativas	-51.971	-51.566	-56.851	-59.137	-61.236	-63.410	-65.661
Taxa de Crescimento da Depreciação e Amortização	N/A	19,96%	19,96%	19,96%	19,96%	19,96%	19,96%
Depreciação e Amortização	-88.424	-106.073	-127.246	-152.644	-183.112	-219.661	-263.505
(-) Apropriada ao Custo	34.226	33.959	37.440	38.945	40.327	41.759	43.242
Outras Receitas (Despesas) Operacionais	-15.272	-15.153	-16.706	-17.378	-17.995	-18.633	-19.295
Lucro (Prejuízo) Antes das Financeiras	176.233	156.519	162.263	148.503	128.726	103.247	70.866
Resultado financeiro	32.694	32.439	35.764	37.202	38.522	39.890	41.306
Receitas (Despesas) Financeiras Líquidas	32.694	32.439	35.764	37.202	38.522	39.890	41.306
Lucro (Prejuízo) Operacional	208.927	188.958	198.027	185.704	167.248	143.137	112.172
Lucro (Prejuízo) Antes dos Impostos	208.927	188.958	198.027	185.704	167.248	143.137	112.172
Impostos Correntes - CSSL e IRPJ	-3.120	-3.096	-3.413	-3.550	-3.676	-3.807	-3.942
Impostos Diferidos - CSSL e IRPJ	8.895	8.826	9.730	10.121	10.481	10.853	11.238
Lucro Líquido (Prejuízo)	214.702	194.688	204.344	192.276	174.053	150.183	119.468

Fonte: Cia. Hering (2020) e Elaboração Própria.

Quadro 18: Projeção de Resultados (R\$ Mil) – Cenário 2.

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO - R\$ Mil	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Taxa de Crescimento Geral	N/A	-18,62%	6,79%	4,02%	3,55%	3,55%	3,55%
Receita Bruta de Vendas	1.815.626	1.476.514	1.576.797	1.640.184	1.698.411	1.758.704	1.821.138
Taxa de Crescimento das Vendas Internas	N/A	-19,00%	6,80%	4,02%	3,55%	3,55%	3,55%
Mercado Interno	1.773.491	1.436.528	1.534.212	1.595.887	1.652.541	1.711.206	1.771.954
Taxa de Crescimento das Vendas Externas	N/A	-5,10%	6,50%	4,02%	3,55%	3,55%	3,55%
Mercado Externo	42.135	39.986	42.585	44.297	45.870	47.498	49.184
Deduções de Venda	-266.467	-216.841	-231.569	-240.878	-249.429	-258.284	-267.453
Receita Líquida de Vendas	1.549.159	1.259.672	1.345.228	1.399.306	1.448.981	1.500.420	1.553.685
Custo dos Produtos Vendidos	-870.519	-708.397	-756.511	-786.923	-814.858	-843.786	-873.740
Lucro Bruto	678.640	551.275	588.717	612.383	634.123	656.634	679.945
Despesas Operacionais	-502.407	-442.958	-487.011	-526.872	-570.625	-620.931	-679.020
Vendas	-359.579	-292.613	-312.487	-325.048	-336.588	-348.537	-360.910
Perda pela não recuperabilidade de ativos	-12.197	-9.925	-10.600	-11.026	-11.417	-11.822	-12.242
Remuneração dos Administradores	-9.190	-7.478	-7.986	-8.307	-8.602	-8.908	-9.224
Gerais e Administrativas	-51.971	-42.292	-45.165	-46.980	-48.648	-50.375	-52.163
Taxa de Crescimento da Depreciação e Amortização	N/A	19,96%	19,96%	19,96%	19,96%	19,96%	19,96%
Depreciação e Amortização	-88.424	-106.073	-127.246	-152.644	-183.112	-219.661	-263.505
(-) Apropriada ao Custo	34.226	27.852	29.744	30.939	32.038	33.175	34.353
Outras Receitas (Despesas) Operacionais	-15.272	-12.428	-13.272	-13.805	-14.296	-14.803	-15.329
Lucro (Prejuízo) Antes das Financeiras	176.233	108.317	101.706	85.511	63.498	35.704	925
Resultado financeiro	32.694	26.605	28.412	29.554	30.604	31.690	32.815
Receitas (Despesas) Financeiras Líquidas	32.694	26.605	28.412	29.554	30.604	31.690	32.815
Lucro (Prejuízo) Operacional	208.927	134.922	130.118	115.066	94.102	67.394	33.740
Lucro (Prejuízo) Antes dos Impostos	208.927	134.922	130.118	115.066	94.102	67.394	33.740
Impostos Correntes - CSSL e IRPJ	-3.120	-2.539	-2.711	-2.820	-2.921	-3.024	-3.132
Impostos Diferidos - CSSL e IRPJ	8.895	7.238	7.730	8.041	8.326	8.622	8.928
Lucro Líquido (Prejuízo)	214.702	139.622	135.137	120.286	99.508	72.991	39.536

Fonte: Cia. Hering (2020) e Elaboração Própria.

A utilização do PIB e IPCA geraram projeções de resultados maiores para o Cenário 1 em comparação com o Cenário 2, que utilizou as projeções do setor para 2020 e 2021. É possível interpretar que, no primeiro caso, a empresa e o setor têxtil como um todo apresentaram recuperação econômica da pandemia em linha com o resto da economia. Já no segundo caso, o setor é fortemente impactado pelos efeitos da pandemia em 2020 e apresenta uma recuperação inferior ao resto da economia em 2021, alinhando-se com a economia apenas após 2022. Em ambos os cenários, é possível perceber que a evolução da despesa com depreciação e amortização deteriorou o resultado da empresa.

Também foram projetados o capital de giro ajustado e o investimento em ativo permanente para os períodos de análise. A despesa com depreciação e amortização acumulada foi projetada na demonstração de resultado da empresa.

Quadro 19: Projeção de Capital de Giro Ajustado da Cia Hering. (R\$ Mil).

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Capital de Giro Ajustado - Cenário 1	524.395	506.752	558.694	581.153	601.784	623.148	645.269
Δ Capital de Giro Ajustado - Cenário 1	N/A	-17.643	51.942	22.459	20.631	21.363	22.122
Capital de Giro Ajustado - Cenário 2	524.395	415.343	443.553	461.384	477.763	494.723	512.286
Δ Capital de Giro Ajustado - Cenário 2	N/A	-109.052	28.210	17.831	16.379	16.961	17.563

Fonte: Cia. Hering (2020) e Elaboração Própria.

Quadro 20: Projeção do Ativo Permanente da Cia Hering. (R\$ Mil).

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Ativo permanente	467.387	495.350	524.986	556.396	589.684	624.964	662.355
Δ Ativo permanente	N/A	27.963	29.636	31.409	33.288	35.280	37.391

Fonte: Cia. Hering (2020) e Elaboração Própria.

Como o capital de giro ajustado foi projetado com base na receita bruta de vendas, foi necessário realizar os cálculos para os Cenários 1 e 2. Já o ativo permanente foi projetado com base no balanço patrimonial, dispensado a necessidade de calcular valores para dois cenários.

Em relação à dívida líquida, para o ano de 2020, considerou-se o montante de dívida reportada no segundo trimestre do ano, no valor de R\$ 203,1 milhões, com

pagamentos em única parcela ocorrendo em 2021, segundo a própria empresa. Após isso, projetou-se que a empresa não tomaria novas dívidas.

Em posse das projeções, aplicou-se o modelo do FCLA pela ótica do lucro líquido para calcular o fluxo de caixa de cada período analisado. Antes de aplicar a fórmula do FCD e trazer todos os fluxos a valor presente, calculou-se ainda o valor da perpetuidade da empresa a partir do último fluxo de caixa de cada cenário.

Quadro 21: Projeção de Fluxos de Caixa - Modelo FCLA (R\$ Mil) Cenário 1.

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Lucro Líquido	194.688	204.344	192.276	174.053	150.183	119.468
(+/-) Variações sem efeito caixa	106.073	127.246	152.644	183.112	219.661	263.505
(-) Investimentos em Ativo Permanente	-27.963	-29.636	-31.409	-33.288	-35.280	-37.391
(-) Investimentos em Capital de Giro	17.643	-51.942	-22.459	-20.631	-21.363	-22.122
(+) Dívida Líquida	203.149	-203.149	-	-	-	-
FCLA	493.591	46.863	291.051	303.245	313.200	323.461
Perpetuidade	-	-	-	-	-	2.593.910
Valor Presente dos Fluxos	427.944	35.226	189.683	171.346	153.434	1.101.730

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 22: Projeção de Fluxos de Caixa - Modelo FCLA (R\$ Mil) Cenário 2.

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Lucro Líquido	139.622	135.137	120.286	99.508	72.991	39.536
(+/-) Variações sem efeito caixa	106.073	127.246	152.644	183.112	219.661	263.505
(-) Investimentos em Ativo Permanente	-27.963	-29.636	-31.409	-33.288	-35.280	-37.391
(-) Investimentos em Capital de Giro	109.052	-28.210	-17.831	-16.379	-16.961	-17.563
(+) Dívida Líquida	203.149	-203.149	-	-	-	-
FCLA	529.933	1.388	223.690	232.952	240.412	248.088
Perpetuidade	-	-	-	-	-	1.989.478
Valor Presente dos Fluxos	459.453	1.043	145.783	131.627	117.776	845.005

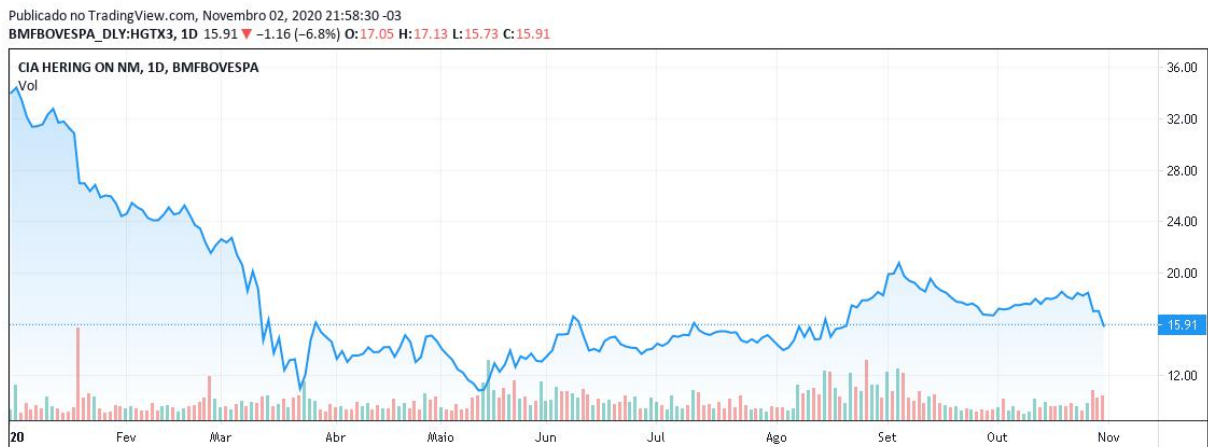
Fonte: Elaboração própria.

Observa-se que os valores obtidos nos fluxos de caixa do Cenário 1 foram maiores que os do Cenário 2, devido às diferentes taxas de crescimento do Resultado da empresa. Ao somar os valores presentes dos fluxos, encontrou-se um valor para os acionistas de R\$ 2,079 bilhões e R\$ 1,7 bilhões para os respectivos cenários. Com um total de 162.533.937 ações emitidas – todas ordinárias – é possível chegar ao valor justo teórico de R\$ 12,79 e R\$ 10,46 por ação, nos cenários 1 e 2.

Como os fluxos de caixa abrangem o ano de 2020, é possível efetuar a comparação com o preço da ação na data de 02/01/2020, dia do primeiro pregão do ano. O preço da ação era de R\$ 34,56, o que indica que o valor da empresa estava precificado acima de seu valor justo teórico, tendo em vista as premissas utilizadas no presente trabalho. Por meio do gráfico abaixo é possível verificar o desempenho da ação da empresa durante o ano de 2020.

Devido a pandemia que ocorreu no ano de 2020, os preços das ações ao redor do mundo diminuíram substancialmente, devido a diversas medidas de afastamento, paralisando operações e reduzindo vendas. Alguns setores apresentaram recuperação nos preços, mas o papel da Cia Hering ainda está longe de seu preço do início do ano. Em 02/11/2020 o preço do papel estava cotado a R\$15,91, o que ainda é maior que o preço justo teórico apresentado nos dois cenários. Como foram utilizadas premissas baseadas nos efeitos da pandemia para a análise, esta valeria mais para o atual momento do que para o início do ano.

Imagem 1: Cotação das Ações da Cia Hering em 2020 (R\$).



Fonte: TradingView (2020).

5 Conclusão

O presente trabalho se propôs a abordar o modelo FCD para a análise da empresa Cia. Hering. Como principal proposta, buscou-se utilizar abundantemente as informações disponíveis sobre a empresa, setor e outras informações que pudessem aumentar o grau de relevância da análise.

A avaliação de empresas é uma análise que surgiu a partir da necessidade de verificar se possíveis investimentos obteriam retornos condizentes com as expectativas dos investidores. Com o passar dos anos, novos conhecimentos de economia, finanças e contabilidade são incorporados como forma de aumentar a eficácia deste tipo de análise.

A utilização do FCLA como forma de precificar o valor justo teórico da Cia. Hering foi uma forma de estudar e avaliar qual a complexidade, dificuldade e aplicabilidade do método para realizar um investimento na empresa. Foi possível perceber que, quanto maior o nível de detalhe a ser incorporado ao modelo, maior a necessidade e mais difícil é a busca de dados do setor, da empresa e da economia do país em que a empresa se encontra.

Com relação aos trabalhos previamente revisados sobre o tema, acredita-se que o presente trabalho chegou a um resultado por meio de análises mais robustas e objetivas, ao utilizar de projeções macroeconômicas e dados estatísticos para crescimento da economia e do setor em que a empresa se encontra.

A escassez de dados macroeconômicos do setor, bem como de estimativas de dados da indústria têxtil por fontes especializadas foi uma limitação ao trabalho. Outra limitação foi o fato de a própria empresa não realizar estimativas para seus resultados, o que seria mais uma fonte confiável para incorporar à análise.

Como sugestão para trabalhos futuros no tema do FCD, sugere-se a realização de um levantamento dos valores justos teóricos encontrados pelos autores para comparação com o valor que as ações das empresas analisadas alcançaram de fato, como forma de validação do método do FCD.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABIT - TÊXTIL E CONFECÇÃO. Abit apresenta balanço do primeiro semestre de 2020. Disponível em: < https://www.youtube.com/watch?v=fKOD2c_S0E&ab_channel=Abit-T%C3%AAxtilConfec%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em 19 de set. de 2020.

B3, CIA HERING, Disponível em <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em 14 de jul. de 2020.

B3, COGNA ON, Disponível em <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em 23 de jul. de 2020.

B3, GOL, Disponível em <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em 23 de jul. de 2020.

B3, LOJAS RENNER, Disponível em < http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em 21 de jul. de 2020.

B3, VALE, Disponível em < http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em 21 de jul. de 2020.

CIA HERING, Apresentação Institucional. Disponível em: < <https://ri.ciahering.com.br/documentos-cvm/apresentacoes/> Acessado em 19 de set. de 2020.

CIA HERING, ITR - Informações Trimestrais - 30/06/2020. Versão 1, p 80.

CIA HERING, Planilha Dinâmica. Disponível em: < <https://ri.ciahering.com.br/informacoes-financeiras/planilha-dinamica/>>. Acessado em 19 de set. de 2020.

CONSONI, Silvia; MENDES, Ivan O. de V.; SOARES; Rodrigo Oliveira. XIX Congresso Brasileiro de Custos, 2012, Bento Gonçalves. Grau de alavancagem operacional e alisamento de resultados contábeis.

DAMODARAN, Aswath. Estimating Risk Parameters. Stern School of Business, Faculty Digital Archive, 1999.

DAMODARAN, Aswath. Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills - United States. Disponível em: <

http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html>. Acesso em 19 de set. de 2020.

DAMODARAN, Aswath. Investment Valuation. 2a edição. Nova York. Wiley. 2002.

DAMODARAN, Aswath. Levered and Unlevered Betas by Industry. Disponível em: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html>. Acessado em 19 de set. de 2020.

DAMODARAN, Aswath. The Little Book of Valuation. First Draft. 2010.

EMERY, De Moraes Márcio. O IMPACTO DA ABERTURA AO COMÉRCIO EXTERIOR DA DÉCADA DE 1990 NO SETOR TÊXTIL BRASILEIRO. São Paulo, 2007. Tese de Doutorado – Programa de Estudos Pós-Graduados em Ciências Sociais, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

EXAME, Ações da Anhanguera deixam de ser negociadas na bolsa, Disponível em <<https://exame.com/mercados/acoes-da-anhanguera-deixam-de-ser-negociadas-na-bolsa/>>. Acesso em 23 de jul. de 2020.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. The Capital Asset Pricing Model. Journal of Economic Perspectives, v. 18, n. 3, p. 25-46, 2004.

GIL, Antonio Carlos. Como Elaborar Projetos de Pesquisa. 4a edição. São Paulo. Editora Atlas S.A.

Gráfico de ações do HGTX3. Disponível em: <<https://br.tradingview.com/symbols/BMFBOVESP-HGTX3/>>. Acessado em 2 de nov. de 2020.

IBGE, Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA. Disponível em <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=downloads>>. Acessado em 18 de out. de 2020.

IBGE, Pesquisa Anual de Comércio – PAC. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/comercio/9075-pesquisa-anual-de-comercio.html?=&t=o-que-e>>. Acessado em 17 de out. de 2020.

IBGE, Sistema de Contas Nacionais Trimestrais – SCNT. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas&utm_source=landing&utm_medium=explica&utm_campaign=pib#evolucao-taxa>. Acessado em 17 de out. de 2020.

INVESTOPEDIA, Compound Annual Growth Rate – CAGR. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/c/cagr.asp>>. Acessado em 13/01/2021.

IPEADATA. EMBI+ Risco-Brasil. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>>. Acesso em 19 de set. de 2020.

ITAÚ BBA, Projeções Longo Prazo – Outubro 2020. Disponível em: <<https://www.itau.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/projecoes>>. Acessado em 18 de out. de 2020.

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David. Valuation University Edition. 5ª edição. Nova Jersey. Wiley.

LEAL, Maurício Emerick. MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: VALUATION DA VALE S.A. Rio de Janeiro, 2012. Monografia – Curso de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio Selection. The Journal of Finance, v. 7, n. 1, p. 77-91, mar, 1952.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, v. 48, n. 3, p. 261-297, jun, 1958.

PÊGAS, Paulo Henrique. Manual de Contabilidade Tributária. 9ª edição. São Paulo. Atlas. 2017.

PINTO, Jerald E. EQUITY ASSETVALUATION. 2ª edição. Nova Jersey. Wiley.

PRISTA, Diego de Carvalho. Valuation da Empresa Lojas Renner S.A., 2013. Monografia – Curso de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro.

SHARPE, William F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. The Journal of Finance, v. 19, n. 3, p. 425-442, set 1964.

Theory and Evidence. Journal of Economic Perspectives, v. 18, n. 3, p. 25-46, 2004.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, Daily Treasury Yield Curve Rates. Disponível em: <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/textview.aspx?data=yield>>. Acessado em 19 de set. de 2020.

YIN, Robert K., Estudo de Caso, Planejamento e Métodos, 2.ed, Porto Alegre, Bookman, 2001.

ZDANOWICZ, J.E.; BAGGIO, D.K.; BATISTA, G. Valuation aplicado ao setor de educação de ensino superior por fluxo de caixa descontado. Textos de Economia, Florianópolis, v. 18, n.1, p.80-102, jan./jun. 2015.