



AVALIAÇÃO DO GRUPO HENKEL

Carlos Jorge Correia Filipe

Projeto submetido como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em
Economia da Empresa e da Concorrência

Orientador:

Prof. Doutor Pedro Leite Inácio, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School, Departamento
de Finanças

Outubro de 2016

“A alegria está na luta, na tentativa, no sofrimento envolvido e não na vitória propriamente dita.”

Mahatma Gandhi

Avaliação do Grupo Henkel
Carlos Jorge Correia Filipe

Agradecimentos

A conclusão do presente projeto foi o resultado da união de várias forças e da vontade de todos os que me acompanharam neste ano de trabalho. Um agradecimento especial a algumas pessoas que acompanharam diariamente os avanços e recuos deste projeto. Ao Miguel Falcato, obrigado pelo aconselhamento técnico de topo e pela confiança que sempre me transmitiste. Ao meu orientador Prof. Dr. Pedro Leite Inácio, por toda a atenção e consideração que sempre teve comigo e para com o trabalho a realizar. À Henkel Ibérica S.A , por me ter dado a oportunidade de estagiar numa multinacional cuja cultura reflete a sua dimensão, que me permitiu diariamente trabalhar com profissionais super exigentes que procuram sempre a superação dos resultados alcançados. À Andreia Tareja, pelos conselhos sábios que orientaram as decisões para o caminho correto a seguir. À minha namorada Débora Reis, por toda a paciência que sempre teve durante todo o processo, pelo acompanhamento diário do meu trabalho e do meu estado de espírito, foste o pilar que sustentou todo o meu trabalho e a minha pessoa neste último ano.

Dedicatória

A presente tese e os resultados alcançados com a realização da mesma servem de dedicatória a duas pessoas que tornaram deste um objetivo possível de alcançar.

Ao meu Pai, Vitor Filipe, porque foste ao longo destes 5 anos a força à qual me agarrei e que me fez lutar por te orgulhar.

Ao meu amigo de sempre, João Tavares, porque uma pequena atitude mudou todo o meu fado, deste-me a oportunidade que precisava para alcançar o que sempre desejei. Neste momento são estes pequenos feitos que vou alcançando na minha vida que servem para honrar tudo aquilo que para mim sempre foste e toda força que agora representas.

Obrigado

RESUMO

O projeto tem como objetivo realizar um exercício de avaliação ao Grupo *Henkel*. A *Henkel AG & Company, KGaA* é uma empresa multinacional alemã cotada na DAX-30 com atuação quer no mercado de consumo, quer no mercado industrial. A empresa divide a sua atividade em 3 unidades de negócio, *Laundry&Home Care*, *Adhesive Technologies* e *Beauty Care*, sendo detentora de marcas como a *PERSIL*, *Loctite* e *Schwarzkopf*. O método escolhido para a análise foi o *Discounted Cash Flow* com o apuramento e atualização dos *Free Cash Flow for the Firm* futuros para cada unidade de negócio e consecutivamente para toda a empresa (*Enterprise Value*). Os resultados obtidos indicam a valorização da ação da empresa com as ações ordinárias a registar um valor por ação de 230,25€. Para sustentar a escolha do método e pressupostos utilizados é feita uma análise às características e desempenho financeiro recente da empresa.

Palavras-Chave: *Valuation, Discounted Cash Flow, Enterprise Value, Free Cash Flow for the Firm*

ABSTRACT

The project intends to develop a valuation exercise for the Henkel Group. *Henkel AG & Company KGaA* is a German multinational company, member of the DAX-30 acting both in the consumer market and industrial market. The company divides its activities into three business units, *Laundry & Home Care*, *Adhesive Technologies* and *Beauty Care*, owning brands such as Persil, Loctite and Schwarzkopf. The chosen method to the analysis was the Discounted Cash Flow with the establishment and actualization of the value of the futures Free Cash Flows for the Firm for each business unit and consecutively for the whole company (Enterprise Value). The results indicate the appreciation of the company's share, with the common shares registering a value per share of € 230.25. To support the chosen valuation method and the created assumptions it's made analyzes of the characteristics and recent financial performance of the company.

Keywords: Valuation, Discounted Cash Flow, Enterprise Value, Free Cash Flow for the Firm

LISTA DE ABREVIATURAS

CAGR - COMPOUNDED ANNUAL GROWTH RATE

CAPEX – CAPITAL EXPENDITURE

CF – CASH FLOW

DCF – DISCOUNTED CASH FLOW

EBIT – EARNINGS BEFORE INTEREST AND TAXES

EV – ENTERPRISE VALUE

EVA – ECONOMIC VALUE ADDED

FCFE – FREE CASH FLOW FOR THE EQUITY

FCFF – FREE CASH FLOW FOR THE FIRM

MVA – MARKET VALUE ADDED

NOA – NET OPERATING ASSETS

NWC – NET WORKING CAPITAL

OPI – OFERTA PÚBLICA INICIAL

RL – RESULTADO LIQUIDO

ROA – RETURN ON ASSETS

ROC – RETURN ON CAPITAL

ROE – RETURN ON EQUITY

ROS – RETURN ON SALES

VAL – VALOR ATUAL LIQUIDO

VM – VALOR DE MERCADO

WACC - WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL

WC – WORKING CAPITAL

ÍNDICE

1	INTRODUÇÃO	1
2	FUNDAMENTOS TEÓRICOS	4
2.1	VALOR TEMPORAL DO DINHEIRO	4
2.2	CONCEITO DE VALOR	5
2.3	MÉTODOS DE AVALIAÇÃO	6
2.3.1	<i>Avaliação por método dos cash flows descontados (DCF)</i>	7
2.3.2	<i>Limitações ao método</i>	7
2.3.2.1	Valoração através do método Free Cash Flow for the Firm	8
2.3.2.2	Valoração através do método Free Cash Flow for the Equity	9
2.3.3	<i>Avaliação pelo Valor Económico Acrescentado (EVA)</i>	10
2.3.4	<i>Método Avaliação por Múltiplos</i>	10
3	HENKEL – UM FORNECEDOR GLOBAL	11
3.1	VISÃO GERAL DO ANO 2015	12
3.1.1	<i>Condições económicas</i>	12
3.1.1.1	Indústria e Consumo	12
3.1.1.2	Regiões	13
3.1.1.3	Materiais Diretos	13
3.1.1.4	Desvalorização/Valorização da moeda nacional	13
3.1.1.5	Inflação	13
3.1.2	<i>Resultados Henkel em 2015</i>	13
3.2	HENKEL AG & Co. KGAA (“HENKEL”)	15
3.2.1	<i>De Aschen para o Mundo</i>	15
3.2.2	<i>Unidades de Negócio</i>	22
3.2.2.1	Divisão Laundry & Home Care	22
3.2.2.2	DIVISÃO BEAUTY CARE	24
3.2.2.3	DIVISÃO ADHESIVE TECHNOLOGIES	25
3.3	CULTURA, VISÃO E VALORES	27
3.4	QUATRO ESTRATÉGIAS PRIORITÁRIAS	28
3.5	ANÁLISE SWOT	30
4	ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	31
4.1	CRESCIMENTO	33
4.2	RENTABILIDADE	35
4.3	RISCO	36
4.4	EQUILÍBRIO FINANCEIRO	37
5	PROJEÇÕES E ANÁLISE DE RESULTADOS	38
5.1	PROJEÇÃO DE VENDAS E EBIT POR UNIDADE DE NEGÓCIO.	38
5.2	PROJEÇÃO DOS CASH-FLOW (CF) POR UNIDADE DE NEGÓCIO.	39
5.3	<i>ENTERPRISE VALUE</i> PELO MÉTODO DO FCFE.	42
6	CONCLUSÃO	43
7	BIBLIOGRAFIA	45
8	ANEXOS	48
	ANEXO 1 – ESTRATÉGIAS PRIORITÁRIAS E VISÃO DA <i>HENKEL</i>	48
	ANEXO 2 – PERFORMANCE FINANCEIRA POR REGIÃO	48
	ANEXO 3 – LABORATÓRIOS E LOCAIS DA <i>HENKEL</i> DESTINADOS A PESQUISA E DESENVOLVIMENTO	49
	ANEXO 4 – TABELA WACC PÓS-IMPOSTO POR UNIDADE DE NEGÓCIO	49
	ANEXO 5 – CAPEX POR UNIDADE DE NEGÓCIO	49
	ANEXO 6 – RELATÓRIO POR SEGMENTOS PARA CADA UNIDADE DE NEGÓCIO	50
	ANEXO 7 – PERFORMANCE DAS AÇÕES DA <i>HENKEL EM 2015</i>	51

ÍNDICE DE TABELAS E FIGURAS

TABELA 1 - PORTFÓLIO DE PRODUTOS (LAUNDRY & HOME CARE).....	
TABELA 2 - PORTFÓLIO DE PRODUTOS (BEAUTY CARE).....	
TABELA 3 - PORTFÓLIO DE PRODUTOS (ADHESIVE TECHNOLOGIES).....	
TABELA 4 - DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADOS.....	
TABELA 5 – BALANÇO.....	
TABELA 6 - COMPOUNDED ANNUAL GROWTH RATE (CAGR).....	
TABELA 7 – RENTABILIDADE.....	
TABELA 8 - MEDIDAS DE RISCO.....	
TABELA 9 - LIQUIDEZ FINANCEIRA.....	
TABELA 10 - PROJEÇÃO VENDAS E EBIT POR UNIDADE DE NEGÓCIO.....	
TABELA 11 - PROJEÇÃO DOS CASH FLOW LAUNDRY&HOME CARE.....	
TABELA 12 - PROJEÇÃO DOS CASH FLOW BEAUTY CARE.....	
TABELA 13 - PROJEÇÃO DOS CASH FLOW ADHESIVE TECHNOLOGIES.....	
TABELA 14 - PROJEÇÃO CASH FLOW CORPORATE (HOLDING).....	
TABELA 15 - APURAMENTO DO ENTERPRISE E EQUITY VALUE E VALOR POR AÇÃO...	
FIGURA 1 - ANÁLISE DE RÁCIOS DE LAUNDRY & HOME CARE.....	
FIGURA 2 - ANÁLISE DE RÁCIOS DE BEAUTY CARE.....	
FIGURA 3 - ANÁLISE DE RÁCIOS DE ADHESIVE TECHNOLOGIES.....	
FIGURA 4 - QUATRO PONTOS ESTRATÉGICOS PARA A HENKEL.....	
FIGURA 5 - SWOT HENKEL.....	

1 INTRODUÇÃO

A presente tese é um projeto de avaliação de uma empresa e propõe-se à avaliação do Grupo *Henkel*. A escolha da *Henkel* para além de ser uma das grandes Multinacionais presente em todos os Continentes cotada na DAX-30, assenta também no facto de ser uma empresa centenária, o que seguramente contribui para o seu *Know-How* e para a sua Cultura Corporativa únicas e inimitáveis. Ao avaliar-se uma empresa será necessário ter-se em conta alguns pontos cruciais para se ter o enquadramento desejável à avaliação, tais como conhecer o(s) negócio(s) da empresa e suas características bem como as características da própria empresa, isto é, histórico do desempenho financeiro, cultura e orientações estratégicas. É também crucial a escolha do método adequado à empresa a avaliar e ao propósito da avaliação.

O projeto está então dividido em 6 capítulos:

- **1:** Constituído pela presente *Introdução*.
- **2:** Capítulo de *Fundamentos Teóricos*, neste o objetivo será sustentar terminologia, fórmulas, rácios e métodos de avaliação que poderão ser utilizados durante o desenvolvimento do projeto. Permite o enquadramento teórico da tese.
- **3:** Capítulo sob o título *Henkel – Um Fornecedor Global* começa por enquadrar o ano de 2015 primeiro em termos do comportamento da economia global, das indústrias e setores, regiões e outras variáveis relevantes para a empresa, e depois em termos da análise à performance da própria empresa nesses campos de ação. Secção com grande importância para suporte na criação de determinados pressupostos na projeção de resultados. Numa segunda secção deste capítulo aborda-se o surgimento e crescimento da *Henkel* ao longo da sua história, para depois se apresentar as unidades de negócio em que a empresa se divide, a cultura, visão e valores e quatro pontos estratégicos definidos pela empresa bem como uma análise *SWOT* à mesma.
- **4:** Capítulo de *Análise das Demonstrações Financeiras* onde se pretende analisar o comportamento histórico das demonstrações financeiras da empresa, tendo por base os relatórios anuais da *Henkel* em 2013, 2014 e 2015. Para o efeito o capítulo é dividido em 4 secções que cobre as dimensões necessárias à análise desejada: Crescimento, Rentabilidade, Risco e Equilíbrio Financeiro.

- 5: Capítulo de *Projeções e Análise de Resultados*, onde se pretende calcular o valor da empresa no seu todo, através da análise aos resultados obtidos pelas previsões de contas e indicadores relevantes para o efeito em cada unidade de negócio. Este capítulo é fortemente sustentado por pressupostos criados para que se pudesse definir as circunstâncias necessárias à avaliação. Para o ano de 2016 é levantado o pressuposto de que as condições globais para a empresa nos mercados em que atua é considerada equivalente a 2015, sustentado no comportamento de duas dimensões:

- Economia Global:

- Materiais Diretos devem manter preços ao mesmo nível tal como a taxa de desemprego, inflação e o consumo privado.
- Após atingir o mínimo histórico face ao dólar no início de 2016, será expectável a valorização do Rublo Russo, reforçando resultados nos mercados emergentes. O efeito positivo de 4,4%¹ das conversões cambiais nas vendas da empresa em 2015 espera-se também reforçado.
- Crescimento global de setores e indústrias pertinentes para a empresa mantém-se:
 - Produção Industrial e as Indústrias dos Transportes e do Metal, bem como os setores eletrónico e da construção mantém o crescimento na mesma ordem.

- Performance da empresa:

- A posição da empresa em 2016 será a mesma em termos estratégicos verificando-se tal como em 2015 uma continuidade nas medidas adotadas com a aquisição estratégica de marcas e empresas e sua integração no Grupo, com especial foco nas economias emergentes.

Os resultados de 2015, tal como discutidos no capítulo 4, indicam eficácia e rapidez na integração das empresas e negócios adquiridos. Espera-se em 2016 uma maior consolidação dos mesmos e uma continuidade na melhoria da eficiência do processo, em termos de integração mas também através da maior eficiência de centros globais e de serviços partilhados.

¹ Informação retirada diretamente do Relatório Anual da Henkel de 2015, página 67 sob o título “Sales and Profits”.

- **6:** Por fim o capítulo da *conclusão* da tese, onde se pretende resumir os principais resultados obtidos na avaliação da empresa e apresentar uma recomendação sobre a possibilidade de investimento.

2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS

2.1 VALOR TEMPORAL DO DINHEIRO

Na base da existência e da compreensão de investimentos e das finanças está o facto de 1 € ao dia de hoje, não ter o mesmo valor de 1 € daqui a 1 ano.

Não fosse este um facto consumado não haveria necessidade que justificasse o desenvolvimento do tema da presente tese.

Porque se iria avaliar uma empresa, com o objetivo de saber quanto poderá valer a mesma no futuro, se o capital investido hoje correspondesse na quantia exata ao possível valor a receber no futuro com esse investimento. Quer isto dizer, que não haveria quem abdicasse hoje de um cash flow se esse mesmo cash flow, no futuro, não corresponder a um recebimento maior ao valor que poderia colher hoje.

“Tomamos decisões hoje para procurar maximizar os nossos benefícios futuros” (Martins, 2000: 34)

Há portanto a necessidade de compensar o investidor pelos custos associados às oportunidades que este dispensa por optar por determinado negócio (custo de oportunidade).

Sendo assim é determinada uma taxa correspondente a esse custo de oportunidade do capital, taxa de atualização, e o investidor consegue precisar o valor atual de um determinado cash flow futuro.

$$\text{Valor Atual}_{cf} = \text{Capital} \times \left(\frac{1}{1 + \text{taxa de atualização}} \right) \quad (1)$$

A fórmula supra apresentada dá-nos informação sobre quanto vale determinado cash flow daqui a 1 ano. O seu valor daqui a n anos, considerando uma taxa anual (r):

$$VA = \frac{\text{Capital } n}{(1+r)^n} \quad (2)$$

Para optar por um investimento em detrimento de outros, o investidor terá de saber quanto pode receber no futuro em cada um deles, ou seja, qual a rendibilidade de cada um.

A taxa de rendibilidade (r) exigida pelo investidor comporta o custo de oportunidade do capital, permitindo ao mesmo capitalizar o valor dos cash flows gerados, isto é, determinar quanto vale efetivamente determinado cash flow no futuro.

$$\text{Valor Futuro}_{cf} = \text{Capital} \times (1 + \text{taxa de capitalização}) \quad (3)$$

Estes conceitos básicos representam para o investidor conhecimentos chave para a tomada de decisão.

Visto que o objetivo não passa certamente por escolher um investimento cujo valor recolhido no futuro seja inferior aos custos totais que se teve na fase de investimento, liquida-se o valor desse mesmo investimento ao valor atual dos cash flows futuros correspondentes (Valor Atual Líquido).

$$VAL = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} - I_0 \quad (4),$$

Com,

n = tempo de vida útil

*I*₀ = Investimento inicial

*CF*_{*i*} = Cash Flow no período *i*, sendo *i*=0 o período de investimento inicial

r = Taxa de desconto

A análise ao valor do VAL é imediata:

- Se : VAL < 0, O somatório dos Cash Flows futuros é inferior ao custo total inicial → Não investir

- Se VAL > 0, O somatório dos Cash Flows futuros é superior ao custo total inicial → Investir

2.2 CONCEITO DE VALOR

Sendo o objetivo da presente dissertação avaliar o Grupo Henkel, podendo-se concluir sobre o preço para a sua ação, é determinante a diferenciação entre “valor” e “preço”.

Paiva (2001: 2) considera que “valor” passa pela “apreciação feita por um indivíduo” de um determinado bem, apreciação esta que “com base na sua utilidade (objetiva ou subjetiva)” acaba por definir a “importância de um bem”.

O autor passa assim a ideia de relatividade no conceito de valor. Enquanto a variável “preço” demonstra de forma direta e precisa a informação sobre a quantia monetária exata a ser transacionada numa operação de compra e venda (Paiva, 2001), quer sejam ações quer sejam ativos, o processo necessário para valorar uma empresa reflete perspetivas e incertezas de futuro.

Apurar o valor da empresa segundo modelos que, servindo também perspetivas e objetivos de avaliação diferentes, absorvem alguma da subjetividade inerente à visão do avaliador.

É no entanto a noção desse mesmo valor que se usa como referencia para as negociações transacionais e que culmina no preço a pagar/receber, podendo nesta fase incorporar noções mais emocionais e de relatividade para com o mercado.

No entanto, na perspetiva de Damodaran (2011: 4) “compra-se ativos financeiros pelos cash flows que se espera receber. O preço de uma ação não pode ser justificado com base apenas no argumento

de que irão haver outros investidores que pagarão mais pelas mesmas num futuro”, referindo-se à possibilidade da influência das diferentes perceções dos avaliadores, ter um peso considerável no processo de valoração de mercado de uma empresa baseando-se na informação dada na avaliação da capacidade da empresa de gerar cash flows futuros.

O conceito de fluxos de caixa (cash flow) reflete o saldo entre movimentos de entrada e saída de dinheiro e equivalentes a caixa durante determinado período de tempo. Um conceito simples que permite calcular a liquidez, rentabilidade, crescimento e risco de um negócio ou empresa.

Percebe-se a importância dada por Damodaran quando se refere à análise aos fluxos de caixa a receber num futuro como instrumento fundamental na tomada de decisão.

Subentende-se também que os instrumentos financeiros que servem de suporte à determinação dos fluxos a gerar no futuro foram previstos com base em pressupostos lógicos e coerentes com a situação da empresa e do mercado.

2.3 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO

A avaliação é útil para uma grande variedade de propósitos. O papel que desempenha é no entanto diferente em campos diferentes” (Damodaran, 2012).

Estimar um valor que defina adequadamente a situação atual e projeções futuras de uma empresa pode ser uma peça vital em vários momentos. Quer seja na venda da empresa, em processos de fusão e incorporação de empresas ou negócios, mas também pela possibilidade de se tornar numa ferramenta de gestão importantíssima permitindo uma atenta monitorização dos seus ativos, bem como identificar pontos de maior interesse, ou seja, cujos benefícios do seu investimento serão maiores, podendo moldar e atualizar a estratégia a seguir pela empresa.

Com o objetivo de estimar o valor de uma empresa, tem-se à disposição uma variedade de métodos que permitem responder, espera-se, adequadamente à questão. A avaliação de uma empresa, independentemente de qual seja a abordagem para a mesma, é necessária e útil para diversos fins tendo sempre um propósito inicial, como tal existem métodos que se adequam mais a certas finalidades.

Para Damodaran (2012) existem três grandes abordagens a considerar numa avaliação de uma empresa: a) Avaliação por método dos cash flows descontados (DCF); b) Avaliação relativa; c) Avaliação contingencial, através do valor Patrimonial dos seus ativos.

2.3.1 Avaliação por método dos cash flows descontados (DCF)

Sumariamente este método fundamenta-se no conceito do valor atual, tal como descrito no capítulo 2.1.

Assim segundo este método o valor de qualquer ativo será estimado através do cálculo do valor atual esperado dos cash flows futuros, a gerar por esses mesmos ativos em análise. (Damodaran, 2012)

$$Valor\ Atual = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} \quad (5)$$

Como demonstra a fórmula supra exposta, o valor atual corresponde ao somatório dos cash flows futuros esperados descontados de uma taxa, r , taxa de atualização, que contempla as dimensões de risco e custo de oportunidade.

Neste método é possível identificar dois tipos de abordagens diferentes à avaliação proposta, por forma a achar o valor da ação.

Avaliar a Empresa através da atualização dos cash flows futuros disponíveis tanto para detentores de capital próprio, como para detentores de dívida – *Free Cash Flow for the Firm (FCFF)*, ou fazendo uso apenas dos *Equity cash flow*, isto é, que apenas estão disponíveis para detentores de capital – *Free Cash Flow for the Equity*.

Fernandez (2007) define o FCFF como a atualização de cash flows gerados pela operacionalidade da empresa, depois de impostos e sem contabilizar empréstimos.

2.3.2 Limitações ao método

Damodaran (2012) explicita alguns cenários onde serão necessários alguns “cuidados extra” por forma a evitar a distorção da realidade interna e externa à empresa durante a avaliação.

Cash Flows negativos: Em casos onde a empresa não apresenta receitas, ou esperam-se cash flows negativos no futuro, não é aconselhável o uso deste método visto o risco iminente de falência.

Ciclo Económico: Em situações onde os cash flows da empresa estão interligados ao ciclo económico, o maior obstáculo ao uso deste método passa pela dificuldade de previsão de mora de uma receção ou da recuperação da economia.

Processo de Aquisição: Ao avaliar-se uma empresa que se encontre em processo para a sua aquisição é importante considerar não só os efeitos da mudança de gerência sobre o risco e os cash flows a gerar, mas também a possibilidade de existência de sinergias com a sua aquisição que tem uma óbvia influência sobre o seu desempenho futuro.

Também Martins (2000) destaca a falta de objetividade e comprovação do método, bem como o cuidado e reflexão sobre todo o processo para que este não seja motivo de especulação financeira baseada em informações díspares da realidade.

2.3.2.1 Valoração através do método Free Cash Flow for the Firm

Uma abordagem global pois permite valorar toda a empresa, uma vez que tem em consideração não só o capital próprio mas também o alheio englobando todas as formas de financiamento da empresa.

O método FCFE tem por base a análise à estrutura de capitais da empresa, e conseqüentemente o *trade-off* entre as percentagens de capital próprio e alheio que financiam os ativos da empresa.

Avaliar a empresa como um todo equivale a considerar também o custo de todo o capital investido na mesma.

Ao considerar dívida e capital próprio o custo médio ponderado do capital (WACC) é a taxa mais apropriada a utilizar, visto que incorpora o retorno exigido da dívida e a compensação aos capitais próprios na devida proporção do seu investimento (Fernandéz, 2007).

O WACC considera assim todas as formas de financiamento e o respetivo peso na estrutura de capitais da empresa, devendo por isso ser continuamente ajustada às alterações às variáveis que o compõem e sempre que disponíveis, utilizar-se os valores de mercado.

$$WACC = R_E \times \frac{E}{D+E} + R_D \times \frac{D}{D+E} \times (1 - T) \quad (6)$$

Com,

R_E = Rendibilidade exigida pelos acionistas

E = Capitais Próprios

$\frac{E}{D+E}$ = Peso do financiamento por Capitais Próprios

R_D = Taxa média de juro do capital alheio

$\frac{D}{D+E}$ = Peso do financiamento por Capital alheio e T = Taxa de Imposto

Pode-se obter o FCFE calculando os cash flows antes destes cobrirem a rendibilidade exigida pelo acionista e o capital próprio. Liquidando aos resultados antes de impostos e gastos de financiamento (EBIT) as necessidades de reinvestimento e o valor em impostos, obtemos o FCFE (Damodaran, 2012):

$FCFF = EBIT(1 - T) + \text{Depreciação} - \text{Investimento em ativos fixos (CAPEX)} - \Delta \text{Working Capital}$ (6)

O valor da empresa (*Enterprise Value-EV*), considerando-se que a empresa ao fim de “n” anos entra em “velocidade cruzeiro” no que toca ao seu ritmo de crescimento representado por uma taxa de crescimento estável “gn”, é obtido através da seguinte fórmula:

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t + VR}{(1+WACC)^t} \quad (7)$$

Com,

$FCFF_t = \text{Free cash flow to firm esperado no periodo } t$

$WACC = \text{Custo médio ponderado do capital}$

$VR = \text{Valor de continuidade} = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC-g}$, com g= taxa de crescimento nos períodos de continuidade

2.3.2.2 Valoração através do método Free Cash Flow for the Equity

Neste método a valoração baseia-se no desconto dos FCFE, isto é, dos cash flows esperados para os acionistas, a uma taxa que representa a rendibilidade exigida pelos acionistas (risco associado às ações).

Segundo Damodaran (2002) aos *cash flows* que se obtém após se considerar os efeitos do investimento líquido em capital (investimento em capex – depreciação), da variação do *working capital* (WC) e da dívida líquida (Dívida emitida – Reembolso da dívida) sobre o Resultado Líquido (RL) da empresa dá-se o nome de *Free Cash Flow for the Equity* (FCFE):

$$FCFE = RL - (\text{investimento em capex} - \text{depreciação}) - \Delta WC + (\text{Divida emitida} - \text{Divida a pagar}) \quad (8)$$

Assim para efeitos de valoração:

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t + VR_n}{(1+r)^t} \quad (9)$$

Sendo,

$FCFE_t = \text{Free cash flow to Equity esperado no periodo } t$

$VR_n = \text{Valor Residual em } n = \frac{FCFE_n(1+g)}{r-g}$,

Com g = taxa de crescimento nos períodos de continuidade

r = taxa de rendibilidade do acionista

2.3.3 Avaliação pelo Valor Económico Acrescentado (EVA)

Este método permite uma análise ao desempenho financeiro da empresa na medida em que opõe o resultado gerado pelos ativos da empresa durante determinado período, líquido de impostos, ao custo de todo o capital investido na empresa.

Desta forma o acréscimo de valor económico resulta da geração de um resultado operacional após impostos maior do que o custo do capital investido na empresa. Segundo Damodaran (2002) trata-se de uma abordagem aos *cash flows* em excesso, em que o valor criado pelos ativos supera ou está abaixo da rentabilidade mínima exigida pelos investidores, o que se reflete no seu valor de mercado (VM).

$$EVA = \text{Resultado Operacional pós imposto} - \text{Custo Capital (CC)} * \text{Capital Investido (CI)} \quad (10)$$

ou

$$EVA = (\text{Retorno do capital investido} - \text{Custo do Capital}) * \text{Capital Investido} \quad (11)$$

“Uma das características do EVA mais utilizadas na defesa do método é a sua elevada correlação com o MVA (que se representa pela diferença entre o VM e o Valor Contabilístico do Capital)” (Damodaran, 2002:752)

O Valor de Mercado Acrescentado (MVA) permite definir o desvio entre o valor total de mercado da empresa e todo o capital investido na mesma. Desta forma teremos um resultado positivo em termos de MVA nos casos onde o retorno do capital (ROC) é superior ao custo do capital, e um resultado negativo na situação inversa Damodaran (2002).

O MVA permite assim isolar o valor que foi, ou não, adicionado ao investimento proveniente dos seus acionistas.

2.3.4 Método de Avaliação por Múltiplos

Sendo um método de avaliação relativa, quer isto dizer que se estabelece uma relação de comparabilidade entre ativos em determinadas dimensões representativas do mesmo, tais como, a capacidade de geração de lucro com as suas vendas ou a comparação entre o valor contabilístico apurado do capital e o preço pago pela ação, como formas de se concluir sobre o “verdadeiro” valor da empresa.

“Na avaliação pelos métodos de DCF, o objetivo é achar o valor dos ativos com base no risco e crescimento associados aos mesmos e nos *cash flows* que são capazes de gerar. Na avaliação

relativa, o objetivo é valorar os ativos de uma empresa tendo como base o valor de mercado de ativos semelhantes” (Damodaran, 2002:637)

“Quando executado corretamente, este tipo de análise permite à empresa aplicar *stress-tests*² às suas previsões de *cash flows*, e assim tentar perceber o desfasamento entre a sua performance e dos seus concorrentes, fornecendo informações úteis à discussão sobre se o seu posicionamento estratégico atual lhe permite criar mais valor do que os seus concorrentes” (Wessels, David et al: 2005).

É importante perceber que, estando o preço das ações diretamente relacionado com o número de ações detidas pela própria empresa, este valor não pode ser usado como variável de comparação entre empresas. Para que isso suceda é necessário padronizar esse valor, podendo essa padronização ser feita com base nos valores da empresa considerados relevantes para a análise que se pretende, para a dimensão da empresa e para a indústria em que compete. Entre os rácios mais frequentes destacam-se os que estabelecem uma relação afeta ao lucro gerado pela empresa, à receita gerada, ao seu valor contabilístico ou valor de substituição de ativos ou relacionados com medidas específicas do setor de atuação da empresa Damodaran (2002).

Ao permitir estabelecer um termo comparativo a sua análise torna-se imediata, conseguindo posicionar a empresa em relação aos seus concorrentes relevantes através de variados rácios. Pode ser uma ferramenta de grande utilidade na medida em que torna possível a identificação dos rácios acima ou abaixo dos valores tidos como referência, isto é, permite avaliar a performance da empresa influenciando os ajustes feitos à estratégia seguida em cada caso.

3 HENKEL – UM FORNECEDOR GLOBAL

A *Henkel AG & Co. KGaA* atua em todo o globo dispondo de marcas e tecnologias com um posicionamento líder nas respetivas unidades de negócio. Prova disso é o facto dos seus produtos serem vendidos em mais de 120 países, estando fisicamente presente em mais de 75 países quer seja com unidades de vendas, de produção ou de pesquisa e desenvolvimento de produtos.

Como forma de monitorização dos seus processos e valores criados em todo mundo, a Henkel encontra-se dividida em regiões de atuação. Com sede global em Dusseldorf na Alemanha, a empresa detém ainda centros regionais que permitem um controlo mais próximo do mercado em

² Técnica de simulação que permite avaliar a reação de um ativo/passivo perante diferentes cenários financeiros. (Investopedia)

questão. Em Viena, na Áustria, para o mercado europeu, na China, em Shanghai e nos Emirados Árabes Unidos, no Dubai, para a região de Ásia e Médio Oriente respetivamente, em Connecticut e no Arizona nos Estados Unidos da América (EUA), para o Norte da América e para a América Latina tem um centro na Cidade do México, no México, e outro em São Paulo, no Brasil.

3.1 VISÃO GERAL DO ANO 2015

3.1.1 Condições económicas

No ano de 2015 a economia global apresentou um crescimento moderado, com o produto interno bruto (PIB) global a crescer 2,5%. No que toca aos mercados maduros estes apresentaram um crescimento de cerca de 2%, enquanto os mercados emergentes alcançaram um crescimento a rondar os 4%. Valores que refletem a resiliência económica dos mercados Europeu e Norte Americano e o contínuo abrandamento do crescimento nos mercados emergentes.

3.1.1.1 Indústria e Consumo

O crescimento na produção industrial tem vindo a abrandar, fixando-se nos 2% em 2015. Nas indústrias de exportação pelo contrário verificou-se um crescimento moderado enquanto nos setores de consumo é notável uma tendência repressiva do crescimento. O consumo privado mantém-se ao nível do crescimento do ano anterior, fixando-se nos 2,5%.

Em relação às indústrias particularmente importantes para a Henkel:

- Indústria dos transportes : Cresceu 2% em 2015
- Setor eletrónico: Cresceu 3,5%
- Indústria do metal: Cresceu 1,5%
- Indústria global de embalagens: Cresceu 1%
- Indústria da construção: Cresceu 3%

Em relação ao comportamento das Indústrias por região verifica-se um aumento da produção em 2% na América do Norte e de aproximadamente 1 % na Europa Ocidental. A produção industrial nos mercados emergentes cresceu 3,5%, valor inferior ao atingido no ano anterior, nos mercados Africanos e do Médio Oriente verificou-se um crescimento de 2%, crescendo cerca de 5% na Ásia, sem Japão, enquanto na Europa Oriental a produção industrial cresceu cerca de 1%. Na América Latina verifica-se uma contínua diminuição.

3.1.1.2 Regiões

Nos mercados regionais, em 2015 a tendência para o abrandamento do crescimento dos mercados emergentes é facto a salientar. O mercado Norte Americano finalizou o ano com um crescimento na ordem dos 2%, tal como a região ocidental da Europa. Destaque negativo para o mercado Japonês que apresentou um crescimento de apenas 1%. Pela positiva o mercado Asiático, excetuando o Japão, cresceu 5,5% ao longo de 2015. África e o Médio Oriente apresentaram um crescimento de cerca de 2,5% (abaixo do registado em 2014 – 3%) enquanto na Europa Oriental registou-se uma performance económica negativa.

3.1.1.3 Materiais Diretos

Verificou-se uma descida geral do preço das matérias-primas, das embalagens e dos produtos e serviços adquiridos, quando comparados com o ano transato muito por culpa da descida de matérias como o petróleo e o óleo de palma.

3.1.1.4 Desvalorização/Valorização da moeda nacional

De uma maneira geral a tendência nos mercados emergentes relevantes para a Henkel foi de desvalorização da moeda local, com forte destaque para a forte desvalorização do Rublo Russo relativamente ao Euro.

3.1.1.5 Inflação

Com uma inflação global a registar-se na ordem dos 2%, nos mercados emergentes os preços aos consumidores cresceram cerca de 5% ao contrário dos mercados maduros que registaram um leve aumento de preços. África, Ásia e Médio Oriente registaram aumentos moderados de preços ao contrário do que se verificou na Europa Oriental e principalmente na América Latina onde se registaram as maiores subidas de preço.

3.1.2 Resultados Henkel em 2015

A Henkel em 2015 aumentou significativamente as suas vendas, registando 18,089 milhões de euros. Uma boa performance nos mercados emergentes contribuiu para atingir 3% de crescimento orgânico global das suas vendas. Só nestes mercados registou-se um aumento de vendas orgânicas

na ordem dos 5,9%. Os resultados destes mercados em 2015 revelam um peso de cerca de 43% no total de vendas do Grupo.

Através de aumentos seletivos de preços, da poupança proveniente das medidas de redução de custos impostas na empresa e do melhoramento da eficiência ao nível da produção e da cadeia de fornecimento permitiram um aumento da margem bruta de vendas ajustada em cerca de 0,8 pontos percentuais, fixando-se nos 48,3%. Estes resultados e a contínua adaptação das estruturas da empresa aos mercados e consumidores permitiu à Henkel registar pela primeira vez um retorno ajustado das vendas de cerca de 16,2%, contra os 15,8% do ano de 2014.

Em termos das suas unidades de negócio, a empresa registou sólidos aumentos orgânicos. *Laundry & Home Care* registou um crescimento das suas vendas orgânicas de cerca de 4,9%, enquanto o aumento orgânico das vendas em *Beauty Care* se situou nos 2,1%. *Adhesive Technologies* registou um aumento de 2,4%.

O desempenho da empresa por região de atuação reconheceu também importantes resultados. Na Europa Ocidental as suas vendas cresceram cerca de 5,6% para 6,045 milhões de euros. No entanto em termos orgânicos registou-se um ligeiro declínio na ordem dos 0,3%. O declínio do negócio na Suíça e no norte da Europa sobrepuseram-se ao crescimento registado em Inglaterra e França, tendo o peso desta região nas vendas do Grupo descido para 34%.

As vendas na Europa Oriental têm registado sucessivos decréscimos, fixando-se em 2015 em 2,695 milhões de euros, refletindo a forte desvalorização da moeda Russa perante o euro. No entanto, em termos orgânicos registou-se um crescimento de cerca de 7,3% nestes mercados. A participação destes mercados nas vendas globais do Grupo desceu para 15%.

Nominalmente registou-se um aumento das vendas da Henkel de cerca de 17,3% nos mercados Africanos e no Médio Oriente num total de 1,329 milhões de euros. Em termos orgânicos o crescimento foi de 6,8%. O peso da região nas vendas do Grupo mantém-se nos 7%.

Os ganhos cambiais e as aquisições registadas em 2014 nos mercados do Norte da América levaram a um aumento substancial das vendas de cerca de 26,5%, situando as vendas em 3,648 milhões de euros. Orgânicamente o crescimento é de 2,3%, registando um peso nas vendas de cerca de 20%.

Por fim na América Latina o crescimento situou-se nos 7,9%, registando 1,110 milhões de euros em vendas com um crescimento orgânico de cerca de 8,8%. O peso nas vendas globais mantiveram-se nos 6%.

3.2 HENKEL AG & CO. KGAA (“HENKEL”)

3.2.1 De Aachen para o Mundo

HENKEL & CIE

A empresa foi fundada sob o nome de Henkel & Cie, em setembro de 1876 por Fritz Henkel e dois outros sócios, Otto Dicker e Otto Scheffen, em Aachen. O seu primeiro produto, "Universalwaschmittel", foi um detergente universal à base de silicato de sódio.

Apenas dois anos depois a empresa foi recolocada em Dusseldorf, onde ainda hoje permanece a sua sede, e foi em 1878 que a Henkel lançou para o mercado *Henkel Bleich-Soda*, a primeira grande marca de sucesso alemã em produtos do género. *Bleich-Soda* foi um produto desenvolvido pelo próprio Fritz Henkel e o seu preço acessível e as embalagens práticas e resistentes permitiram a penetração forte no mercado.

INTERNACIONALIZAÇÃO: PRIMEIROS PASSOS

Com o aumento da procura e reconhecimento do produto desenvolvido Fritz Henkel formou a sua primeira equipa de vendedores ambulantes, que permitiu expandir mais rapidamente o seu negócio e entrar em novos mercados que passaram a importar os produtos da *Henkel*.

Com um crescimento “relâmpago”, dois anos depois da sua fundação a empresa iniciou o seu processo de exportação de *Henkel's Bleich-Soda* para a Suíça.

Em 1886 Fritz Henkel, único proprietário da empresa desde 1879, inaugurou o primeiro escritório de vendas fora da Alemanha, em Viena na Áustria.

EMPRESA FAMILIAR EM CONTINUO CRESCIMENTO

O forte crescimento da procura dos produtos obrigou a Henkel a expandir a sua capacidade produtiva. Fritz Henkel adquiriu em 1899 o terreno em Holthausen, nos subúrbios de Dusseldorf, acessível e perto de transportes, onde viria a construir a sede da sua empresa bem como a maior unidade produtiva da Henkel em todo mundo.

Fritz Henkel Jr., que se havia juntado à empresa do pai em 1893 como aprendiz, teve mais tarde um peso preponderante na comunicação da empresa cujas criativas campanhas publicitárias serviram de modelo para a forma de gestão moderna das marcas.

Em 1905, Dr. Hugo Henkel, filho mais novo de Fritz Henkel, entrou para a empresa após terminar o doutoramento em química e criou o primeiro laboratório de investigação. Seria este o ponto de partida para a investigação sistemática na Henkel.

É neste mesmo laboratório onde o Dr. Hermann Weber fez a sua pesquisa sobre o uso de sais oxigenados como branqueador, que culminou com o lançamento no mercado em 1907 de *PERSIL*, o primeiro detergente auto-agente do mundo, que permitia assim uma lavagem e branqueamento simultânea, tornando o tratamento da roupa mais eficiente e muito menos custoso.

O sucesso do novo produto refletiu-se num aumento da sua procura, de tal forma que em 1912 a produção de *PERSIL* correspondia a 40% da produção de detergentes da Henkel, cerca de 20.000 toneladas sendo exportado para a Europa e para os Estados Unidos da América. O produto é atualmente líder de mercado no negócio de “Laundry & Home Care” e um nome reconhecido em mais de 50 países.

Como forma de diversificação do seu portfólio, de captar excedente de mercado e ainda aproveitar a sua capacidade produtiva, Fritz Henkel expandiu o seu negócio com o lançamento de produtos como fertilizantes, *Floral* é um exemplo de sucesso no mercado alemão, desengraxantes ou desinfetantes, e com a exploração de matérias como a glicerina tornando a Henkel no maior produtor da Europa, e a extração de óleo lucrando com os subprodutos do mesmo.

O *Know-How* gerado na Henkel, suportado por uma contínua pesquisa científica sobre as matérias-primas e características dos componentes dos seus produtos, e a sua atitude vanguardista perante o mercado culmina no sucesso dos seus principais produtos, primeiro de *Bleich-Soda* depois de *PERSIL*, que se reflete nas vendas da empresa.

O forte aumento da procura originou a necessidade de abertura de novas instalações produtivas. De 1913, ano em que foi inaugurada a unidade produtiva na Suíça e primeira fora da Alemanha, a 1937 a Henkel ergueu instalações de produção em 11 países Europeus, da Noruega à Hungria, e em 1951 inaugurou a primeira unidade de produção fora da Europa, na África do Sul.

IE II GUERRA MUNDIAL; BEAUTY CARE E ADHESIVES TECHNOLOGIES

Uma empresa com 140 anos que soube acompanhar e adaptar-se a momentos e alterações marcantes na história da indústria e da humanidade estando muitas das vezes na vanguarda das inovações tecnológicas que marcaram os mercados em que estão presentes.

Com um comprometimento muito forte para com os objetivos da empresa dos trabalhadores integrados na sua cultura e certamente a partilha da vontade de manterem a marca de alta qualidade dos seus produtos e o estatuto de liderança, foi possível à Henkel ultrapassar períodos “negros” da economia mundial.

Aos diversos choques de mercado com que se deparou respondeu com adaptações rápidas, procurando corresponder às novas exigências com soluções para as novas oportunidades que daí também surgiam.

A primeira Guerra Mundial foi o primeiro grande desafio a superar pela empresa. Perdeu trabalhadores, destacados para os campos de batalha, e envolveu-se nos acontecimentos desde o início da guerra. Transformou uma sede da empresa num hospital e nunca perdeu o vínculo aos seus colaboradores com a produção de um jornal “Blatter vom Hause”(Notícias de Casa) que servia de ligação entre a Henkel e os seus trabalhadores em combate, com a criação de fundos específicos e enviando-lhes suporte essencial e remessas de meias, tabaco e outros.

Outro dado curioso durante este período foi a integração na empresa de perto de uma centena de prisioneiros de guerra Russos para colmatar a perda de pessoal, algo que se viria a repetir durante a segunda grande guerra contribuindo de forma efetiva para a reinserção e restituição da normalidade durante esse período.

No final da guerra com a ocupação das tropas aliadas e a perda de autonomia da Alemanha, a Henkel não conseguia ter um fornecimento contínuo e suficiente de cola necessário para fechar as suas embalagens. Como forma de adaptação à realidade conjuntural começou a produzir a sua própria cola, para consumo interno, em 1922.

Em junho de 1923, identificando uma oportunidade de negócio, iniciou a venda para o mercado das suas primeiras colas sendo assim criada uma nova área de negócio na empresa na qual viria a ser líder global no fornecimento de adesivos, vedantes e soluções funcionais de revestimento que hoje representa quase metade da sua faturação global.

Em 1997 a Henkel deu por concluída a aquisição mais cara da sua história até àquela data. A Americana *Loctite Corporation*, antiga parceira da equipa de formula 1 McLaren Mercedes no fornecimento das suas colas. As primeiras ações foram compradas pela Henkel em 1986, e em 1994 já detinham 35% das mesmas. A Loctite é hoje a marca líder no fornecimento de adesivos e selantes e de soluções inovadoras no tratamento de superfícies, disponível para venda em mais de 130 países e com soluções tanto para uso do consumidor final como para uso no mais variado tipo

de indústria, desde a aeroespacial à automóvel entrando também na montagem industrial e no desenvolvimento de aplicações de reparação.

A área de cosméticos teve início na empresa através de duas principais aquisições da Henkel de empresas no ramo, a *Dreiring-Werke* em 1924 para em 1950 comprar a totalidade das participações da empresa. Nesse mesmo ano adquiriu *Therachemie*, lançando produtos como a *Polycolor*, tinta para o cabelo, e cremes clareadores.

A unidade de *Beauty Care* da Henkel tem uma posição de líder de mercado em todos os segmentos em que está presente, sendo reconhecida pelos seus produtos inovadores no mercado de bens de consumo. Disponibiliza produtos em campos como cuidado e coloração de cabelo e cuidado oral, de pele e corpo.

Enquanto isso no mercado de cabeleireiros profissionais o foco está no estímulo de mercados emergentes. A *Schwarzkopf* (cabeça negra) é uma denominada *Top Brand* da área de cosméticos. Adquirida pela Henkel em 1995, é uma das top-3 líderes mundiais no fornecimento de produtos de cabeleireiros profissionais.

Hans Schwarzkopf químico e proprietário de uma pequena farmácia em Berlim, desenvolveu em 1903 o primeiro champô em pó que se dissolvia em água. O produto revolucionou por completo o mercado tornando-se num sucesso tal que Hans Schwarzkopf apenas um ano depois dedicou-se a tempo inteiro ao desenvolvimento do produto e lançou o champô com a imagem de uma silhueta negra, ainda hoje símbolo da marca, e em poucos anos exportava para a Rússia e Holanda.

Durante a segunda guerra mundial e com as restrições impostas pelo governo alemão, tal como a impossibilidade de produção de diferenciados tipos de sabão, o portfólio de cerca de 200 produtos que a Henkel comercializava foi refeito e reduzido.

Respondendo às novas oportunidades de negócio a Henkel lançou para o mercado novos produtos inovadores, tais como o primeiro detergente sintético para tecidos finos sob a marca *Dixit*.

Imediatamente após o fim da guerra a Henkel iniciou a produção de produtos de cuidado pessoal e começou a comercializar num novo segmento de negócio.

INTERNACIONALIZAÇÃO

A partir da década de 60 a Henkel impulsionou o seu crescimento com aquisições estratégicas de empresas e marcas, o que lhe permitiu entrar em novos mercados, expandir o seu portfólio de produtos aumentando também as vendas e fortalecer o seu posicionamento de líder global nos mercados em que opera.

- Aquisição da *Standard Chemical Products, Inc* em 1960 entrando no mercado Americano de produtos químicos.
- Em 1962, adquire a *Sichel-Werke AG* principal concorrente alemão no setor dos adesivos.
- Aquisição de ações na *The Clorox Company* em 1974, importante para maior eficiência na produção e vendas de determinados produtos destinados a consumidores privados e a granel.
- Fortalecimento da sua posição no mercado de retalho de cosméticos com a compra da gama de produtos de cuidados faciais AOK, à empresa *Von Heyden GmbH* em 1983.
- Em 1984 adquiriu a gama de produtos *Teroson* da Heidelberg, permitindo fortalecer a sua presença em indústrias como a automóvel e de montagens.
- Em 1995 a Henkel adquiriu a empresa de cosmética *Hans Schwarzkopf GmbH*, actualmente uma das top-3 líderes mundiais no fornecimento de produtos para salões de cabeleireiro profissionais.
- A *Loctite* é uma *Top Brand* da Henkel integrada na unidade de negócio de *Adhesives Technologies*, uma das marcas de colas mais importantes do mercado industrial foi adquirida pela Henkel em 1997.
- Em 2004 a Henkel aumenta a sua força no mercado de cuidados pessoais e produtos de limpeza domésticos no Norte da America através da aquisição da *Dial Corporation*, hoje conhecida como *Henkel Corporation*, uma empresa de renome no mercado Norte Americano conhecida pela introdução nos Estados Unidos da América do primeiro sabonete antibacteriano e que se tornou a marca líder do mercado.
- Também em 2004 e também na América do Norte mas no mercado de cosméticos a Henkel adquiriu a empresa Americana *Advanced Research Laboratories*.

- Aquisição da *AkzoNobel* em 2008, anteriormente um segmento de negócio de Adesivos e Materiais Eletrónicos pertencente à *National Starch*, por 3,7 milhares de milhão de euros
 - Em 2015 a Henkel adquiriu várias empresas e negócios e ações minoritárias das suas subsidiárias, entre os quais:
 - *Novamelt GmbH*, fornecedor líder mundial de soluções para adesivos, vedantes e revestimentos funcionais especializado em adesivos sensíveis à atuação em grande pressão;
 - Aquisição de ações minoritárias da *Henkel Chembond Surface* na Índia (Adhesive Technologies);
 - Aquisição de todas as marcas de pré-lavagem e detergentes para a roupa afetos aos mercados da Austrália e Nova Zelândia num acordo com a *Colgate-Palmolive Company* que representam cerca de 100 milhões de euros em vendas anuais. Preço de compra total de 194 milhões de euros (Laundry & Home Care);

Já em 2016 foram feitas aquisições importantes como a aquisição de marcas líderes no mercado de cuidados para o cabelo na Rússia, Turquia e Arábia Saudita, por 212 milhões de euros num negócio que gera cerca de 100 milhões anuais (Beauty Care).

O destaque vai para aquela que é a maior aquisição de sempre da história da Henkel AG & Co. KGaA. A aquisição da *Sun Products Corporation* ao fundo *Vestar Capital Partners*. Com um portfólio de produtos líderes no mercado de detergentes e cuidados domésticos, que geraram em 2015 1.4 milhares de milhão de euros, foi possível à Henkel ascender ao 2º lugar no mercado de detergentes Norte Americano. A compra foi efetuada por 3.2 milhares de milhão de euros.

DR. KONRAD HENKEL

O tema da internacionalização na Henkel tem sinónimo em um nome conhecido na família, Konrad Henkel. Nascido em Outubro de 1915, neto de Fritz Henkel, juntou-se à então *Henkel & Cie GmbH* em 1948 para o departamento de desenvolvimento de produtos após terminar o doutoramento em química. Ascende ao cargo de Presidente do Conselho de Administração em 1961 e introduz na Henkel uma nova visão com modernas e inovadoras abordagens de Marketing que permitiram expandir o alcance internacional da empresa, por exemplo para mercados como o Japonês, a América Latina e os Estados Unidos, enquanto estabelecia simultaneamente uma posição de líder

na Europa . Foi o grande responsável pelo desenvolvimento da, até então, empresa familiar com o seu grande foco no mercado Alemão num grupo de atuação e reconhecimento internacional. Atualmente a Henkel tem 170 unidades de produção espalhados por 55 países gerando mais de 85% das suas vendas fora da Alemanha, contando com 50.000 colaboradores, de 120 nacionalidades diferentes, que se encontram em mais de 75 países diferentes sendo que 80% destes estão fora da Alemanha, e mais de metade em mercados emergentes.

Promoveu profundas mudanças organizacionais, sendo que a partir de 1969 a empresa passou a estar dividida em divisões, funções e regiões com um Conselho Central de Gestão. Entre 1980 e 1990 assumiu o cargo de Presidente do Conselho e do Comitê de Acionistas, após isso manteve a sua ligação à empresa como Presidente Honorário até ao seu falecimento em 1999.

OFERTA PÚBLICA INICIAL (OPI)

Um dos grandes marcos da passagem de Konrad pela Henkel data de 1985, ano em que as ações da empresa foram cotadas pela primeira vez em Bolsa de Valores. Foi então a primeira vez que investidores fora da família puderam participar no sucesso e crescimento da empresa, pretendendo no entanto manter o seu caráter familiar. Como tal a totalidade das ações ordinárias da empresa mantiveram-se em poder da família até 1996 e atualmente 61% das mesmas estão incorporadas num acordo de longo prazo para a partilha das ações entre os descendentes de Fritz Henkel. Desde o seu lançamento em bolsa que a Henkel é membro do índice de ações alemão (DAX) sendo atualmente um membro valioso do DAX-30. O fenómeno de crescimento da empresa foi rapidamente refletido na performance das suas ações, sendo que um investimento, quando as suas ações preferenciais foram lançadas em 1985, com reinvestimento dos dividendos na própria ação (sem dedução de impostos) apresentaria, no final de 2015, uma taxa média de reembolso de 12,4% por ano, quer isto dizer que um investimento de 1 000€ em 1985 nas condições descritas, tem no final de 2015 um valor de 34 171€, representando um crescimento em valor de cerca de 3 317%³.

“Ele tornou a Henkel uma empresa internacional e mais moderna, e acima de tudo contribuiu com importantes transformações no negócio familiar – não só através da cotação em bolsa das ações da Henkel em 1985, mas também por ter nomeado como responsável máximo da empresa alguém que não era membro da família pela primeira vez na história da Henkel” Dr. Simone Bagel-Trah,

³ Informação recolhida do Relatório Anual Henkel 2015, pág.52

Presidente do Conselho de Supervisão e do Comitê de Acionistas da Empresa e Trineta do fundador, sobre Konrad.

CRESCIMENTO SUSTENTÁVEL, AMBIENTE E SOCIEDADE

É também atribuído a Konrad Henkel o “salto” qualitativo em termos de sustentabilidade e de preocupação ambiental e social na Henkel, não só pela promoção de produtos e processos de produção sustentáveis, como o desenvolvimento de detergentes sem fosfato num trabalho de investigação que custou cerca de 40 milhões de marcos alemães em 1973, mas também pelo crescente sentido de responsabilidade da empresa para com os seus trabalhadores. A monitorização do rio Reno e seus afluentes por surfactantes de detergentes, é feita pela Henkel desde 1958. Em 1992 torna-se numa das primeiras empresas alemãs a publicar um relatório ambiental. No entanto os primeiros sinais de se querer “caminhar” para um desenvolvimento sustentável na Henkel remonta ao tempo do seu fundador. Em 1900, já Fritz Henkel naquela época demonstrava preocupação com o bem-estar dos seus trabalhadores oferecendo-lhes as refeições durante o seu turno inaugurando em 1915 a primeira cantina, nesta altura já com cerca de 1200 trabalhadores a seu cargo. Em 1912, por Hugo Henkel, inaugura uma enfermaria com o propósito de servir os seus trabalhadores. A Henkel foi ainda a primeira empresa alemã a contratar um engenheiro de segurança, visando melhorar as condições de segurança no trabalho em 1927. Em 2011 apresenta a nova estratégia de sustentabilidade 2030, cujo objetivo principal será atingir mais com menos. A Henkel pretende assim criar mais valor para os seus clientes e consumidores, para as comunidades onde a Henkel se faz representar bem como para a própria empresa, triplicando estes valores em 2030, e diminuindo sucessivamente a sua pegada ecológica. Nestes primeiros 5 anos a Henkel aumentou a sua eficiência em 38% e mais de 5 milhões de pessoas já beneficiaram das atividades de envolvimento social da Henkel.

3.2.2 Unidades de Negócio

3.2.2.1 Divisão Laundry & Home Care

Unidade de negócio que inicia o percurso de sucesso de uma Multinacional representada nos 5 continentes e com 140 anos de atuação no mercado. A divisão de *Laundry & Home Care* nasce com a Henkel em 1876 com o lançamento do detergente para lavar a roupa *Universal-Waschmittel*.

Atualmente uma unidade global dinâmica associada ao desenvolvimento de produtos inovadores, representados por marcas reconhecidas pelos consumidores como *Persil*, *Purex* ou *Pril*. Nos mercados maduros e relevantes para a Henkel, a divisão detém posições de liderança com as suas marcas, tendo também como objetivo a expansão da sua percentagem de vendas nos mercados emergentes.

Em Portugal as marcas principais são a *Persil*, *Sonazol* e *X-TRA*.

Tabela 1 - Portfólio de Produtos

Laundry & Home Care

- *Detergentes para a roupa*
- *Aditivos para a roupa*
- *Detergente para máquina de lavar loiça*
- *Produtos de limpeza para superfícies difíceis*
- *Cuidado da Casa de Banho*
- *Inseticidas*
- *Ambientadores*

Em 2015 a divisão apresentou um total de 5,137 milhares de milhão de euros, o que representa cerca de 28% das vendas totais da Henkel. O crescimento orgânico das suas vendas foi de 4,9%. A estratégia de crescimento tem suporte em marcas fortes e inovações de produtos que acrescentam valor ao consumidor. Com uma gestão centralizada e eficiente do seu processo de inovação e conhecimento dos hábitos de consumo dos consumidores pretende ser rápida na identificação das tendências de consumo e na incorporação dessa informação nos seus produtos.

Laundry & Home Care in numbers

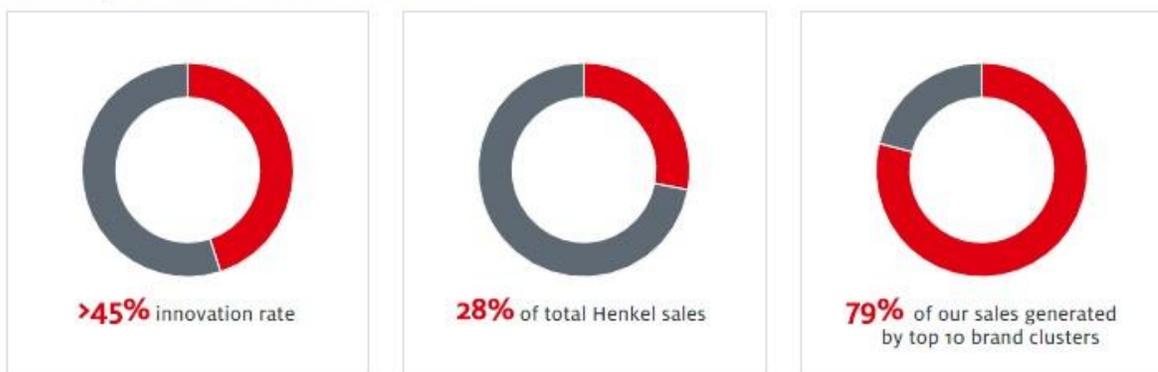


Figura 1 – Análise de rácios de Laundry & Home Care

Fonte: imagem retirada diretamente do site: <http://www.henkel.com/brands-and-businesses/laundry-and-home-care>

***INNOVATION RATE**: percentagem das vendas respeitante a produtos lançados nos últimos 5 anos

CURIOSIDADE: As Vendas anuais, em quantidade, da Henkel no global dos seus detergentes serve cerca de 25 milhares de milhões de cargas de máquinas de lavar roupa.

3.2.2.2 DIVISÃO BEAUTY CARE

Mantém posições de liderança nos mercados relevantes em todo o mundo, produzindo e comercializando uma vasta gama de produtos de qualidade reconhecida em 150 países. Tem como marcas principais a *Schwarzkopf*, a *Dial* e a *Syoss*.

Opera no mercado de bens de consumo, dividindo a sua atuação no mercado de grande consumo e no mercado profissional de cabeleireiros. No grande consumo o principal objetivo passa pelo aumento da sua quota nos mercados maduros através do fortalecimento da sua posição de líder em inovação.

No mercado profissional de cabeleireiros, mantém posições de liderança em todos os segmentos de mercado internacionais, estando entre as 3 principais companhias de beleza e dinamizando o mercado através da inovação. A marca *Schwarzkopf Professional* está entre os 3 principais fornecedores mundiais de produtos para cabeleireiro.

Tabela 2 - Portólio de Produtos

Beauty Care

- *Tratamento Capilar*
- *Coloração Capilar*
- *Finalização Capilar*
- *Cuidado de Corpo*
- *Cuidado de Rosto*
- *Higiene Oral*

Em 2015 regista um total de 3,833 milhares de milhões de euros em vendas o que representa cerca de 21% nas vendas totais do Grupo. Com uma contínua aposta numa estratégia de globalização com especial foco nos mercados emergentes, a divisão de *Beauty Care* tem a sua estratégia de crescimento alinhada com o fortalecimento constante das suas *Top Brands*. Em 2015 as 10 principais marcas cresceram a uma velocidade superior às restantes em carteira e contribuíram em cerca de 90% para as vendas totais da divisão.

Beauty Care in numbers

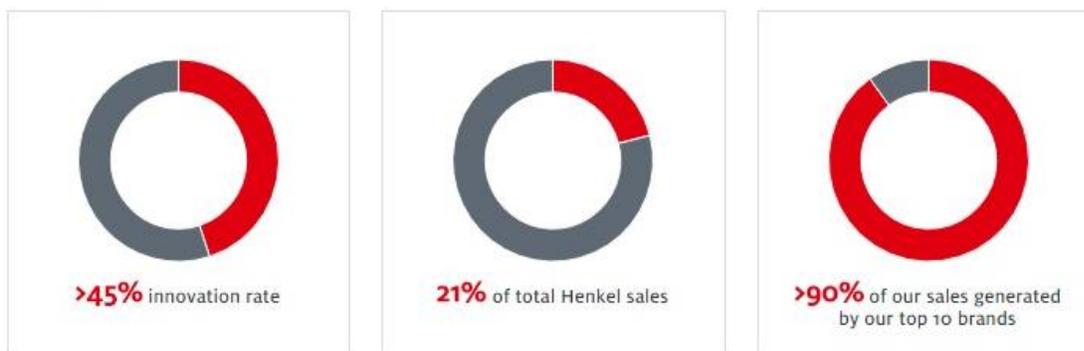


Figura 2 – Análise de rácios de *Beauty Care*

Fonte: imagem retirada diretamente do site: <http://www.henkel.com/brands-and-businesses/beauty-care>

*INNOVATION RATE: percentagem das vendas respeitante a produtos lançados nos últimos 5 anos

CURIOSIDADE: São vendidas em todo mundo mais de 20 colorações das marcas Henkel por cada segundo que passa.

3.2.2.3 DIVISÃO ADHESIVE TECHNOLOGIES

Principal fabricante de adesivos em todo o mundo, a Henkel tem na sua divisão de *Adhesive Technologies* o líder global em soluções para adesivos, vedantes e revestimentos funcionais. A eficácia das suas inovações aliada às tecnologias líder das melhores marcas como a *Loctite* permitem a criação de um valor sustentável para todo o tipo de utilizadores das mesmas, industriais e consumidores profissionais ou amadores.

O *portfólio* de produtos da unidade de negócio organiza-se em dois grupos em função da sua aplicação final. Assim para soluções industriais a Henkel representa-se por 5 marcas com tecnologias aplicadas em diversos mercados. Para os mercados de consumo e profissional o foco da empresa é em quatro plataformas globais de marcas com soluções para variadas finalidades.

Tabela 3 - Portólio de Produtos

<i>Adhesive Technologies</i>	
<p><u>Produtos Industriais:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Loctite</i> • <i>Bonderite</i> • <i>Technomelt</i> • <i>Teroson</i> • <i>Aquence</i> 	<p><i>Mercados de Consumo e Profissional:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Loctite</i> • <i>Ceresit</i> • <i>Pattex</i> • <i>Pritt</i>

A maior das 3 unidades de negócio da Henkel faturou no ano de 2015 o total de 8,992 bilhões de euros, o que equivale a cerca de 50% das Vendas totais da Henkel. Com um forte potencial de crescimento orgânico e o aumento de escala através de aquisições estratégicas, e sua rápida e adequada integração, a Henkel tem as ferramentas necessárias para desenvolver a unidade. A sua dimensão e posicionamento líder em muitos dos negócios em que está representada oferecem poder de alavancagem através do aproveitamento das sinergias criadas no investimento em Pesquisa e Desenvolvimento, Produção e Gestão dos Materiais.

Para tal não importa apenas focar-se em investimentos atrativos em mercados emergentes, para reforço do crescimento orgânico, ou no crescimento por meio de aquisições. Envolve também diminuir a importância de negócios que oferecem pouca capacidade de diferenciação ou atividades sem significado estratégico.

Com a busca por novos campos de aplicação e pela contínua otimização do desempenho e sustentabilidade dos seus produtos, através da constante pesquisa e inovação das suas tecnologias, a proporção das Vendas da Henkel respeitantes a produtos lançados nos últimos 5 anos situa-se nos 30%.

Adhesive Technologies in numbers

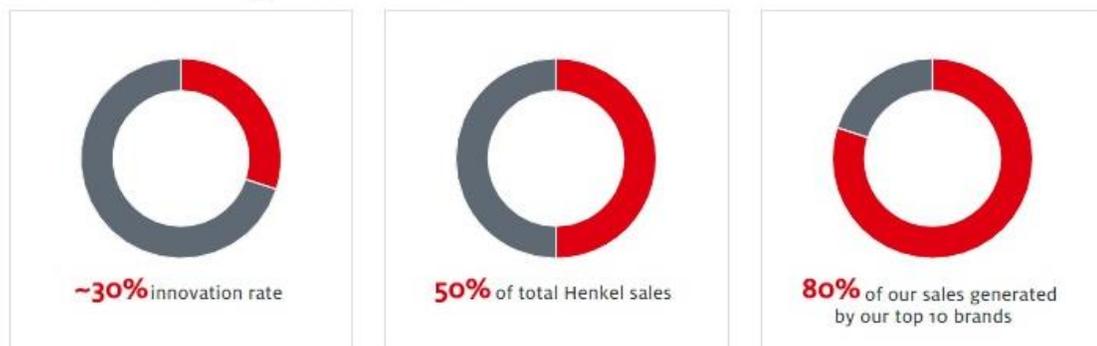


Figura 3 – Análise de rácios de *Adhesive Technologies*

Fonte: imagem retirada diretamente do site: <http://www.henkel.com/brands-and-businesses/beauty-care>

***INNOVATION RATE**: percentagem das vendas respeitante a produtos lançados nos últimos 5 anos

3.3 CULTURA, VISÃO E VALORES

A ambição de se conseguir atingir sempre os melhores resultados e o objetivo de querer ser sempre uma marca líder em mercados muito competitivos em que atua revê-se não só nos produtos e tecnologias que a Henkel desenvolve mas também nos procedimentos dentro da própria empresa. Esta ambição é partilhada pelas subsidiárias e colaboradores da Henkel, como o cordão que os une. A transmissão deste tipo de atitude, para internos e externos à empresa, é o propósito da Henkel por forma a consolidar o seu compromisso com a excelência.

“HENKEL – Excellence is our Passion” – Slogan da empresa desde 2011.

VISÃO – “Ser líder global em marcas e tecnologias”.

VALORES – Cientes, Pessoas, Resultados Financeiros, Sustentabilidade e Empresa Familiar

3.4 QUATRO ESTRATÉGIAS PRIORITÁRIAS

Com o objetivo de implementar a Visão da Henkel para o longo prazo, a empresa definiu quatro prioridades estratégicas nas quais assenta a sua estratégia. Desta forma prevê superar os seus concorrentes (*Outperform*), como empresa globalizada (*Globalize*) que define operações simplificadas (*Simplify*) com uma equipa motivada (*Inspire*).

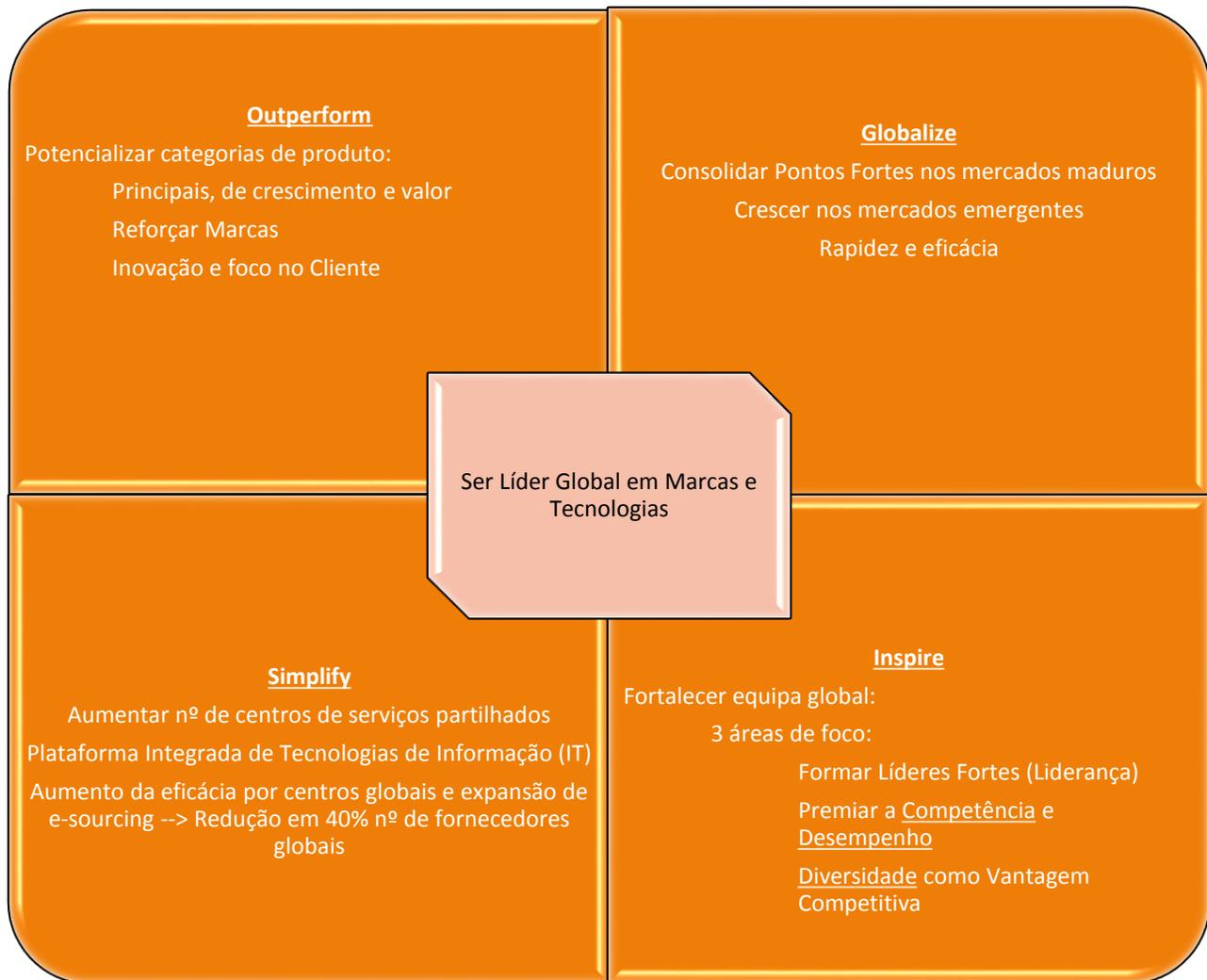


Figura 4 – Quatro pontos estratégicos para a *Henkel*

Fonte: Adaptado da informação disponível no Relatório Anual de 2015, páginas 12-23

Como forma de sustentar a sua estratégia a Henkel, após análise das tendências de mercado a longo prazo, define três tendências com capacidade de condicionamento dos negócios e nas quais centra a sua estratégia:

- **Consolidação**, de fornecedores, fabricantes e clientes apontando a dimensão da empresa como factor crítico de sucesso.
- Expandir ainda mais a presença da Henkel nos **Mercados Emergentes**
- **Velocidade**, na medida em que a simplificação de processos e a excelência nas operações permitirá a antecipação e maior rapidez na adaptação às dinâmicas de mercado e decisões de fornecedores, clientes e concorrência.

3.5 ANÁLISE SWOT

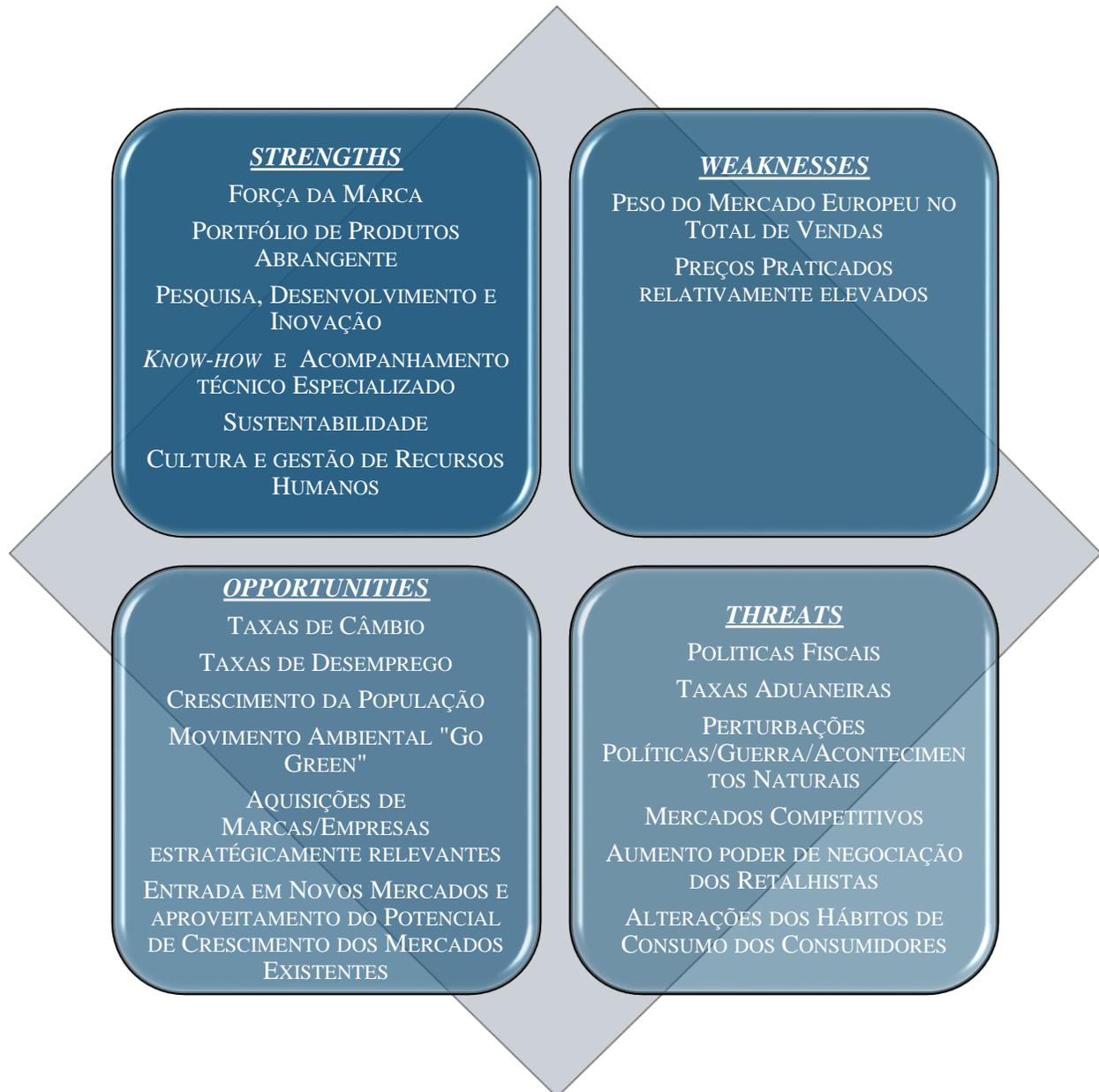


Figura 5 – SWOT HENKEL

4 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Por forma a analisar o comportamento histórico das demonstrações financeiras da Henkel foi usado como fonte de informação o Balanço e a Demonstração de Resultados dos últimos 3 anos (leia-se 2013,2014 e 2015).

Tabela 4 - Demonstrações de Resultados (Milhões de €)

<i>Years</i>	2013	2014	2015
<i>Revenues</i>	16,355	16,428	18,089
<i>Sales</i>	16,355	16,428	18,089
<i>Cost of Sales</i>	8,546	8,712	9,368
<i>Gross Profit</i>	7,809	7,716	8,721
<i>Fixed Expenses and losses</i>	5,524	5,472	6,076
<i>Marketing, selling and distribution expenses</i>	4,242	4,151	4,608
<i>Research and development expenses</i>	415	413	478
<i>Administrative expenses</i>	842	852	1,012
<i>Other operating income</i>	-122	-109	-127
<i>Other operating charges</i>	147	165	105
<i>Net Operating Income = Profit from Operations = EBIT</i>	2,285	2,244	2,645
<i>Financial Income</i>	-113	-49	-42
<i>Interest Expense</i>	94	48	45
<i>Interest Income</i>	36	39	28
<i>Other financial result</i>	55	46	24
<i>Investment result</i>		6	1
<i>Profit before taxes = EBT</i>	2,172	2,195	2,603
<i>Income taxes</i>	547	533	635
<i>Net Income</i>	1,625	1,662	1,968

Tabela 5 - Balanço (em milhões de €)

Years	2013	2014	2015
ASSETS			
<i>Property, Plant and equipment</i>	2295	2461	2661
<i>Intangible Fixed Assets</i>	8189	10,590	11,682
<i>Other financial assets</i>	148	114	63
<i>Income tax refund claims</i>	6	7	7
<i>Other assets</i>	116	140	177
<i>Deferred tax assets</i>	606	838	816
<u>Total Non Current Assets</u>	11,360	14,150	15,406
Current Assets			
<i>- Inventories</i>	1,494	1,671	1,721
<i>- Trade Accounts Receivable</i>	2,370	2,747	2,944
<i>- Other financial assets</i>	2,664	676	540
<i>- Income tax refund claims</i>	128	174	196
<i>- Other assets</i>	241	284	330
<i>-Cash and cash equivalents</i>	1,051	1,228	1,176
<i>-Assets held for sale</i>	36	31	10
<u>Total Current Assets</u>	7,984	6,811	6,917
<u>Total Assets</u>	19,344	20,961	22,323
OWNERS EQUITY AND LIABILITIES			
Equity			
<i>Owners (group) Equity:</i>			
<i>- Issued Capital</i>	437,95875	437,95875	437,95875
<i>-Ordinary Shares</i>	259,795875	259,795875	259,795875
<i>-Preferred Shares</i>	178,162875	178,162875	178,162875
<i>- Capital Reserve</i>	652	652	652
<i>-Treasury Shares</i>	-91	-91	-91
<i>- Retained Earnings</i>	10,561	11,396	12,984
<i>-Other components of equity</i>	-1,516	-887	-322
<i>-Equity attributable to shareholders of Henkel AG & Co. KgaA</i>	10,043.96	11,507.96	13,660.96
<i>-Non-controlling interests</i>	114	136	150
<u>Total Equity</u>	10,157.96	11,643.96	13,810.96

<i>Liabilities</i>			
<i>Non Current Liabilities</i>			
<i>Pension Obligations</i>	820	1,262	988
<i>Income Tax Provisions</i>	78	84	89
<i>Other Provisions</i>	335	380	396
<i>Borrowings</i>	1,386	1,354	4
<i>Other Financial Liabilities</i>	2	1	1
<i>Other Liabilities</i>	14	13	16
<i>Defferred tax liabilities</i>	457	628	670
<u>Total Not Current Liabilities</u>	3,092	3,722	2,164
<i>Current Liabilities</i>			
<i>Income Tax Provisions</i>	172	251	263
<i>Other Provisions</i>	1,454	1,513	1,564
<i>Borrowings</i>	1,230	390	880
<i>Trade accounts payable</i>	2,872	3,046	3,176
<i>Other Financial Liabilities</i>	87	117	109
<i>Other Liabilities</i>	230	268	351
<i>Income Tax Liabilities</i>	20	10	5
<i>Liabilities held for sale</i>	29	-	-
<u>Total Current Liabilities</u>	6,094	5,595	6,348
<u>Total Liabilities</u>	9,186	9,317	8,512
<u>Total Sources of Funds</u>	19,343.96	20,960.96	22,322.96

A análise será organizada em 4 focos: Crescimento; Rentabilidade; Risco e Equilíbrio Financeiro.

4.1 CRESCIMENTO

Iniciando-se numa visão geral do desempenho da empresa, a análise do crescimento dos seus indicadores mais relevantes nos últimos 3 anos dá-nos informações sobre a evolução da empresa nesse período.

Para se fazer a respetiva análise foi utilizada a fórmula da taxa de crescimento anual composta (CAGR). Sob esta fórmula consegue-se obter uma taxa média de crescimento anual de determinado investimento durante um período especificado:

$$CAGR = \left(\frac{\text{Último Valor Apurado}}{\text{Valor Inicial}} \right)^{\frac{1}{n^{\text{anos}}}} - 1 \quad (12)$$

Tabela 6 - Compounded Annual Growth Rate (CAGR)

<i>Years</i>	2014 vs 2013 (CAGR)	2015 vs 2014 (CAGR)	g (2013-2015)= CAGR
<i>Sales (Total Operating Revenues)</i>	0,446%	10,111%	5,168%
<i>Gross Profit</i>	-1,191%	13,025%	5,678%
<i>Net Operating Income = Profit from Operations = EBIT</i>	-1,794%	17,870%	7,589%
<i>Net Income</i>	2,277%	18,412%	10,049%
<i>Total Assets</i>	8,359%	6,498%	7,424%
<i>Total Equity</i>	14,629%	18,611%	16,603%
<i>Total Liabilities</i>	1,426%	-8,640%	-3,739%

Em termos de crescimento é de salientar que de 2013 para 2014 apesar do crescimento de 0,446% das vendas, o *gross profit* do mesmo período desceu cerca de 1,191% o que se reflete naturalmente num crescimento mais modesto do *net income*.

No período seguinte verifica-se um assinalável aumento das vendas na ordem dos 10,111% aliado a um aumento igualmente significativo do *gross profit* de cerca de 13,025%. Estes resultados podem ser explicados dentro da estratégia da Henkel de aquisições e recuperação de participações minoritárias. A eficiência na incorporação das novas empresas e dos novos negócios no Grupo foi essencial para os resultados apresentados, sendo de evidenciar o crescimento de cerca de 18,412% e de 18,611% do *net income* e do *total equity* respetivamente.

Na sequência lógica da estratégia da empresa, o total da dívida (*total liabilities*) desceu cerca de 8,640%, diminuindo desta forma a sua exposição a choques externos.

4.2 RENTABILIDADE

Tabela 7 - Rentabilidade

<i>Years</i>	2013	2014	2015
<u>Operating profitability</u>			
<i>Operating revenues</i>	16 355,00 €	16 428,00 €	18 089,00 €
<i>Variable charges</i>	8 546,00 €	8 712,00 €	9 368,00 €
<i>Gross profit (or contribution margin)</i>	7 809,00 €	7 716,00 €	8 721,00 €
<i>Gross profit as a % of Sales</i>	47,75%	46,97%	48,21%
<i>EBIT</i>	2 285,00 €	2 244,00 €	2 645,00 €
<i>Return on Sales (ROS)</i>	13,97%	13,66%	14,62%
<u>Economic profitability</u>			
<i>EBIT</i>	2 285,00 €	2 244,00 €	2 645,00 €
<i>Total Assets</i>	19 344,00 €	20 961,00 €	22 323,00 €
<i>ROA (Return on Assets)</i>	11,81%	10,71%	11,85%
<u>Financial profitability</u>			
<i>Total Equity</i>	10 157,96 €	11 643,96 €	13 810,96 €
<i>Net income</i>	1 625,00 €	1 662,00 €	1 968,00 €
<i>Total ROE</i>	15,997%	14,273%	14,2496%

Notória melhoria na eficiência operacional da empresa no último ano, refletido num valor do “*gross profit* em relação às vendas” (*gross profit as a % of sales*) maior em 2015, 48,21%, do que em 2014, 46,97%. Naturalmente com o crescimento do EBIT a acompanhar o crescimento do *gross profit* também o valor do indicador ROS aumentou em 2015 para 14,62%, significativamente superior aos cerca de 13,66% de 2014. A mesma explicação sustenta o desempenho económico com o aumento no retorno dos ativos (*ROA*) em 2015 para 11,85%.

A percentagem de retorno do capital próprio (*ROE*) da empresa mostra sinais de constante decréscimo, refletindo também o sucessivo e significativo aumento em *Equity*.

4.3 RISCO

Tabela 8 – Medidas de Risco

<u>Operating or Business Risk Analysis</u>			
<u>Years</u>	2013	2014	2015
<i>Total Fixed Charges</i>	5 524,00 €	5 472,00 €	6 076,00 €
<i>Gross Profit (or contribution margin) as a %</i>	47,747%	46,969%	48,212%
<i>BreakEvenpoint (BE) in euros</i>	11 569,35 €	11 650,34 €	12 602,77 €
<i>Revenues</i>	16 355,00 €	16 428,00 €	18 089,00 €
<i>Safety margin</i>	0,41 €	0,41 €	0,44 €
<i>Sustainable Sales Drop as a %</i>	0,29 %	0,29 %	0,30 %
<i>Cost of Sales</i>	8 546,00 €	8 712,00 €	9 368,00 €
<i>Gross Profit (or contribution margin) in €</i>	7 809,00 €	7 716,00 €	8 721,00 €
<i>EBIT</i>	2 285,00 €	2 244,00 €	2 645,00 €
<i>Degree of Operating Leverage (ex ante)</i>	3,42	3,44	3,30
<u>Financial risk and total risk analysis</u>			
<i>EBT</i>	2 172,00 €	2 195,00 €	2 603,00 €
<i>Degree of Financial Leverage</i>	1,052	1,022	1,016
<i>Combined Leverage Degree</i>	3,60	3,52	3,35

Numa rápida análise ao Risco da Henkel não surpreende a diminuição significativa do seu “*Degree of Operating Leverage*” em 2015 se olharmos para os sucessivos aumentos do valor das suas “*Revenues*” e do seu BE. O aproveitamento das sinergias criadas com as aquisições de negócios e empresas nos últimos anos podem ser explicativos do aumento da eficiência refletida nos valores de 2015.

Em termos de risco financeiro podemos concluir que a influência deste é bastante diminuta com tendência natural para o seu valor visto que a empresa tem sucessivamente diminuído a sua dívida.

Naturalmente, com a tendência do decréscimo dos riscos do negócio e financeiros da empresa, também os valores do “*Combined Leverage Degree*” se apresentam em clara diminuição.

4.4 EQUILÍBRIO FINANCEIRO

Tabela 9 – Liquidez Financeira

<i>Years</i>	2013	2014	2015
<u>Functional Balance sheet (first approach)</u>			
- Total Equity	10 157,96 €	11 643,96 €	13 810,96 €
- Non Current Liabilities	3 092,00 €	3 722,00 €	2 164,00 €
Permanent Capital=Long term Capital =Non current capital	13 249,96 €	15 365,96 €	15 974,96 €
(Net) Fixed Assets or Non Current Assets	11 360,00 €	14 150,00 €	15 406,00 €
Net Working Capital (NWC)	1 889,96 €	1 215,96 €	568,96 €
<i>Inventories</i>	1 494,00 €	1 671,00 €	1 721,00 €
<i>Trade Accounts Receivable</i>	2 370,00 €	2 747,00 €	2 944,00 €
<i>Income tax refund claims</i>	128,00 €	174,00 €	196,00 €
Total Operating Current Assets	3 992,00 €	4 592,00 €	4 861,00 €
<i>Income Tax Provisions</i>	172,00 €	251,00 €	263,00 €
<i>Other Provisions</i>	1 454,00 €	1 513,00 €	1 564,00 €
<i>Trade accounts payable</i>	2 872,00 €	3 046,00 €	3 176,00 €
<i>Income Tax Liabilities</i>	20,00 €	10,00 €	5,00 €
Total Operating Current Liabilities	4 518,00 €	4 820,00 €	5 008,00 €
Net Operating Working Capital Needs or Requirements (NOWCN)	(526,00) €	(228,00) €	(147,00) €
<u>Net treasury</u>	2 415,96 €	1 443,96 €	715,96 €
<u>Liquidity</u>			
<i>Current Ratio (current assets/current liabilities)</i>	1,310	1,217	1,090
<i>Group Equity/Total Assets (including Minority Interests)</i>	0,52	0,55	0,61
Solvency (Total Equity/Total Liabilities)	1,106	1,250	1,623
<u>Debt Coverage Ratio</u>			
Interest Coverage (EBIT/Interest Expenses)	24,31	46,75	58,78

Em relação ao equilíbrio financeiro da empresa podemos observar no quadro acima que a Henkel apresenta valores de *current ratio* superiores a 1 bem como um *NWC* sempre positivo nos anos em

análise, pelo que em termos de liquidez a empresa não apresenta dificuldades. É de referir no entanto que estes valores estão em queda sucessiva.

Em termos de solvência a empresa não apresenta dificuldades, apresentando um total de recursos próprios mais do que suficiente para fazer face à totalidade das suas dívidas, em caso de falência.

Em termos financeiros a Henkel não apresenta uma grande exposição a choques externos de mercado com um valor de *interest coverage* elevado

5 PROJEÇÕES E ANÁLISE DE RESULTADOS

Neste capítulo são feitas projeções às contas do Grupo por forma a se perspetivar o valor atual futuro dos *Free Cash Flow for the Firm*.

Uma vez que a informação que serviu de base para os resultados obtidos assenta essencialmente no descrito nos relatórios e contas do grupo de 2013, 2014 e 2015 as previsões para 5 anos foram feitas até 2020.

As rúbricas e rácios serão primeiramente analisados por unidade de negócio para depois, incluindo também os gastos da *Holding*, se concluir sobre o *Enterprise Value* no seu global.

Os pressupostos tomados serão também explicados neste capítulo.

5.1 PROJEÇÃO DE VENDAS E EBIT POR UNIDADE DE NEGÓCIO.

Nesta secção serão feitas previsões para as Vendas em cada unidade de negócio até 2020, bem como do EBIT correspondente.

As contas são projetadas tendo como referência o ano de 2015, isto é, no caso das Vendas considera-se o aumento, em termos percentuais, nas vendas em 2015 face ao ano de 2014.

A título de exemplo, a divisão de *Laundry&Home Care* registou em 2015 um aumento de cerca de 11% no total das suas vendas. Face aos pressupostos assumidos para o ano de 2016, é esperado verificar-se a tendência para uma melhoria na taxa de crescimento das suas vendas, fixando a mesma nos 13,5% para o ano em causa, taxa que segue depois em sucessivos decréscimos.

No caso do EBIT, este é projetado fixando o valor obtido em 2015 para o rácio *Return On Sales* (ROS) para cada unidade de negócio. Taxa de imposto sobre o rendimento fixa nos 25%. O mesmo raciocínio é aplicado às restantes áreas de negócio.

Tabela 10 - Projeção Vendas e EBIT por unidade de negócio (Em milhões €)

Anos	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<u>Laundry&Home Care</u>							
<i>Vendas</i>	4 626	5 137	5 830,5	6 588,5	7 412,0	8 227,3	8 638,7
<i>ROS</i>	13,3%	15,3%					
<i>EBIT⁴</i>	615	786	892	1 008	1 134	1 259	1 322
<i>Imposto s/rendimento</i>	149	192	223	252	284	315	330
<i>EBIT (1-t)</i>	466	594	669	756	851	944	991
<u>Beauty Care</u>							
<i>Vendas</i>	3 547	3 833	4 201,0	4 579,1	4 968,3	5 365,7	5 634,0
<i>ROS</i>	11,9%	14,6%					
<i>EBIT⁴</i>	421	561	613	669	725	783	823
<i>Imposto s/rendimento</i>	102	137	153	167	181	196	206
<i>EBIT (1-t)</i>	319	424	460	501	544	588	617
<u>Adhesive Technologies</u>							
<i>Vendas</i>	8 127	8 992	10 125,0	11 340,0	12 644,1	14 034,9	14 736,7
<i>ROS</i>	16,6%	16,3%					
<i>EBIT⁴</i>	1 345	1 462	1 650	1 848	2 061	2 288	2 402
<i>Imposto s/rendimento</i>	327	357	413	462	515	572	601
<i>EBIT (1-t)</i>	1 018	1 105	1 238	1 386	1 546	1 716	1 802
<u>Holding</u>							
<i>EBIT</i>	-137	-164	-167	-171	-174	-178	-181
<i>EBIT (1-t)</i>	-104	-124	-125	-128	-131	-133	-136
<u>EBIT(1-t) Total do Grupo</u>	1 699	2 000	2 241	2 516	2 810	3 114	3 274

5.2 PROJEÇÃO DOS CASH-FLOW (CF) POR UNIDADE DE NEGÓCIO.

Na projecção dos CF é considerado o valor histórico dos *Net Operating Assets (NOA)* de 2014 e 2015 para cada unidade de negócio bem como do rácio *NOA/Sales*. A projecção dos NOA é feita com base neste rácio, sendo que para 2016 considera-se como valor de referência a média entre os rácios dos dois últimos anos. Admite-se o decréscimo deste rácio ao longo do tempo.

⁴EBIT_n = ROS_n*Vendas_n

Tabela 11 - Projeção dos Cash Flow Laundry&Home Care (Em milhões de €)

Anos	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	P
<i>Growth Rate</i>								5,0%
<i>Sales</i>	4 626	5 137	5 830	6 588	7 412	8 227	8 639	9 071
<i>EBIT(1-t)</i>			669	756	851	944	991	1 041
<i>NOA</i>	2 799	3 923	3 965	4 381	4 818	5 183	5 270	5 533
<i>NOA/Sales</i>	60,5%	76,4%	68,0%	66,5%	65,0%	63,0%	61,0%	61,0%
<i>Variation in NOA</i>		1124	42	417	436	365	86	263
<i>CF</i>			627	339	414	579	63095	777
<i>WACC</i>			6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%
<i>CF Atualizado</i>		48 286					62 190	

P= Valor de continuidade; Crescimento dos CF a uma taxa g constante=5%

Considerando um WACC estável no valor de 2015, cerca de 6,25%, a unidade de *Laundry&Home Care* apresenta Cash Flows futuros atualizados a 2015 no valor de 48.286 Biliões de euros, e um valor de continuidade de 62.190 Biliões de euros.

Tabela 12 - Projeção dos Cash Flow Beauty Care (Em milhões de €)

Anos	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	P
<i>Growth Rate</i>								5,0%
<i>Sales</i>	3 547	3 833	4 201	4 579	4 968	5 366	5 634	5 916
<i>EBIT(1-t)</i>			460	501	544	588	617	648
<i>Net Operating Assets</i>	2 096	2 557	2 647	2 862	3 055	3 219	3 324	3 431
<i>NOA/Sales</i>	59,1%	67%	63,0%	62,5%	61,5%	60,0%	59,0%	58,0%
<i>Variation in NOA</i>			90	215	194	164	105	107
<i>CF</i>			370	286	350	424	43 770	541
<i>WACC</i>			6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%
<i>CF Atualizado</i>		33 551					43 258	

P= Valor de continuidade; Crescimento dos CF a uma taxa g constante=5%

Considerando um WACC estável no valor de 2015, cerca de 6,25%, a unidade de *Beauty Care* apresenta Cash Flows futuros atualizados a 2015 no valor de 33.551 Biliões de euros, e um valor de continuidade de 43.258 Biliões de euros.

Tabela 13 - Projeção dos Cash Flow Adhesive Technologies (Em milhões de €)

Anos	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	P
<i>Taxa de crescimento</i>								5%
<i>Vendas</i>	8 127	8 992	10 125	11 340	12 644	14 035	14 737	15 474
<i>EBIT(1-t)</i>			1 238	1 386	1 546	1 716	1 802	1 892
<i>Net Operating Assets</i>	6 283	7 410	8 100	9 072	10 115	11 228	11 789	12 379
<i>NOA/Sales</i>	77,3%	82,4%	79,9%	79,4%	78,4%	77,4%	77,0%	77,0%
<i>Variation in NOA</i>			680	914	909	950	484	567
<i>CF</i>			558	472	637	766	54 288	1 324
<i>WACC</i>			7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
<i>CF Atualizado</i>		39 829					52 971	

P= Valor de continuidade; Crescimento dos CF a uma taxa g constante=5%

Considerando um WACC estável no valor de 2015, cerca de 7,5%, a unidade de Adhesive Technologies apresenta Cash Flows futuros atualizados a 2015 no valor de 39.829 Biliões de euros, e um valor de continuidade de 52.971 Biliões de euros.

Tabela 14 - Projeção Cash Flow Corporate (Holding) (Em milhões de €)

Anos	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	P
<i>Taxa de crescimento</i>								2,00%
<i>EBIT</i>			-167	-171	-174	-178	-181	-183
<i>CF</i>			-125	-128	-131	-133	-13 988	-137
<i>Risk Free</i>			3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
<i>CF Atualizado</i>		-12 546					-13 852	

P= Valor de continuidade; Crescimento dos CF a uma taxa g constante=2%

No que diz respeito aos gastos atribuídos à Holding, foi feita uma projeção do EBIT de 2015 para os cinco anos procedentes ao nível da inflação. Considera-se a taxa de imposto sobre o rendimento para se obter os CF, atualizando estes CF futuros a uma taxa sem risco (Risk Free) que se considera de 3% devido à atuação global da empresa em vários mercados distintos por todo o mundo. Apresenta um valor dos CF futuros atualizados a 2015 de cerca de -12.546 Biliões de euros e um valor de continuidade de -13.852 Biliões de euros.

5.3 ENTERPRISE VALUE PELO MÉTODO DO FCFF.

Após se concluir sobre os cash flows atualizados de cada uma das unidades de negócio, estamos aptos a obter o valor futuro dos Free Cash Flow for the Firm do Grupo (*Enterprise Value*).

Tabela 15 – Apuramento do Enterprise e Equity Value e Valor por ação

<i>Enterprise Value</i>		109 120,37 €
<i>Ativos Extra</i>	+	2 056,00 €
<i>Dívida Financeira</i>	-	3 504,00 €
<i>Equity Value</i>	=	107 672,37 €
<i>% Preferred⁵</i>		44,44%
<i>% Ordinary⁵</i>		55,56%
<i>Value preferred</i>		47 854
<i>value Ordinary</i>		59 818
<i>#Preferred</i>		178
<i>valor por ação</i>		268,60 €
<i># Ordinary</i>		260
<i>valor por ação</i>		230,25 €

No caso da *Henkel*, o valor da empresa situa-se nos 109,120 Biliões de euros. Recorrendo ao balanço chegamos ao valor dos Ativos Extra bem como da Dívida Financeira, obtendo um Equity Value de 107,672 Biliões de euros.

Obtendo-se um valor por ação ordinária de 230,25€, superior ao obtido em 2015 de cerca de 103,2€⁶, a recomendação segundo os cálculos apresentados será de comprar as ações, pois estima-se que de futuro as ações venham a valorizar.

⁵ Valores obtidos por consulta do Relatório Anual Henkel 2015, pág.52

⁶ Informação retirada diretamente do Relatório Anual Henkel 2015, pág.53

6 CONCLUSÃO

Avaliar uma empresa é um exercício complexo principalmente porque não depende somente de informação objetiva, tal como credibilidade de mercado ou o valor da marca como exemplos de valores considerados no Goodwill da empresa. Por outro lado a escolha dos métodos de avaliação terá de ser a mais adequada consoante o tipo de empresa, o objetivo da avaliação, informação disponível estando ainda toda a avaliação sujeita a pressupostos criados pelo avaliador.

Durante a revisão bibliográfica o objetivo passou por reunir os métodos de avaliação mais utilizados e adequados ao propósito da tese. Apesar de não haver um total consenso na literatura foi possível destacar e descrever alguns métodos, sendo que a decisão para a avaliação da Henkel recaiu sobre a utilização do método do Discounted Cash Flow, numa abordagem ao Free Cash Flow for the Firm da empresa.

A Henkel é uma multinacional com 140 anos de existência, uma empresa familiar que se mantém fiel à sua cultura centenária e cujo objetivo inicial ainda hoje é perseguido. Fritz Henkel quis criar um produto que facilitasse o trabalho de quem tem de lavar a roupa, a Henkel é hoje uma empresa reconhecida pela elevada qualidade e credibilidade dos seus produtos e tecnologias e com uma cultura de excelência inculcada nos seus funcionários que a impulsiona para a constante superação através de inovação e aproveitamento de sinergias criadas.

Será expectável a continuação de um crescimento sustentável suplantado pelo fortalecimento da posição de líder nos mercados relevantes de cada uma das suas áreas de negócio. Exemplo disso é a mais recente aquisição, em junho 2016, de 100% do capital da Sun Products Corporation o que permite à Henkel aumentar a sua presença no mercado de Laundry & Home Care de 13% para 32% em 2016 que resulta em mais 1.4 Biliões de euros em vendas e garante o rótulo de No.2 no mercado Norte Americano de Laundry Care.

É pública a forte aposta nos mercados emergentes que representam 43% das vendas totais do Grupo em 2015. Algumas aquisições foram importantes neste capítulo como a compra de todo o negócio de detergentes na Austrália e Nova Zelândia da Colgate-Palmolive em Maio 2015. Em Março de 2016 chega a acordo com a Procter & Gamble para a aquisição de diversas marcas no setor "hair care" em África/Médio Oriente e no Leste da Europa.

Também nos mercados maduros é possível identificar um reforço da posição e aumento de vendas, resultado de um crescimento orgânico sucessivo, sendo que em 2 das suas 3 áreas de negócio mais

de 45% das vendas são atribuíveis a produtos inovadores em mercados desafiantes lançados nos últimos 5 anos.

Nos mercados maduros e muito competitivos em que a Henkel opera, a dimensão da empresa acaba por ser um *leverage* para a mesma, indispensável para o fortalecimento de posições líder nesses mesmos mercados. A aposta, por um lado no crescimento através de aquisições, com especial foco nos mercados emergentes, e por outro na inovação como forma de atuar no mercado tem trazido à Henkel resultados sucessivamente positivos.

Em 2015 as suas vendas e o seu lucro bruto cresceram 10,11% e 13,025% face a 2014 respetivamente, registando um valor de vendas de 18,098 Biliões de euros. O Resultado Líquido tem também um crescimento assinalável de 18,412%.

Em termos de equilíbrio financeiro a empresa não apresenta problemas de liquidez ou solvência, sendo de destacar os sucessivos decréscimos no *Net Operating Capital* que são o espelho de investimentos em ativos fixos de médio-longo prazo que não estão a ser financiados inteiramente por passivo também de médio-longo prazo, refletindo-se na diminuição do valor da tesouraria que fica cada vez com menos folga. Em termos dinâmicos não deverá ser suportável.

Com efeito, os resultados deste projeto indicam que a estrutura e estratégia da Henkel está a criar valor ao acionista. Segundo os mesmos a empresa está avaliada em 109,120 Biliões de euros e é esperada uma valorização das ações da Henkel com o valor por ação ordinária a situar-se nos 230,25€.

Desta forma a recomendação é comprar ações da empresa.

7 BIBLIOGRAFIA

Livros:

Damodaran, A. (2002) *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (2nd Edition), New Jersey: John Wiley & Sons, Inc

Damodaran, A. (2011) *The little book of valuation: How to value a company, pick a stock, and profit*. New York: Wiley Finance

Damodaran, A. (2012) *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd Edition). New York: Wiley Finance

Koller, T., & Goedhart, M., & Wessels, D. (2005) *Valuation – Measuring and managing the value of companies*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc,

Mota, A. G., & Barroso, C. D., & Nunes, J. P., & Oliveira, L., & Ferreira, M. A., & Inácio, P. L. (2010) *Finanças da empresa – Teoria e prática*. Lisboa: Edições Sílabo.

Artigos Acadêmicos:

Fernández, P., 2007, *Company valuation methods. The most common errors in valuations*, IESE Business School.

Martins, Eliseu. 2000. *Avaliação de empresas: Da mensuração contábil à económica*. Revista Caderno de Estudos, FEA/USP – São Paulo, Vol. 13, No.24, pag.: 28-37

N. Muller, Aderbal., and Roque Teló, Admir. (2003), *Modelos de avaliação de empresas*, Revista FAE, Curitiba, Vol. 6, No.2., pag.:97-112.

Teses:

Diehl, Tania Maria. 2010. *Principais métodos de avaliação de empresas: Vantagens e desvantagens*. Tese de Bacharelato, Faculdade Ciências Económicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Paiva, Wagner Peixoto. 2001. *Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas*. Tese de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

Perez, Marcelo Monteiro. 2004. *Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação*. Tese de Mestrado não publicada, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

WebSites:

Cultura Corporativa; http://www.henkel.pt/companhia/cultura-corporativa#Tab-430526_2 -
Acedido em 04.09.2016

Pontos Estratégicos na empresa; <http://www.henkel.pt/companhia/estrategia> &
http://www.henkel.pt/companhia/estrategia#Tab-430598_4 – Acedido em 04.09.2016

Henkel – “A Brand Like a Friend”; <http://mundodasmarcas.blogspot.pt/2006/07/henkel-brand-like-friend.html> – Acedido em 10.09.2016

Clorox Corp. recupera participações da *Henkel*. Financiamento à compra da *DIAL*;
<http://www.marketwatch.com/story/clorox-buys-back-henkels-29-percent-stake> - Acedido em
16.09.2016

Unidades de negócio. Mercados de *Adhesive Technologies*; <http://www.henkel.pt/marcas-e-negocios/adhesive-technologies> & <http://www.henkel.pt/marcas-e-negocios/laundry-and-home-care> & <http://www.henkel.pt/marcas-e-negocios/beauty-care> & <http://www.henkel.com/brands-and-businesses/adhesive-technologies/markets> - Acedidos em 18.09.2016

Marca Loctite; <http://www.loctite.pt/homepage.htm> – Acedido em 20.09.2016

Aniversário 140 anos Henkel; <http://www.henkel.com/press-and-media/press-releases-and-kits/2016-09-22-henkel-140-year-success-story/712172>- Acedido em 05.10.2016

140 anos de inovação e as primeiras colas *Henkel*; <http://www.henkel.com/newsroom/2016-09-07-innovative-for-a-straight-140-years/707800>- Acedido em 05.10.2016

Primeiros Passos na Internacionalização e Valorização das ações da Henkel;
<http://www.henkel.com/newsroom/2016-09-16-140-years-of-success-with-brands-and-technologies/710744>- Acedido em 05.10.2016

Oferta Pública Inicial; <http://timeline.henkel.com/?id=683626> - Acedido em 05.10.2016

Dr. Konrad Henkel; <http://timeline.henkel.com/?id=682220> &
<http://www.henkel.com/newsroom/2015-10-25-centenary-of-konrad-henkel-s-birth/571654>-
Acedidos em 05.10.2016

Loctite na fórmula 1; <http://timeline.henkel.com/?id=684100>- Acedido em 06.10.2016

Sustentabilidade e Preocupação Ambiental; <http://www.henkel.com/newsroom/2016-09-20-doing-business-sustainably-for-future-generations-for-140-years-now/711542>? &
<http://timeline.henkel.com/?id=685794>
-Acedidos em 06.10.2016

Aquisições e Desinvestimentos; <http://www.henkel.com/investors-and-analysts/strategy-and-facts/acquisitions-divestments>– Acedido em 11.10.2016

Compound Annual Growth Rate; <http://www.investopedia.com/terms/c/cagr.asp> - Acedido em 16.10.2016

Rácio ROCE; <http://www.investopedia.com/terms/r/roce.asp> - Acedido em 16.10.2016

Rácio ROS; <http://www.investopedia.com/terms/r/ros.asp> - Acedido em 16.10.2016

Outras Fontes:

Relatório Anual Henkel 2015

Relatório Anual Henkel 2014

Relatório Anual Henkel 2013

8 ANEXOS

ANEXO 1 – ESTRATÉGIAS PRIORITÁRIAS E VISÃO DA HENKEL



Fonte: Relatório Anual Henkel 2015, pág. 59

ANEXO 2 – PERFORMANCE FINANCEIRA POR REGIÃO

Key financials by region¹

	Western Europe	Eastern Europe	Africa/Middle East	North America	Latin America	Asia-Pacific	Total Regions	Corporate	Henkel Group
in million euros									
Sales ² 2015	6,045	2,695	1,329	3,648	1,110	3,134	17,961	128	18,089
Sales ² 2014	5,724	2,854	1,133	2,884	1,029	2,676	16,300	128	16,428
Change from previous year	5.6%	-5.6%	17.3%	26.5%	7.9%	17.1%	10.2%	-	10.1%
Adjusted for foreign exchange	4.6%	7.1%	6.8%	6.6%	10.3%	3.6%	5.8%	-	5.7%
Organic	-0.3%	7.3%	6.8%	2.3%	8.8%	2.5%	3.0%	-	3.0%
Proportion of Group sales 2015	34%	15%	7%	20%	6%	17%	99%	1%	100%
Proportion of Group sales 2014	35%	17%	7%	18%	6%	16%	99%	1%	100%
Operating profit (EBIT) 2015	1,223	356	141	544	110	434	2,809	-164	2,645
Operating profit (EBIT) 2014	1,046	378	121	420	73	343	2,381	-137	2,244
Change from previous year	16.9%	-5.7%	16.8%	29.5%	50.5%	26.6%	18.0%	-	17.9%
Adjusted for foreign exchange	15.5%	10.9%	3.5%	5.7%	51.1%	5.9%	12.1%	-	12.7%
Return on sales (EBIT) 2015	20.2%	13.2%	10.6%	14.9%	9.9%	13.9%	15.6%	-	14.6%
Return on sales (EBIT) 2014	18.3%	13.2%	10.7%	14.6%	7.1%	12.8%	14.6%	-	13.7%

¹ Calculation on the basis of units of 1,000 euros.

² By location of company.

Fonte: Relatório Anual Henkel 2015, pág. 68

ANEXO 3 – LABORATÓRIOS E LOCAIS DA HENKEL DESTINADOS A PESQUISA E DESENVOLVIMENTO

Selected research and development sites



Fonte: Relatório Anual Henkel 2015, pág. 84

ANEXO 4 – TABELA WACC PÓS-IMPOSTO POR UNIDADE DE NEGÓCIO

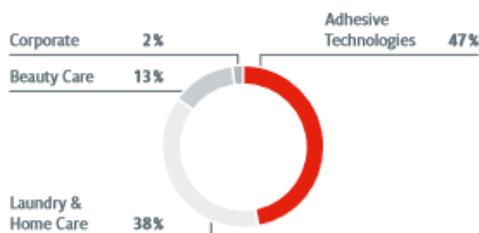
WACC after tax by business unit

	2015	2016
Laundry & Home Care	6.0%	6.25%
Beauty Care	6.0%	6.25%
Adhesive Technologies	7.5%	7.5%
Henkel Group	6.0%	5.75%

Fonte: Relatório Anual Henkel 2015, pág. 64

ANEXO 5 – CAPEX POR UNIDADE DE NEGÓCIO

Capital expenditures by business unit¹



Corporate = sales and services not attributable to the individual business units.

¹Existing operations.

Fonte: Relatório Anual Henkel 2015, pág. 73

ANEXO 6 – RELATÓRIO POR SEGMENTOS PARA CADA UNIDADE DE NEGÓCIO

	Laundry & Home Care	Beauty Care	Adhesives for Consumers, Craftsmen and Building	Industrial Adhesives	Total Adhesive Technologies	Operating business units total	Corporate	Henkel Group
in million euros								
Sales 2015	5,137	3,833	1,869	7,123	8,992	17,961	128	18,089
Proportion of Henkel sales	28%	21%	10%	40%	50%	99%	1%	100%
Sales 2014	4,626	3,547	1,858	6,269	8,127	16,300	128	16,428
Change from previous year	11.0%	8.1%	0.6%	13.6%	10.6%	10.2%	0.1%	10.1%
Adjusted for foreign exchange	9.9%	4.1%	2.3%	4.7%	4.1%	5.8%	–	5.7%
Organic	4.9%	2.1%	2.3%	2.4%	2.4%	3.0%	–	3.0%
EBIT 2015	786	561	283	1,179	1,462	2,809	–164	2,645
EBIT 2014	615	421	280	1,066	1,345	2,381	–137	2,244
Change from previous year	27.8%	33.3%	1.4%	10.6%	8.7%	18.0%	–	17.9%
Return on sales (EBIT) 2015	15.3%	14.6%	15.2%	16.5%	16.3%	15.6%	–	14.6%
Return on sales (EBIT) 2014	13.3%	11.9%	15.0%	17.0%	16.6%	14.6%	–	13.7%
Adjusted EBIT 2015	879	610	278	1,256	1,534	3,023	–100	2,923
Adjusted EBIT 2014	749	544	293	1,109	1,402	2,694	–106	2,588
Change from previous year	17.4%	12.2%	–5.1%	13.3%	9.4%	12.2%	–	12.9%
Adjusted return on sales (EBIT) 2015	17.1%	15.9%	14.9%	17.6%	17.1%	16.8%	–	16.2%
Adjusted return on sales (EBIT) 2014	16.2%	15.3%	15.7%	17.7%	17.2%	16.5%	–	15.8%
Capital employed 2015²	3,726	2,743	898	7,068	7,967	14,436	75	14,511
Capital employed 2014 ²	2,631	2,296	865	5,941	6,806	11,733	57	11,790
Change from previous year	41.6%	19.5%	3.8%	19.0%	17.1%	23.0%	–	23.1%
Return on capital employed (ROCE) 2015	21.1%	20.4%	31.6%	16.7%	18.4%	19.5%	–	18.2%
Return on capital employed (ROCE) 2014	23.4%	18.3%	32.3%	17.9%	19.8%	20.3%	–	19.0%
Amortization/depreciation/impairment/write-ups of intangible assets and property, plant, equipment 2015	126	73	43	207	250	449	11	460
of which impairment losses 2015	14	–	–	2	2	16	–	16
of which write-ups 2015	–	–	–	6	6	6	–	6
Amortization/depreciation/impairment/write-ups of intangible assets and property, plant, equipment 2014	122	61	41	180	221	404	12	416
of which impairment losses 2014	26	1	1	6	7	34	1	35
of which write-ups 2014	5	–	–	2	2	7	–	7
Capital expenditures (excl. financial assets) 2015	450	142	83	294	377	969	10	979
Capital expenditures (excl. financial assets) 2014	1,201	370	82	553	635	2,206	8	2,214
Operating assets 2015³	5,928	4,041	1,441	8,535	9,976	19,945	456	20,401
Operating liabilities 2015	2,005	1,484	585	1,982	2,566	6,055	381	6,435
Net operating assets 2015³	3,923	2,557	856	6,553	7,410	13,890	75	13,965
Operating assets 2014 ¹	4,507	3,390	1,375	7,166	8,541	16,438	414	16,852
Operating liabilities 2014	1,708	1,294	562	1,696	2,258	5,260	357	5,617
Net operating assets 2014³	2,799	2,096	813	5,469	6,283	11,178	57	11,235

¹ Calculated on the basis of units of 1,000 euros.

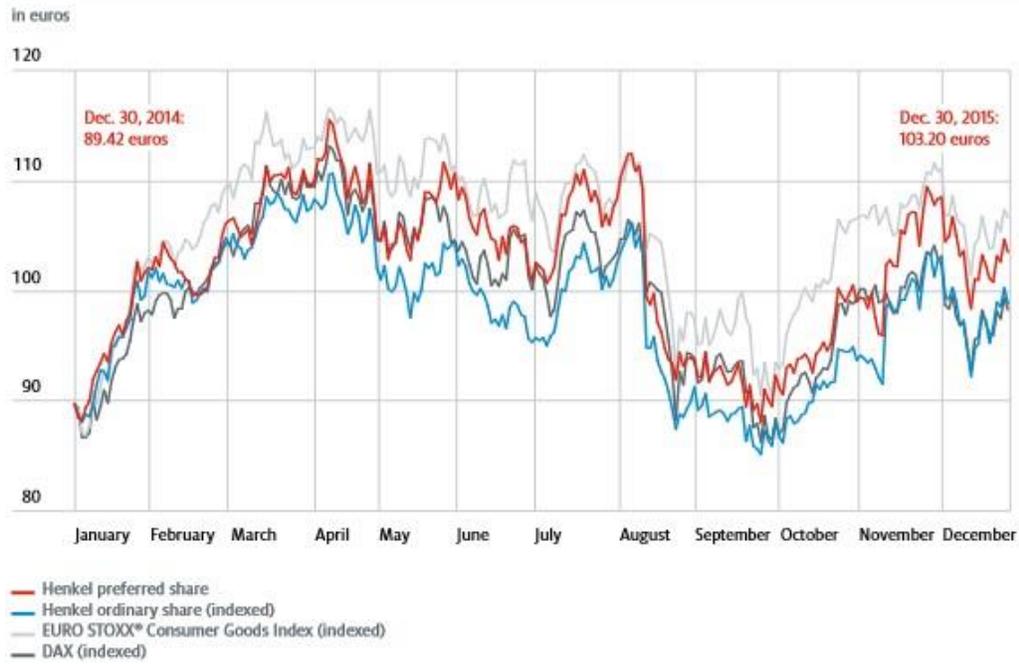
² Including goodwill at cost prior to any accumulated impairment in accordance with IFRS 3.79 (b).

³ Including goodwill at net book value.

Fonte: Relatório Anual Henkel 2015, pág. 123

ANEXO 7 – PERFORMANCE DAS AÇÕES DA HENKEL EM 2015

Henkel share performance versus market
January through December 2015



Fonte: Relatório Anual Henkel 2015, pág. 53