

Silvio Dória
Administração
silvio.carvalho@usp.br +55 (11) 98379-6250

Marcella Recchia
Administração
marcella.recchia@gmail.com +55 (11) 99459-7263

Mateus Poleselli
Administração
mateus.dcps@gmail.com +55 (11) 95540-4411

Julio Massuyama
Contabilidade
julio.massuyama@gmail.com +55 (11) 97693-6202

Henrique Vicenzi
Administração
vicenzihenrique@gmail.com +55 (11) 97609-0868

Bons Fundamentos + Preço alto = Manutenção

Lojas Renner (LREN3)
Recomendação: **MANUTENÇÃO**
Preço-Alvo: R\$ 124,00
Upside: +13%

Dados da Ação

LREN3	
Preço em 22/05/2015	R\$ 109,06
Preço-alvo	R\$ 124,00
Upside	13%
Market Cap (R\$ milhões)	R\$ 13.886,06
Variação 1 mês	2,7%
Variação 12 meses	+67%
Variação 2014	+32,4%
Min. 52 sem.	R\$ 64,83
Máx 52 sem.	R\$ 114,33
% Ordinária	100%
% Free Float	98,91%
Gov. Corp.	Novo Mercado

Fonte: Economática

Iniciamos a cobertura de Lojas Renner (LREN3) com uma recomendação de MANUTENÇÃO e um Preço-alvo (Dez-15) de R\$124 (upside 13%). Diante de um cenário econômico desfavorável, LREN3 continua mantendo um crescimento resiliente ano após ano. Acreditamos que essa resiliência se deve à: (i) governança como diferencial competitivo, (ii) posicionamento de mercado diferenciado; e (iii) busca de eficiência operacional. Embora a empresa apresente sólidos fundamentos e grande potencial de crescimento no longo prazo, nossa posição leva em conta o recente pico do preço da ação desde o começo do ano (+31%).

Governança: empresa de múltiplos donos, um modelo bem sucedido

Do controle familiar à venda total para a varejista norte-americana JCPenney, transformando-se pouco depois na primeira empresa de capital pulverizado do país, com a saída de seus antigos compradores. Poucas empresas passaram por tantas mudanças sem qualquer reflexo no dia a dia de suas operações. José Gallo, atual CEO da companhia é a resposta para esse bom desempenho.

Análise Setorial: posicionamento de mercado diferenciado

Ao longo das últimas décadas o setor de varejo no Brasil vivenciou um ciclo econômico bastante favorável. Uma conjunção de fatores formou um cenário ideal para que o setor de varejo prosperasse. Nos últimos anos, no entanto, ficaram aparentes sinais de um esgotamento desse modelo baseado no consumo. Apesar disso, por conta de seu posicionamento competitivo, Lojas Renner vem crescendo muito acima de seus pares.

Análise Financeira: A espera do efeito Push-Pull nas margens

A gradual migração do processo logístico atual, do Cross-Docking para o Push-Pull, terá um efeito positivo nas margens da empresa a partir de 2016, quanto entrará em operação o novo sistema logístico em todos os CDs da Companhia. Projetamos uma melhora gradual da margem bruta, reflexo dos benefícios advindos da estratégia push-pull, que permitirá a entrega de produtos segundo a necessidade de cada loja, evitando assim o "encalhe" de mercadorias e a necessidade de markdown.

Valuation: otimismo para o longo prazo

Nossa recomendação é baseada na: (i) expectativa de crescimento no número de lojas para os próximos anos; (ii) no potencial de geração de receita das lojas nos próximos anos, dado que 68% delas ainda não atingiram o tempo de maturação plena, de 5 anos; (iii) crescimento dos serviços financeiros com o uso do cartão Renner; (iv) espaço para consolidação do setor nos próximos anos; (v) sólida governança corporativa; (vi) e diferenciais competitivos frente aos concorrentes.

Riscos: risco e mitigação

A nosso ver, há riscos que podem afetar o modelo de negócio da Companhia e nossa estimativa para o preço da ação. Dentre os que poderiam causar maior impacto sobre os resultados da Lojas Renner destacamos: (i) uma possível sucessão de Gallo e; (ii) o atraso na abertura de shoppings. A possibilidade de um cenário recessivo em 2015 foi o risco que consideramos o de maior probabilidade de acontecer.

Resumo Financeiro (R\$ mil)

	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Receita Líquida	3.001.262	5.194.000	6.767.989	8.463.017	10.244.310
EBITDA	801.145	991.922	844.841	1.341.355	1.891.600
EBIT	633.708	779.190	632.109	1.073.258	1.575.258
Lucro Líquido	390.674	448.674	400.516	688.695	1.021.921
Dívida Líquida	980.853	1.120.666	1.514.765	1.638.360	1.678.072
Capex	450.000	490.200	550.000	565.622	584.693

Fonte: Estimativa do time

Valuation

LREN3	
Valor da Empresa 2015P	R\$ 16.691.829
Dívida Líquida 2015P	R\$ 1.120.666
Valor para o acionista 2015P	R\$ 15.571.163
Quantidade de ações (milhões)	127
WACC	12,62%
Crescimento na Perpetuidade	5,5%

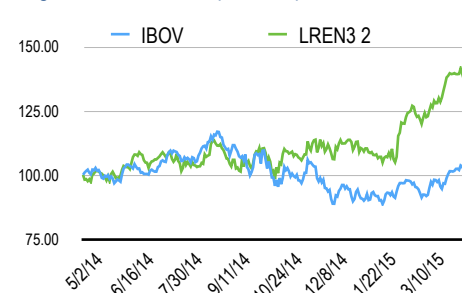
Fonte: Estimativa do time

Múltiplos

	2014	2015P	2016P
EV/EBITDA (x)	16.3	19.76	26.8
P/L (x)	20.51	34.29	19.94
ROE (%)	24.18	19.11	27.45
ROIC (%)	20.79	14.02	19.63

Fonte: Estimativa do time

Figura 1: Ibov x LRen3 (base 100)



Fonte: Estimativa do time

Figura 2: Preço da Ação (LREN3)

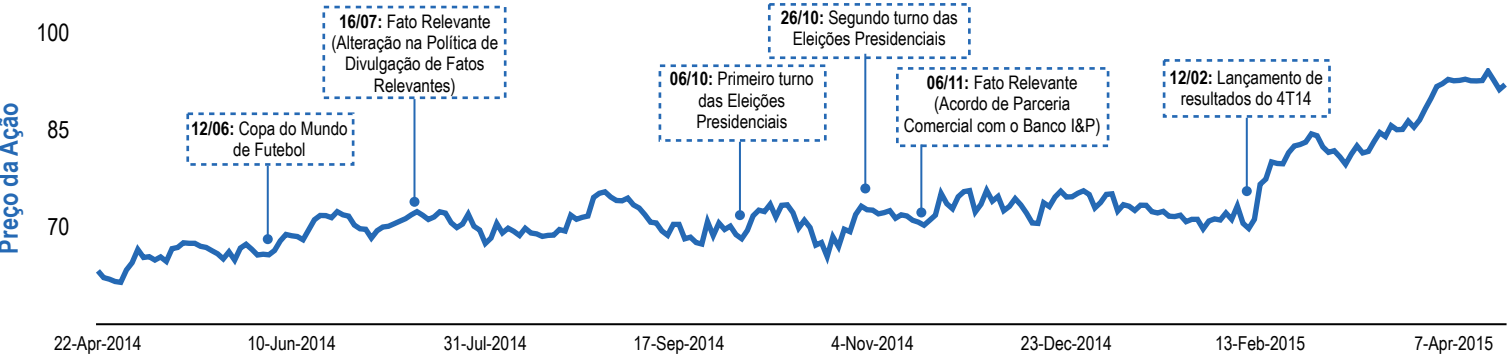
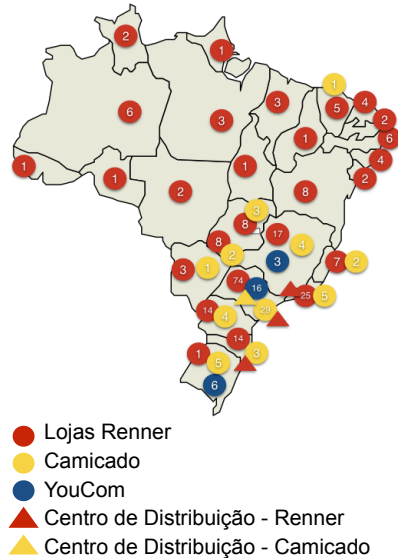
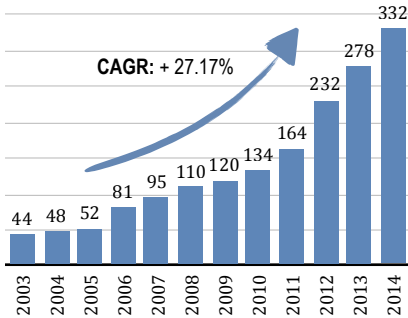


Figura 3: Forte Presença Territorial



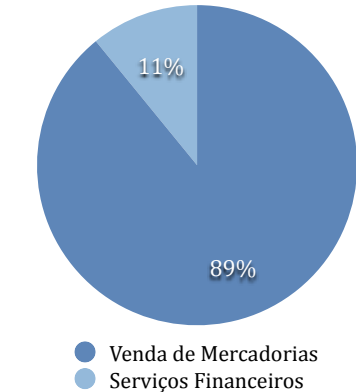
Fonte: Lojas Renner (2014)

Figura 4: Número de Lojas



Fonte: Lojas Renner (2014)

Figura 5: Divisão da Receita Líquida (2014)



Fonte: Lojas Renner (2014)

Sumário do Investimento

Iniciamos essa cobertura de Lojas Renner com uma recomendação de MANUTENÇÃO para os papéis da Companhia. Estimamos um preço-alvo para final de 2015 de R\$ 124,00, uma elevação de apenas 13% em relação ao preço atual da ação, de R\$ 109,00 (22/05/2015). Essa avaliação teve como base nosso modelo de fluxo de caixa descontado (FCD). Além disso, nossa avaliação por Múltiplos mostra a Companhia sendo negociada a 19.7x seu EV/EBITDA e 34.2x seu P/E em 2015, contra 8.7x e 17.8x de seus principais competidores.

Mesmo com um cenário macroeconômico desfavorável no curto prazo, enxergamos oportunidades de crescimento para a Lojas Renner no longo prazo. Nosso otimismo é baseado em: (i) expectativa de crescimento no número de lojas para os próximos anos; (ii) potencial de geração de receita das lojas nos próximos anos, dado que 68% delas ainda não atingiram o tempo de maturação plena, de 5 anos; (iii) crescimento dos serviços financeiros com o uso do cartão Renner; (iv) espaço para consolidação do setor nos próximos anos; (v) sólida governança corporativa; (vi) e diferenciais competitivos frente aos concorrentes.

Existem, no entanto, riscos que precisam ser levados em consideração. Por isso, procuramos não só enumerá-los, mas também tentamos identificar medidas que a Renner tem adotado para mitigá-los. Por fim, apesar de acreditarmos que os pontos positivos superam os riscos envolvidos nesta tese de investimento, em virtude da forte valorização dos papéis da Companhia em 2014 (+32,4%) e neste ano (+31% aproximadamente), reforçamos nossa posição de MANUTENÇÃO para estes papéis.

Descrição do Negócio

Considerada uma das maiores varejistas de moda do Brasil, a Lojas Renner S.A. tem como atividade principal o comércio no varejo de artigos de vestuários, de artigos de esportes e de outros artigos próprios de lojas de departamentos no mercado nacional. Complementa as atividades da Companhia o comércio varejista de utilidades domésticas (artigos de decoração, cama, mesa e banho) e intermediação de serviços financeiros (empréstimos pessoais e financiamentos de compra). Instituição centenária, a Renner tem uma longa tradição no mercado de capitais brasileiro. A empresa abriu seu capital em 1967, quando deu início ao seu processo de expansão para além do Rio Grande do Sul. Consolidada, hoje a Lojas Renner está presente em todo o território nacional (figura 3). São, ao todo, 332 lojas, um crescimento de 19% em relação ao ano anterior (figura 4).

A Lojas Renner classifica sua receita em dois segmentos: varejo e produtos, com 89% de participação na receita líquida de 2014, e serviços financeiros, com 11% de participação (figura 5):

Varejo

Este segmento, através das Lojas Renner, Camicado e Youcom, é responsável pelo comércio de artigos de vestuário, (moda feminina, masculina e infantil), perfumaria, cosméticos, produtos de higiene, correlatos, bem como o segmento de casa & decoração.

Lojas Renner: O público alvo da Lojas Renner são mulheres na faixa de 18 a 45 anos de idade, pertencentes às classes C+, B e A, um público-alvo mais amplo e diversificado que seus concorrentes (figura 6). A divisão das lojas é feita basicamente por marcas próprias ao invés de por produtos, como ocorre em outras lojas. Todas as marcas e produtos dispostos nas lojas seguem o conceito Lifestyle.

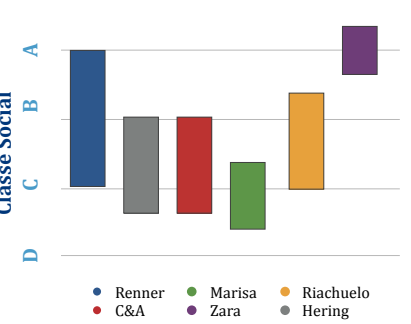
Camicado: Adquirida em 2011, a Camicado é a maior varejista nacional de casa e decoração. Conta atualmente com 59 lojas, concentradas principalmente nas regiões Sudeste e Sul. Em 2014, foi inaugurada a primeira loja no Nordeste, onde a Renner já conta com cerca de 32 pontos de venda. Em 2014, a Camicado gerou R\$ 233,4 milhões em Receita Líquida para a Renner, 21% a mais que no ano anterior.

Youcom: A Youcom surgiu a partir da Blue Steel, marca própria da Renner. As lojas Youcom representam um modelo ainda inédito para a Companhia. Ao contrário de outras lojas de departamento que fornecem roupas para todos os gostos, o foco da Youcom é o público jovem, entre 18 e 35 anos de idade, de classe média. Suas lojas são pequenas e as marcas ousadas e autorais. Há hoje 25 lojas da marca. A Receita Líquida em 2014 foi de aproximadamente R\$ 19 milhões, 89% de crescimento em comparação com o ano anterior.

Produtos e Serviços Financeiros

Instrumento de fidelização dos clientes e conveniência financeira, os produtos e serviços financeiros oferecidos pela Renner desempenham um papel complementar à atividade de varejo. Há hoje em funcionamento duas modalidades de cartões para parcelamento, o Cartão Renner (Private Label) e o “Meu Cartão” (cartão Co-branded com as bandeiras Mastercard e Visa). Desde a década de 1970 a Renner conta com um cartão de marca própria e por muito tempo foi um dos únicos dentre os grandes varejistas, a operar sem um banco parceiro até que em 2013 o Banco Central tornou-se regulador do setor de cartões e exigiu que aqueles que emitissem cartões de grandes bandeiras constituíssem uma instituição de pagamentos. Para não ter que arcar com os custos que esse processo exigia, a Renner optou por buscar uma parceria com o Banco Indusval & Partners. Atualmente, já foram emitidos 24 milhões de cartões, que respondem por aproximadamente 50% das vendas em loja. Ambos os cartões oferecem a possibilidade de pagamento sem juros em até 5 prestações mensais, ou a opção de 8 pagamentos mensais fixos com encargos. A diferença consiste no fato de que o “Meu Cartão” pode ser usado fora das lojas. A Renner oferece ainda o serviço “Saque Rápido”, que consiste no empréstimo pessoal para clientes elegíveis. Além das receitas tradicionais com financiamento, o segmento obtém receita adicional através de tarifas, taxas de administração e seguros.

Figura 6: Público-Alvo da Renner e Concorrentes



Fonte: Lojas Renner (2014)

Estratégia da Companhia

A estratégia da Renner concentra-se em cinco pontos:

Foco na mulher: A evolução do papel da mulher na sociedade, bem como sua maior participação no mercado de trabalho e na economia brasileira, tem representado um aumento do mercado potencial do setor de varejo de roupas femininas, no qual a Renner está inserida. E, de fato, esse é o público-alvo da Renner. Em visita às principais lojas da Renner em São Paulo - vide pesquisa em anexo em nossa apresentação - constatamos que o público é predominantemente feminino.

Cultura corporativa diferenciada: Encantar os clientes é uma missão dentro da Renner. Com o objetivo de melhor mensurar o grau de satisfação de seus clientes a Renner criou em 1996 o "encantômetro", um painel eletrônico localizado próximo à saída de algumas de suas lojas. Simples e interativo, o encantômetro permite à empresa gerar relatórios periódicos e estabelecer metas para o alcance da melhoria dos serviços e produtos em busca do aumento da satisfação dos clientes. Por meio de nossa pesquisa, ratificamos não só a qualidade do atendimento nas lojas da Companhia, mas também uma constante preocupação da empresa em manter seu cliente sempre satisfeito.

Simplicidade como valor corporativo: Há na Renner um conjunto de valores e fundamentos que compõem a cultura da empresa, entre eles, a simplicidade. Neste sentido, uma série de tarefas internas desnecessárias vêm sendo eliminadas, bem como rotinas que pouco afetam a nível de satisfação do cliente ou desempenho final do negócio. Há, portanto, uma busca constante na Renner por uma estrutura mais simples e com que foco total nos produtos que ela oferece aos clientes.

Conceito de Lifestyle: Introduzido na Renner durante o controle da JC Penney, trata-se de uma estratégia de segmentação de produtos nas lojas, dispostos por "estilos de vida" e ocasiões, de tal forma a gerar nos clientes maior identidade com as coleções. Bem sucedida, a estratégia ainda rende bons resultados à Renner. O aumento das margens bruta e operacional, proporcionada pelo aumento do cross-selling (venda cruzada), pela redução do markdowns (redução de preços) e pelo aumento do ticket médio derivam em parte dessa estratégia. Além disso, a diversidade proporcionada pelo Lifestyle representa um diferencial competitivo dentro do modelo de negócio da companhia, fazendo com que o cliente volte mais vezes à loja.

Push and Pull, produto certo, no lugar certo e na hora certa: Já em fase de testes no Centro de Distribuição (CD) do Rio de Janeiro, a partir de 2016 a Renner espera ter toda sua operação integrada com o sistema de gerenciamento de estoque Push and Pull. Esse sistema captura as informações de venda e abastece as lojas segundo o perfil de consumidor de cada local. Até então, a Renner adotava o modelo de cross-docking em seus CD. Por este conceito, todas as mercadorias chegaram aos CDs e, em até 48 horas, eram distribuídas em araras para as lojas. O novo sistema captura as informações de venda e abastece as lojas segundo o perfil de consumidor de cada local. Portanto, apenas uma parte das mercadorias será distribuída em um primeiro momento, não mais em araras, mas agora em unidades (SKUs). As peças retidas serão despachadas conforme as demandas precisas das lojas. Com menos unidades sobrando nas araras, a companhia reduz as peças vendidas em liquidação, preservando as margens. Dessa forma, a Renner espera otimizar o frete, reduzir o estoque, a área de armazenagem nas lojas e o stock-out (venda frustrada por falta de produto), além da necessidade de mark-downs ao final de cada coleção. Em nossa pesquisa constatamos que nenhuma loja da grande São Paulo ainda adotou este novo sistema de gerenciamento de estoque.

Fast Fashion: A implantação do sistema Push and Pull se dá em paralelo com o aprofundamento do conceito de fast-fashion. Essa estratégia consiste na produção ágil e contínua das tendências de moda mais atualizadas. Para os consumidores que buscam cada vez mais novidades essa velocidade é essencial. Além disso, ao fomentar a percepção de escassez, essa estratégia gera uma sensação de exclusividade para o cliente e contribui para reduzir os riscos de perdas das coleções. A combinação dessas duas estratégias, Fast Fashion e Push and Pull, é uma aposta do management da Renner.

Governança Corporativa

Poucas empresas passaram por mudanças tão radicais em sua estrutura societária e em tão pouco tempo como a Renner. Do controle familiar à venda total para a varejista norte-americana JCPenney, transformando-se, pouco depois, na primeira empresa de capital pulverizado do país, com a saída de seus antigos compradores. Tudo isso sem qualquer reflexo no dia a dia das operações. Isso atesta o alto grau de governança corporativa dentro da empresa, e um diferencial importante que deve ser considerado pelo investidor na hora de aplicar seu capital na empresa.

Management experiente

Experiente, o management da Renner (tabela 1) é um dos pontos fortes da empresa. José Galló, Diretor Executivo, está na Renner desde 1991. Sob seu comando a empresa se tornou a maior varejista de moda do Brasil, com um faturamento de 5 bilhões de reais e cerca de 10 bilhões em valor de mercado. Em sua gestão a Renner conseguiu implantar uma forte cultura orientada em resultados, baseando-se nas melhores práticas de governança corporativa.

Tabela 1: Diretores Executivos

Jose Galló, 63 Diretor Executivo	* Graduado em Administração pela FGV em 1974, ingressou na Companhia em 1991. Desde 1999 acumula os cargos de Diretor Executivo e Membro do Conselho de Administração da Lojas Renner. Tem experiência de mais de 30 anos no setor de varejo e participa do conselho de empresas como Localiza e SLC Agrícola.
Laurence Beltrão Gomes, 44 Diretor Financeiro e Diretor de R.I.	* Atual Diretor Financeiro e Diretor de Relações com Investidores, é o profissional com menor tempo de casa no top management da empresa. Foi responsável pelas áreas de finanças e relações com investidores da WEG desde 2010. Tem passagem pelo Grupo Avipal e nos bancos Bozano e ABN Amro S.A.
Paulo José Marques Soares, 46 Diretor de Operações	* Graduado em Engenharia Mecânica pelo ITA e com MBA pela INSEAD na França, Paulo José Marques assumiu o cargo de Diretor de Operações em 2010. Foi também Diretor de Operações da Imbra Implantes Odontológicos e Diretor Regional da Ultragaz. Foi consultor na empresa americana Booz Allen & Hamilton.
Haroldo Luiz Rodrigo Filho, 53 Diretor de Compras	* Eleito Diretor de Compras da Lojas Renner em 2008, ingressou na Companhia em 2003 como Gerente Geral de Lojas. Atuou como Consultor de Vendas na Leader Magazine, Consultor da Diretoria de Serviços da Multibrás, Consultor de Varejo da Rede Globo e como Superintendente de Compras e Vendas na Mesbla. Graduado em Educação Física pela Universidade Gama Filho em 1984, possui MBA em Administração de Varejo pela COPPEAD/UFRJ.
Clarice Martins Costa, 61 Diretora de Recursos Humanos	* Graduada em Psicologia pela PUC-RS em 1978 e Pós-Graduada em Gestão de Recursos Humanos pela FGV (1994), Clarice ingressou na Renner em 1992. Foi responsável pela implantação da Cultura de Encantamento de Clientes junto aos colaboradores. Em 2006 assumiu a Diretoria de Recursos Humanos da Companhia.
Emerson Silveira Kuze, 42 Diretor de Tecnologia da Informação e Gestão	* Foi eleito Diretor de Tecnologia da Informação e Gestão da Lojas Renner em 2012. Ingressou na companhia em 1998 como Auditor Interno e assumiu o cargo de Gerente de Auditoria Interna e Gestão do Departamento de Prevenção de Perdas em 2001. Graduado em Ciências Contábeis pela PUC-RS em 1999. Possui MBA em Gestão Estratégica da Tecnologia da Informação pela FGV em 2004 e também MBA in Company em Gestão de Varejo pela FGV em 2009.

Fonte: Lojas Renner (2014)

Tabela 2 - Conselho de Administração

Posição no Conselho	
Osvaldo Burgos Schirmer	Presidente
Claudio Thomas	Vice
José Galló	Conselheiro
Pedro Pezzi Eberle	Conselheiro
Egon Handel	Conselheiro
José Carlos Hruby	Conselheiro
Flavia Buarque de A.	Conselheiro
Fábio de Barros Pinheiro	Conselheiro

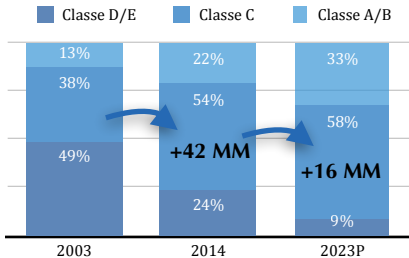
Fonte: Lojas Renner (2014)

Tabela 3 - Forma de Remuneração

Proporção Salarial em 2014	
Remuneração Fixa	
Conselho de Administração	63,9%
Comitê de Pessoas/Auditoria	100%
Diretoria Estatutária	30,5%
Conselho Fiscal	100%
Remuneração Variável	
Conselho de Administração	36,1%
Diretoria Estatutária	33,6%
Benefícios	
Diretoria Estatutária	4,1%
Remuneração Baseada em Ações	
Diretoria Estatutária	31,8%

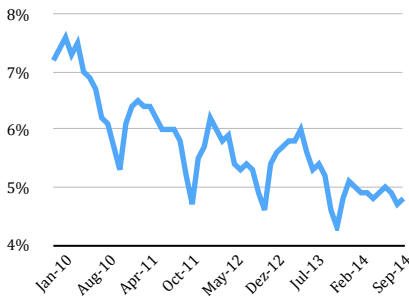
Fonte: Lojas Renner (2014)

Figura 7: Classe Econômica (%)



Fonte: Data Popular/Serasa Experian (2014)

Figura 8: Taxa de Desemprego Mensal



Fonte: IBGE/PME (2014)

Empresa de múltiplos donos, um modelo bem sucedido

A Renner deixou de ser uma companhia familiar em 1998, quando foi comprada pela varejista norte-americana JC Penney. Sete anos depois, em 2005, com a venda de toda sua participação, o capital da empresa foi totalmente pulverizado. Ainda hoje, a Renner é uma das poucas companhias brasileiras com quase toda sua totalidade de capital pulverizado, no modelo "corporation", sem um acionista controlador definido. Seu free-float hoje é de 98,91%. Apesar da ausência de um dono propriamente dito, Gallo exerce grande influência dentro da empresa. Seus traços pessoais, simplicidade e austeridade, tornaram-se parte da cultura corporativa.

Incentivos alinhados para gerar valor aos acionistas

O plano de incentivos de longo prazo aos altos-executivos é baseado no conceito de Opções de Compra de Ações, diretamente atrelado ao crescimento do valor de mercado da Renner, ou seja, da valorização das ações no longo prazo. A adoção do plano foi feita em 2005, com a saída da JC Penney da estrutura societária da empresa. O Conselho de Administração (tabela 2) da Lojas Renner então aprovou a adoção do Plano de Compra de Ações que teve como objetivo atrair e reter os bons profissionais, que compartilhem os mesmos valores da Companhia e, ao mesmo tempo, motiva-los a atingir resultados e criar valor aos acionistas. Somente a diretoria estatutária da empresa é elegível a esse tipo de remuneração baseada em ações (tabela 3). O Conselho de Administração e a Diretoria Estatutária tem, respectivamente, 36% e 33% de seu salário baseado em uma remuneração variável.

Estrutura societária

A Renner possui cerca de 232 sócios, sendo 90% deles fundos de investimentos, formados por pessoas físicas, 90% deles são internacionais - Estados Unidos e Europa - e apenas 10% brasileiros. Os maiores acionistas (tabela 4) são os fundos estrangeiros Aberdeen, Black Rock e T. Rowe Price.

Tabela 4 - Estrutura Acionária

	Pessoa	Nacionalidade	Quant. ON	%
Aberdeen Asset Management	Jurídica	Europeia	17.858.786	14,02%
Black Rock Inc.	Jurídica	Americana	8.999.153	7,06%
JP Morgan Asset Management	Jurídica	Europeia	8.962.521	7,04%
BTG Pactual Asset Management	Jurídica	Brasileira	7.005.216	5,50%
Trowe Price	Jurídica	Americana	6.872.800	5,39%
Dynamo Adm. Rec. e Dynamo Intern. Gest. de Rec.	Jurídica	Brasileira	6.548.966	5,14%
Outros			71.147.12	55,80%

Fonte: Bloomberg (posição acionária em 19/12/2014)

Análise do Setor e Posicionamento Competitivo

Acreditamos que certos aspectos macroeconômicos têm papel fundamental na construção de um cenário de longo prazo projetada para uma determinada empresa. Por isso, nesta seção analisamos o setor do qual a Renner está inserida por meio de uma abordagem top-down, passando das principais variáveis macroeconômicas que afetam o setor como um todo até chegar ao seu ambiente competitivo propriamente dito, destacando as vantagens competitivas da empresa perante seus concorrentes.

Expansão da classe C impulsiona o setor de varejo

Ao longo das últimas décadas o setor de varejo no Brasil vivenciou um ciclo econômico bastante favorável. A expansão da renda proporcionou uma grande mudança na distribuição das classes sociais brasileiras. Segundo pesquisa do Instituto Data Popular em parceria com a Serasa Experian (figura 7), em 2003 a classe C representava 38% da população, hoje esse percentual já está em torno de 54% e deve chegar a 58% da população em 2023. Além disso, nos últimos anos o governo tem adotado uma política econômica voltada para o consumo. Essa conjunção de fatores formou um cenário ideal para que o setor de varejo prosperasse. Nos últimos anos, no entanto, ficaram aparentes os sinais de um esgotamento desse modelo baseado no consumo.

Crescimento independente do cenário macroeconômico

O setor varejista, historicamente, é suscetível a períodos de desaquecimento econômico que levem à queda nos gastos dos consumidor. Por isso, variáveis tais como taxa de juros, inflação, desemprego, disponibilidade do crédito ao consumidor, confiança do consumidor nas condições econômicas futuras, nível de emprego e salário podem reduzir os gastos do consumidor e sua renda disponível, impactando no resultado operacional e financeiro do setor como um todo. Nos últimos 5 anos - tabela 5 - o Brasil enfrentou diversos cenários econômicos, do crescimento do PIB de 7,5% para 0,1% em 2014, de um IPCA que variou entre 5,9% e 6,4% em igual período, enquanto que a SELIC saiu de um patamar de 10,8% para 11,75%, com viés de alta. A Taxa de Desemprego (figura 8), após chegar em uma mínima histórica, tem apresentado uma tendência altista. Já o Índice de Confiança do Consumidor (figura 9) atingiu em janeiro deste ano o menor nível da série histórica. As vendas no varejo (figura 10), que cresciam na casa dos dois dígitos, hoje amargam um crescimento de apenas 2,5%, o terceiro ano seguido de queda no índice medido pelo Serasa Experian. Mesmo com esse cenário macroeconômico em deterioração, Lojas Renner apresentou um excelente desempenho operacional em comparação com seus pares. O crescimento das vendas (de 11,1%) representou o dobro de 2013 (5,8%) e ainda maior que 2010 (10,3%). No mesmo período, o preço das ações da empresa acumularam alta de 138% (figura 11).

Tabela 5 - Indicadores Macroeconômicos

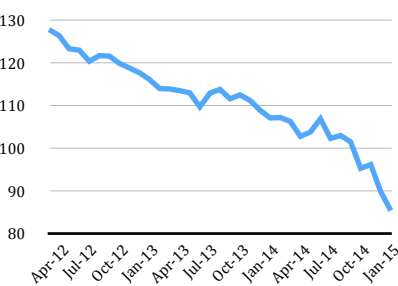
	2010	2011	2012	2013	2014
Crescimento real do PIB (%)	7,5%	2,7%	1,0%	2,5%	0,1%
IPCA	5,9%	6,5%	5,8%	5,9%	6,4%
IGPM	11,32%	5,09%	7,81%	5,52%	3,67%
Taxa Selic	10,8%	11,0%	7,3%	10,0%	11,75%

Fonte: Banco Central (06/03)

Oportunidades para consolidação no setor

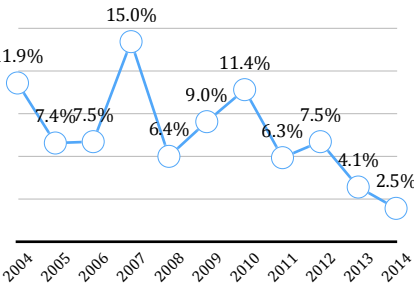
Essa desaceleração da economia deve abrir espaço para a consolidação do setor de varejo de vestuário no Brasil. Os pequenos varejistas, mais sensíveis ao ciclo negativo da economia, carecem de escala, de uma ampla base de fornecedores e, principalmente, eficiência operacional. Por isso, a recente desaceleração da economia deverá abrir espaço para que grandes varejistas do setor aumentem suas respectivas participações de mercado. Além disso, altamente fragmentado e caracterizado pelo alto nível de informalidade, neste mercado no qual a Renner atua, os cinco maiores players em vendas (Renner, C&A, Riachuelo, Marisa e Hering) têm aproximadamente 12% do market-share. Em outros mercados latinos, como no Chile, os três maiores players têm cerca de 60% do mercado. Isso mostra que ainda há bastante espaço para que os grandes varejistas aumentem suas respectivas participações de mercado.

Figura 9: Confiança do Consumidor (ICC)



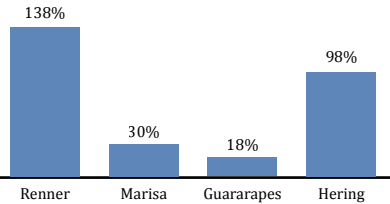
Fonte: FGV (2014)

Figura 10: Crescimento nas Vendas do Varejo (%)



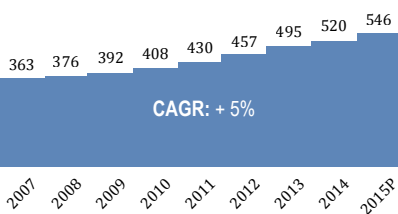
Fonte: Serasa Experian

Figura 11: Variação no preço das ações no período entre 2010 e 2015



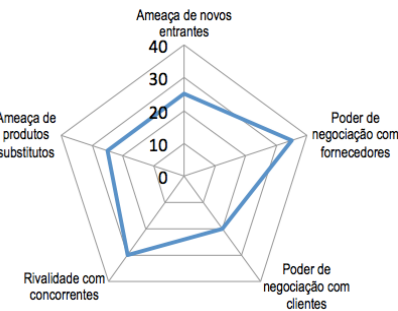
Fonte: Yahoo Finance

Figura 12: Abertura de shoppings no Brasil



Fonte: ABRASCE

Figura 13: Cinco Forças de Porter



Fonte: Estimativa do time

Abertura de shoppings segue em alta

Os shoppings centers estão entre os principais destinos para compras dos consumidores urbanos brasileiros, pois são capazes de concentrar, de maneira conveniente e em um único estabelecimento, uma variedade de produtos que atendem a diversos interesses, oferecem segurança, facilidade de acesso, estacionamento etc. O aumento do consumo vivenciado nos últimos anos, fruto do crescimento da classe média, tem impulsionado a abertura de novos shoppings centers por todo o Brasil. Apenas em 2014 foram inaugurados 520 shoppings no país. Neste ano mais 26 devem ser inaugurados, segundo dados da Associação Brasileira de Shoppings Centers (ABRASCE) - figura 12. Não à toa, varejistas como Renner e Riachuelo (Guararapes), com forte presença em shoppings - com 94% e 82%, respectivamente, de suas lojas em shoppings - tiveram melhor desempenho em 2014.

Rumo ao interior

Ainda segundo a ABRASCE, desde 2012 evidencia-se uma maior instalação de shoppings em cidades de médio porte (com população entre 200 e 500 mil habitantes). Em 2014, 25% dos shoppings centers que abriram as portas estavam em capitais e 75% em cidades do interior. Até o presente momento, 58% dos empreendimentos programados para inauguração neste ano estão localizados em cidades do interior. O alto preço dos terrenos, forte concorrência e novos polos de consumo explicam essa interiorização. A Lojas Renner tem acompanhado de perto esse processo. Em 2014, a Companhia inaugurou 31 lojas, das quais 13 localizadas em cidades do interior. Para 2015, a Renner pretende abrir 25 lojas, das quais aproximadamente 10 no interior.

Ambiente Competitivo

A Renner possui uma posição bastante vantajosa no ambiente competitivo no qual está inserida. Este ambiente competitivo pode ser dividido em dois grupos: as lojas “âncora”, lojas de departamento (acima de mil m2), com um grande número de lojas, e o que chamamos de “varejo especializado”, unidades menores, entre 50 a 150 m2, com um pequeno número de lojas. No primeiro grupo se encontram, além da própria Renner, C&A e Riachuelo. Elas têm em comum a concentração em shoppings, o grande número de lojas e o oferecimento de facilidades de pagamento por meio de cartões de crédito próprio. Apesar de disputarem o mesmo mercado, há diferenças entre elas. Enquanto C&A e Riachuelo buscam atender as classes B e C, na Renner o foco é mais amplo, ela disputa os consumidores das classes A, B e C+ - tabela 6. O segundo grupo é composto por empresas com poucas lojas, que atendem um perfil específico de consumidor, algumas familiares e operando sob o modelo de franquias. Esse tipo de loja especializada incorre em desvantagens estruturais frente às lojas âncoras. O modelo de franquias, por exemplo, é mais sensível ao cenário macroeconômico. Em um período de crescimento do consumo, cresce o número de franqueados e a empresa cresce empregando capital de terceiros. Porém, a decisão sobre a compra final da mercadoria é do franqueado, por isso, em momentos de incerteza quanto ao futuro, de pessimismo, ele tenderá a ser mais conservador, diminuindo seus pedidos. A falta de escala das empresas de varejo especializado também traz desafios. A dificuldade em estabelecer controles de qualidade nas importações e o custo de ocupação mais alto em shoppings faz com que essas empresas pratiquem preços mais elevados, perdendo competitividade relativa.

Tabela 6: Resultados Operacionais

				
Número de lojas	332	257	640	416
Receita Bruta em Mercadorias	5,1 bi	4,5 bi	2,0 bi	2,6 bi
Público-Alvo	A, B e C+	C e D	A e B	C e D
Cartões Emitidos	24 Milhões	25 Milhões	384 mil	11 Milhões
Lojas em Shoppings	94%	82%	57%	54%
Centros de Distribuição	SP, SC e RJ	SP e RN	SC e GO	PE, GO, SP, SC

Fonte: Lojas Renner (2014)

Posicionamento de Mercado

Para melhor entender as forças que influenciam o segmento de varejos de moda e analisar o posicionamento de mercado da Lojas Renner realizamos uma análise das cinco Forças de Porter:

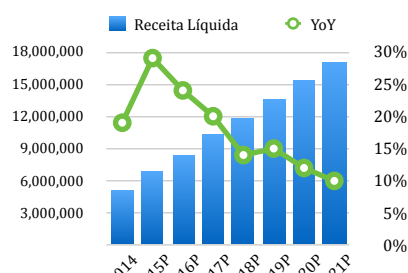
Rivalidade entre os concorrentes: Dentre os players nacionais, aquele que mais se aproxima do modelo de negócios da Renner é a Riachuelo. Com forte presença em shoppings centers, assim como a Renner, a Riachuelo também optou por verticalizar sua produção. A opção pela fabricação 100% própria é crucial para as duas Companhias, pois garante a agilidade exigida pelo segmento fast fashion. Quanto à Hering, seu modelo de negócios é baseado em lojas franqueadas, enquanto que a Renner adota um modelo baseado em lojas próprias. Isso implica em maiores investimentos por parte da Renner para crescer organicamente, além de maiores despesas e custos fixos. Isso faz com que a Hering tenha uma estrutura mais “leve” em contraposição à Renner. Esse modelo, no entanto, é mais sensível ao cenário macroeconômico como já discutido nesta seção. Já a Marisa, outro peer nacional, apresenta uma grande complementaridade com a Renner. Enquanto a Marisa foca em uma forte presença na classe C e maior presença em lojas de rua, a Renner atua em uma faixa de renda acima e é mais forte nos shoppings. Financeiramente, as duas vivem momentos distintos. Enquanto a Renner vive um bom momento em termos de resultados, a Marisa vem apresentando resultados mais fracos nos últimos anos (dois anos de queda consecutiva em seu bottom line). Isso explica a decisão da empresa de reduzir em 48% os investimentos para este ano.

Poder de negociação com fornecedores: Atualmente cerca de 70 a 75% dos fornecedores da Renner são nacionais, ainda que a indústria têxtil tenha perdido competitividade. Isso ocorre por que ela precisa de fornecedores próximos para responder de forma rápida e eficaz a uma mudança em sua coleção. Até meados da década de 1990, os produtos ofertados pelo varejo de moda no Brasil dependiam dos fornecedores, que criavam as peças e apresentavam aos lojistas. Hoje a lógica se inverteu, a cadeia agora começa dentro da própria empresa e não mais no fornecedor. E a Renner, por seu tamanho, naturalmente tem um grande poder de barganha sobre seus fornecedores.

Poder de negociação com clientes: Entendemos que o poder de barganha dos clientes sobre a Renner não é alto, mas está longe de ser desconsiderado. Por atuar na venda a varejo, sempre haverá clientes que estarão dispostos a pagar um valor a mais pela comodidade e pela qualidade oferecida. O oposto, no entanto, também ocorre já que existem inúmeras lojas que satisfazem as necessidades dos clientes.

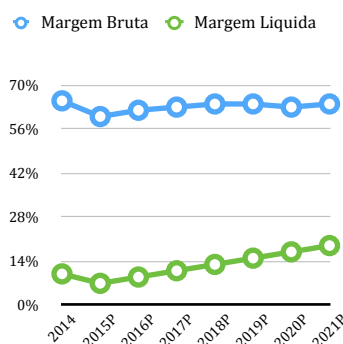
Ameaça de novos entrantes: Ao nosso ver, há grandes barreiras de entrada no setor de varejo de moda no Brasil, o que contribui para, se não afastar, no mínimo dificultar a vida de grandes players internacionais que ingressam no Brasil. A começar pela alta e complexa carga tributária (tarifa de importação em torno de 35%), a grande diversidade de clima em nosso território também traz um desafio logístico para aqueles que não têm experiência ou escala para operar no Brasil. Entre as varejistas estrangeiras que ainda não conseguiram emplacar em território nacional destacamos a Zara, que chegou ao país em 1999 com uma meta de abrir 50 lojas em três anos. Hoje, 15 anos depois, ela conta com 41 lojas apenas. A C&A é um ponto fora da curva nesse sentido. Atuando no mercado brasileiro desde a década de 70, quando ele ainda era fechado, a Companhia holandesa foi se “nacionalizando” aos poucos. Agora, mais acostumada às agruras do custo Brasil, ela briga com a Lojas Renner pela liderança em vendas no segmento de varejo de moda.

Figura 14: Crescimento da Receita Líquida



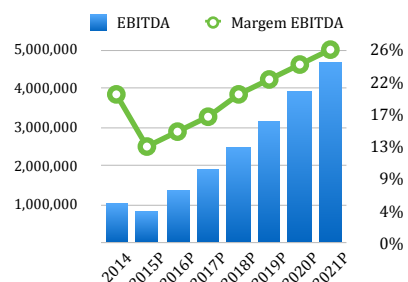
Fonte: Estimativa do time

Figura 15: Margens da Operação de Varejo



Fonte: Estimativa do time

Figura 16: EBITDA x Margem EBITDA



Fonte: Estimativa do time

Ameaça de produtos substitutos: Por atuar em um setor bastante fragmentado, a ameaça de produtos substitutos é constante. Sempre haverá uma loja com um preço competitivo, mas nem sempre com qualidade. Por isso, a Renner, por oferecer um produto com conteúdo de moda e qualidade a um preço competitivo, exerce uma vantagem sobre outros concorrentes, principalmente os pequenos varejistas.

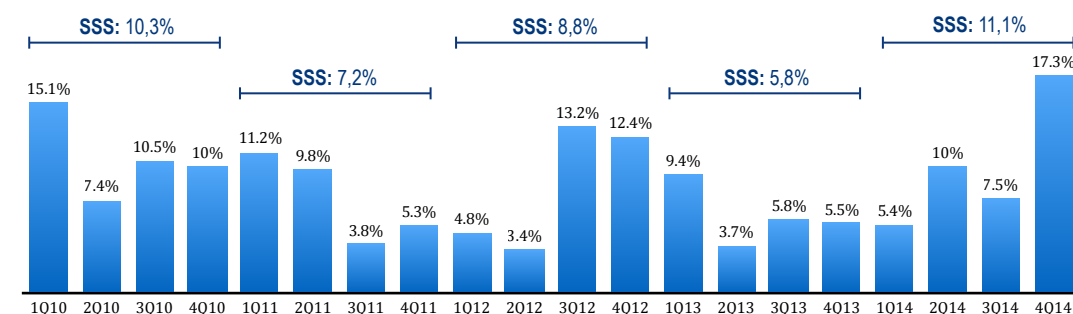
Análise Financeira

A Receita Operacional das Lojas Renner é composta por vendas de mercadorias (vendas à vista) e produtos e serviços financeiros (vendas à prazo), historicamente com uma pequena participação no resultado da empresa. A Receita Líquida das Vendas de Mercadorias apresentou, em 2014, um aumento de 18,6% no comparativo com 2013, passando de R\$ 3.913,8 milhões para R\$ 4.642,6 milhões, devido principalmente ao bom desempenho das vendas no período, em especial no último trimestre do ano. Já a Receita Líquida de Produtos e Serviços Financeiros encerrou 2014 em R\$ 615 milhões, ante R\$ 482 milhões do ano anterior.

Resultados de 2014: bom desempenho no último trimestre de 2014 faz Renner superar expectativas do mercado

As Vendas em Mesmas Lojas (lojas com 12 meses de funcionamento) registraram um avanço de 11,1% em 2014 (tabela 7), o dobro de 2013, quando o crescimento foi de 5,8% e superou ainda os 10,3% de 2010, ano em que o Brasil registrou um PIB de 7,5%. Tendo como referência a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, conforme dados do segmento de vestuário divulgados até dezembro de 2014, em todos os meses do ano e em todas as regiões do Brasil, o desempenho da Lojas Renner superou o indicador, que permite o acompanhamento da evolução conjuntural do comércio varejista e de seus principais segmentos. Boa parte desse resultado é explicado pelo bom desempenho da Companhia no último trimestre de 2014, quando alcançou a marca histórica de R\$ 1 bi em vendas só no mês de dezembro. Neste último trimestre de 2014, as Vendas em Mesmas Lojas apresentaram um crescimento de 17,4%, ante 5,5% no 4T13.

Tabela 7: Crescimento das Vendas em Mesmas Lojas por trimestre



Fonte: Lojas Renner (2015)

Receita: crescimento consistente de receita

Desde o "re-lançamento" de suas ações no mercado em 2005, a Renner apresentou um CAGR de Receita Líquida de 18% ao ano. No mesmo período, seus peers Riachuelo, Marisa e Hering tiveram um crescimento de receita de 12,5%, 19,3%, 20,2% respectivamente. Para os próximos anos, em função do número de aberturas de lojas, dado revelado pela própria empresa em seus últimos anúncios ao mercado, crescimento da área e maturação das lojas, projetamos um CAGR de 17% para o período entre 2015 e 2021, em linha com os resultados passados da empresa.

Receita: Produtos/Serviços Financeiros em linha com peers

Quanto à receita proveniente de produtos e serviços financeiros, também projetamos um crescimento consistente, em linha com o histórica da Companhia. No período entre 2005 e 2014, a participação dos cartões Renner nas vendas reduziu ano a ano, até atingir um patamar de 49,7% em 2014, próximo ao que ocorre com seus peers, Riachuelo (44,1%) e Marisa (44,7%). Essa redução foi resultado do aumento do número de vendas totais no mesmo período, o que acabou reduzindo seu percentual em relação à receita total, ainda que produtos e serviços financeiros tenham apresentado um expressivo crescimento. Para o período entre 2015 e 2021, projetamos um CAGR de 17%.

Despesas Operacionais: crescimento antes da redução

Em nossa projeção, dividimos as despesas operacionais (SG&A) em duas subcontas: (i) As Despesas com Vendas, que referem-se basicamente aos gastos com lojas e; (ii) Despesas Gerais e Administrativas, onde estão alocados gastos com salários, serviços de terceiros, gastos com material de uso e consumo, alugueis, entre outros. Tanto as Despesas com Vendas como as Despesas Gerais e Administrativas foram projetadas como percentual da receita e ajustadas pelo número de novas lojas abertas no ano e inflação. Em 2015, as aberturas de lojas e reformas ainda irão adicionar pressão aos gastos operacionais, elevando o percentual de G&A de 8,6% para 9,1%. No entanto, a partir de 2016, com o novo sistema logístico entrando em operação começaremos a ver maiores ganhos de eficiência.

Margem bruta: à espera do efeito Push-Pull.

Ao final de 2014, a Renner apresentou uma margem bruta de 65,7%, o maior nível já alcançado pela Companhia. Essa maior eficiência operacional foi resultado de uma série de fatores, entre eles uma melhor gestão dos estoques, da alocação correta dos produtos nas lojas e maior acuracidade das coleções que geraram menores níveis de markdown. Para os próximos anos enxergamos mais oportunidades de crescimento. A gradual migração do processo logístico atual, do cross-docking para o push-pull, terá um efeito positivo na margem bruta da empresa a partir de 2016 (figura 15), quando será inaugurado o Centro de Distribuição (já operando sob o novo sistema logístico) de São Paulo. À este CD, somam-se o de Santa Catarina e Rio de Janeiro, ambos em funcionamento. Projetamos, portanto, uma melhora gradual da margem bruta, reflexo dos benefícios advindos da estratégia push-pull, que permitirá a entrega de produtos segundo a necessidade de cada loja, evitando assim o "encalhe" de mercadorias e a necessidade de markdown. As margens EBITDA e líquida também devem ser impactadas positivamente pelo "efeito Push-Pull" (figura 15).

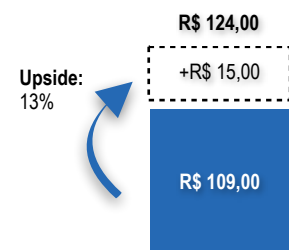
EBITDA x Margem EBITDA: em linha.

Estimamos um EBITDA para a Lojas Renner de R\$ 845 milhões e R\$ 1,341 bi para os anos de 2015 e 2016, uma margem EBITDA de 12% e 16%, respectivamente. A redução na margem EBITDA em 2015, em relação ao ano anterior, deverá ocorrer em função de uma ligeira pressão de custos, logo retomando crescimento a partir de 2016, com os ganhos de eficiência operacional já discutidos. Quanto à operação com cartões, devido ao oferecimento de produtos financeiros inovadores e do processo de aprovação de crédito mais criterioso a participação da operação financeira no EBITDA total da Renner dobrou no período entre 2005 e 2014, passando de 10,7% para 20,7%. Esperamos que esse atual patamar se mantenha nos próximos anos, por isso projetamos um crescimento médio de 27% nessa margem em todo nosso horizonte de projeção.

Dívida e Estrutura de Capital:

Ao final de 2014, o endividamento total da Renner era de R\$ 1,955 bilhões. Sendo que as dívidas de longo prazo totalizaram R\$ 1,395 bilhões, enquanto que as dívidas de curto prazo foram de R\$ 559 milhões. O montante da dívida é atualmente composta por (i) debêntures, emitidas nos últimos anos, por empréstimos tomados junto ao BNDES e Banco do Nordeste; (ii) linhas de capital de giro da Camicado; e (iii) financiamentos destinados às operações de serviços financeiros e arrendamento mercantil (sistemas de informática e alugueis de imóveis). Segundo nossas projeções o percentual da dívida em relação ao capital próprio, que encerrou 2014 em 51% deverá decrescer nos próximos anos, chegando a 19% em 2021.

Figura 17: Preço-alvo para Lojas Renner



Fonte: Estimativa do time

Tabela 8: Principais Componentes do FCFF

	R\$/ação
Valor Presente do FCFF	R\$ 3.352.014
Valor Presente da Perpetuidade	R\$ 13.339.815
Dívida Líquida	R\$ 1.120.666
Preço-alvo	R\$ 124,00

Fonte: Estimativa do time

Tabela 9: Premissas do CAPM

CAPM	2015
Taxa Livre de Risco	2.18%
Market Risk Premium	6.70%
Beta	0.80
Risco-país	2.23%
Diferencial de inflação (BR x USA)	2.23%
Custo de capital próprio	15.88%

Fonte: Estimativa do time

Tabela 10: Componentes do WACC

WACC	2015
Custo da dívida antes de impostos	9.89%
Impostos	34,0%
Custo da dívida após impostos	6.53%
Custo de capital próprio	15.88%
E/D+E (%)	65.14%
D/D+E (%)	34.86%
WACC	12.62%

Fonte: Estimativa do time

ROE e ROIC: alta rentabilidade

Os investimentos da Renner têm se mostrado rentáveis quando comparados ao seu custo de capital (WACC) de 12.62%, de forma que estimamos para 2015 um ROIC de 14.02% uma vez que a empresa continuará entregando bons resultados. Isso demonstra que a empresa tem criado valor para seus acionistas. O seu ROE em 2014, de 24,2%, ficou bem acima da média de suas comparáveis brasileiras (15,0%). Tal fato pode ser atribuído, principalmente, à forte geração de caixa apresentada pela Companhia em conjunto com seu endividamento muito bem controlado. Em termos de patrimônio líquido, o valor apresentado pela Renner fica em linha com o de suas comparáveis, fato que reforça sua rentabilidade superior.

Dividendos: menos lucros, menos dividendos, menor yield.

A Companhia, em uma reunião do Conselho de Administração, realizada em 22 de janeiro de 2015, manteve o payout (distribuição dos dividendos) de 2014 em 40%, assim como em 2013. O percentual é menor que a remuneração de 75% em 2009-12. Essa decisão, segundo a Companhia, leva em conta a política de crescimento sustentado da Renner e seu plano de investimentos. Para 2015, nossa estimativa é de que a Renner reporte um lucro líquido 11% menor, somando R\$ 400,5 milhões. Por ação, esse novo dividendo equivalerá a R\$ 1,27. Esperamos ainda uma queda no dividend yield da Companhia neste ano. Essa retração no yield não deverá impactar negativamente as ações da Renner, em função dos sólidos fundamentos da empresa e o bom resultado apresentado ao longo de 2014. A manutenção do baixo payout (em relação ao histórico de distribuição) deverá, no entanto, diminuir o interesse de investidores com foco em dividendos.

Valuation

Consideramos como método para a avaliação da Lojas Renner o Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Utilizamos ainda a Avaliação por Múltiplos para validar nossa projeção por FCD.

Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Utilizamos a metodologia de fluxo de caixa descontado para o nosso preço-alvo (dez-15) de R\$124, o que corresponde a um upside de 13% baseado no fechamento de 22/05/2015. Nossas estimativas foram projetadas em período de 7 anos, uma vez que o guidance da empresa se limita a 2021 e pelo fato de acreditarmos que um período superior aumentaria a subjetividade da análise. Aplicamos uma taxa de desconto (WACC) nominal de 12.6% e uma taxa de crescimento nominal de perpetuidade de 5.5%. Recomendamos Manutenção para LREN3. Abaixo estão algumas premissas usadas em nosso FCD:

Receita: Estimamos para os próximos 7 anos um CAGR de 17% para as vendas totais (varejo e serviços financeiros). Essa projeção é baseada nos seguintes drivers: (i) **Aumento no número de lojas:** Para 2015, a Renner prevê investir R\$ 550 milhões, ante R\$ 502 milhões investidos no ano anterior. O montante será aplicado na abertura de 25 Lojas Renner, 10 Camicado e 10 YouCom. Até 2021, a Renner espera passar das 248 lojas ao final de 2014 para 408. Os números para a Camicado e Youcom são também expressivos - 125 e 300, respectivamente. (ii) **Maturação das lojas:** De acordo com informações da empresa e do setor, assumimos que para uma loja recém inaugurada alcançar o mesmo nível de produtividade de uma loja já considerada madura, leve em torno de 5 anos. No primeiro ano de operação uma loja deve apresentar cerca de 40% de produtividade, 50% no segundo ano, 65% no terceiro, 75% no quarto e 100% de produtividade no quinto ano de operação; (iii) **Same Store Sales (SSS):** a Renner projeta um crescimento em SSS de 1 a 2 p.p. acima da taxa de inflação. Neste sentido, usamos a mesma lógica para a projeção do SSS. A partir de 2016, o spread sobre a inflação reflete a introdução do novo sistema logístico em todos os CDs, o que deve ter um efeito positivo sobre a produtividade, impactando assim o SSS. Tendo o produto certo, no lugar certo, na hora certa, a Renner espera otimizar o frete, reduzir o estoque, a área de armazenagem nas lojas e o stock-out (venda frustrada por falta de produto), além da necessidade de mark downs ao final de cada coleção.

Impostos: Consideramos uma taxa efetiva de imposto de renda de 32% sobre o resultado operacional.

Capital de Giro Líquido: Ao projetar o Capital de Giro Líquido assumimos que a Renner manterá seu prazo médio de pagamento, com um pequeno aumento nos dias de recebíveis em função de um aumento de inadimplência em 2015 (Apêndice 4), mas retornando em níveis históricos a partir de 2016. Neste ano também projetamos uma redução do prazo médio de estocagem em função do novo sistema logístico já discutido neste relatório.

Capex: Número de lojas deve dobrar em 7 anos. A Companhia tem um guidance robusto de CAPEX para os próximos anos. Além das 408 lojas Renner, 125 Camicado e 300 YouCom para 2021, a Companhia deve inaugurar novo CD em 2016. Esse projeto de expansão será a base de sustentação para o crescimento consistente e sustentável no longo prazo, por isso há toda uma preocupação dentro da Companhia para viabilizar esse projeto. Nenhuma loja é inaugurada sem aprovação do Conselho e uma rigorosa análise de mercado e potencial de retorno. Prova desse cuidado é o fato de nos últimos 20 anos, apenas 1 loja ter sido fechada (Camicado em Aricanduva). A empresa espera manter um CAPEX em torno de R\$ 400 a 450 milhões nos próximos anos para viabilizar esse projeto. Segundo nossas estimativas esse valor deve ficar em torno de R\$ 525 milhões em média, dado o grande número de abertura de lojas e reformas no período.

WACC: O WACC foi estimado com base no CAPM (Capital Asset Pricing Model) em US\$ nominais e convertido a R\$ nominais pela expectativa do diferencial de inflação de longo prazo entre Brasil e EUA, de 5.57%. Para o cálculo do custo de capital próprio, através do CAPM, utilizamos uma Taxa Livre de Risco, baseada na média dos últimos 3 anos do T-Bond 10 years (fonte: Bloomberg), de 2.18%. O Beta de 0.80 foi obtido a partir da mediana dos betas desalavancados de empresas comparáveis (Marisa, Riachuelo, Hering e Restoque), realavancados pela estrutura de capital mediana das comparáveis do setor. O Prêmio de Risco de Mercado de 6.70% foi baseado no spread médio anual entre S&P 500 e US T-Bond dos últimos 50 anos (fonte: IBBOTSON 2014). Aplicando todos esses componentes do CAPM, chegamos a um custo de capital próprio de 15.88%. Já o custo de capital de terceiros líquido de IR e CSLL de 6.53%, obtido a partir do custo médio ponderado da dívida financeira da Renner. O custo de capital próprio e de terceiros foi multiplicado, respectivamente, pela proporção de capital próprio (65.14%) e de terceiros atual da empresa (34.86%).

Taxa de Perpetuidade: O fluxo de caixa na perpetuidade, trazido a valor presente, representa cerca de 80% do valor da empresa. Para o cálculo da perpetuidade foi utilizado o Modelo de Crescimento Constante ou Modelo de Gordon, onde utilizamos uma taxa de crescimento de 5,5% a.a. em termos nominais, em real (R\$).

Análise de Sensibilidade

Considerando a relevância da perpetuidade sobre o preço-alvo obtido, e que as variáveis usadas nas projeções estão sujeitas à flutuações ao longo do tempo, achamos prudente simularmos a sensibilidade do preço da ação às variações da taxa de desconto e crescimento na perpetuidade (tabela 2). Consideramos ainda - na tabela 3 - qual o impacto do número de abertura de lojas em 2015 sobre o preço da ação neste ano, por acreditarmos que o valor da Lojas Renner estar fortemente baseado em uma perspectiva de crescimento do número de lojas.

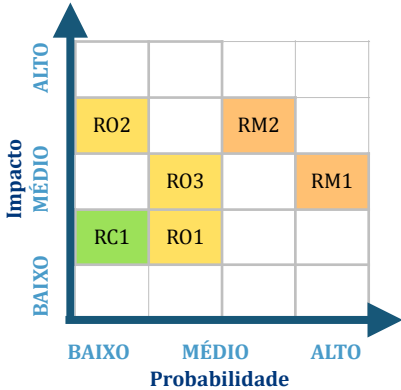
Taxa de Crescimento na perpetuidade			Tabela 11: Análise de Sensibilidade - 1			
WACC		3.5%	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%
	10.62%	R\$ 140,00	R\$ 161,00	R\$ 190,00	R\$ 234,00	R\$ 305,00
	11.62%	R\$ 117,00	R\$ 132,00	R\$ 151,00	R\$ 179,00	R\$ 219,00
	12.62%	R\$ 99,00	R\$ 110,00	R\$ 124,00	R\$ 142,00	R\$ 168,00
	13.62%	R\$ 84,00	R\$ 93,00	R\$ 103,00	R\$ 116,00	R\$ 133,00
	14.62%	R\$ 73,00	R\$ 79,00	R\$ 87,00	R\$ 97,00	R\$ 109,00

Abertura de lojas Renner em 2015		Tabela 12: Análise de Sensibilidade - 2				
SS		15	20	25	27	30
	6%	R\$ 109,00	R\$ 113,00	R\$ 117,00	R\$ 119,00	R\$ 121,00
	8%	R\$ 112,00	R\$ 116,00	R\$ 120,00	R\$ 122,00	R\$ 124,00
	10%	R\$ 115,00	R\$ 120,00	R\$ 124,00	R\$ 120,00	R\$ 127,00
	11%	R\$ 117,00	R\$ 121,00	R\$ 125,00	R\$ 127,00	R\$ 129,00
	12%	R\$ 118,00	R\$ 123,00	R\$ 127,00	R\$ 128,00	R\$ 130,00

Tabela 13: Múltiplos para 2015		
Empresa	P/L	EV/EBITDA
Lojas Renner	18.2x	25.9x
Riachuelo	7.1x	4.4x
Marisa	24.0x	6.2x
Hering	7.1x	5.4x
Média	19.8	8.2x

Fonte: Capital IQ e Estimativa do time

Figura 18: Matriz de Risco



Fonte: Estimativas do time

Tabela 14: Fatores de Risco e Estratégia de Mitigação	
Risco	Estratégia de Mitigação
Dificuldade em responder de forma rápida à mudanças da moda e preferência dos consumidores	Fornecedores locais que consigam produzir mercadorias de forma acelerada, permitindo responder a mudanças repentinas da moda.
Sucessão de Gallo	Parte da remuneração é baseada na formação de um sucessor.
Risco de clima	Desenvolve coleções alinhadas a clusters de lojas por clima e avalia constantemente o impacto de variações no clima sobre as vendas.
Risco de aumento da inadimplência dos credores	A Renner já possui uma estrutura de gerenciamento de risco que visa garantir a aderência a manutenção e recuperação do crédito.
Cenário recessivo em 2015	Crescimento comedido. A Renner deve abrir um número de lojas menor do que o registrado em 2014.
Atraso na abertura de shoppings	Redução do número de aberturas em momentos de dificuldades macroeconômicas

Fonte: Estimativas do time

Avaliação por Múltiplos

A fim de apoiar nossa avaliação pelo fluxo de caixa descontado realizamos uma análise por múltiplos de empresas comparáveis no segmento de varejo de moda. Destacamos que tanto o múltiplo EV/EBITDA (18.2x em 2015) quanto o P/L (25.9x em 2015) se encontram acima da média dos peers nacionais. Apesar do caro valuation, acreditamos que o prêmio ao múltiplo é factível uma vez que o crescimento futuro já está precificado. Tendo dito isso, acreditamos que a empresa pode ser considerada defensiva diante do cenário econômico mais instável, reforçando nossa recomendação de manutenção do papel.

P/E: A Lojas Renner está sendo negociada a um múltiplo P/E de 25,9x com base no lucro esperado para 2015 e 18,2x em 2016. Considerando a média dos principais peers do setor - **tabela 3**, a Renner está sendo negociada a um prêmio relevante, já precificando o maior crescimento futuro no presente.

EV/EBITDA: A empresa também segue sendo negociada a um EV/EBITDA superior aos seus peers. Para 2015 e 2016 projetamos um múltiplo de 18,2x e 25,5x, respectivamente.

Riscos do Investimento

Abaixo estão descritos os principais riscos que podem afetar a recomendação dada neste relatório. O impacto e a probabilidade de os seguintes riscos ocorrerem estão descritas na figura 8. As medidas de mitigação desses riscos estão descritas na tabela 3.

Risco Operacional

Dificuldade em prever e responder às novas tendências da moda e de consumo em tempo hábil (RO1). As vendas da Lojas Renner dependem de sua habilidade em gerenciar seus estoques e prever, identificar e responder com rapidez às mudanças nas tendências da moda e nas preferências do consumidor. Por isso, uma análise incorreta da percepção dos consumidores pode afetar de forma substancial o volume de estoques vendidos. Além disso, a rápida disponibilização de certos produtos nas lojas pode se tornar difícil diante das mudanças constantes de tendências e preferências dos consumidores. Essas dificuldades podem levar a Companhia a baixar os preços de suas mercadorias ou fazer vendas promocionais para acabar com os estoques remanescentes, afetando negativamente seu resultado operacional.

Incerteza sobre a escolha de um sucessor para Gallo (RO2). Gallo é, sem dúvida, a figura mais importante dentro da Companhia. Nenhum outro Diretor Executivo no varejo de moda está há mais tempo no poder que Gallo. Acreditamos que esse seja um tema recorrente entre os investidores de Renner. Por isso, a sua sucessão de Gallo e de outros executivos dentro da empresa é uma preocupação constante. O sinal de alerta surgiu em 2005, com a saída do Diretor Financeiro José Carlos Hruby. Não existia candidatos internos para a vaga e o novo diretor financeiro, que assumiu o lugar de Hruby, durou pouco mais de três anos no cargo. A saída foi encontrar alguém no mercado. A partir desse episódio a Renner começou a dar mais prioridade a um plano sucessório. Hoje, cerca de 25% do bônus anual de Gallo é atrelado à formação de um sucessor dentro da Companhia. Dado a importância da figura de Gallo para a Renner, acreditamos que qualquer mudança futura neste cargo deverá gerar impacto negativo sobre o preço da ação, ainda que por um curto período de tempo.

O fator clima (RO3). Condições climáticas adversas podem desencorajar o que chamamos de "consumo sazonal", isto é, um clima mais quente pode afetar o lançamento de uma coleção de inverno. Este é um tipo de risco que afeta não só a Renner, mas todas as varejistas de moda. Para mitigar esse risco, a Renner desenvolve suas coleções alinhadas a clusters de lojas por clima e avalia constantemente o impacto de variações no clima sobre as vendas. Além disso, entre os meses de março e agosto ela faz as remarcações que forem necessárias de forma a acompanhar as previsões meteorológicas para a temporada em questão.

Risco de Crédito

Possível aumento da inadimplência de cartões de crédito (RC1). Há hoje, uma ampla utilização de cartões de crédito como meio de pagamento no setor de varejo. A possibilidade de parcelamento por meio de cartões de crédito estimula o consumo e, em certa medida, influencia o volume de vendas do segmento. Em 2014, aproximadamente 49.7% das vendas da empresa foram realizadas mediante pagamento com o cartão de crédito Renner, componente importante da estratégia comercial da empresa. Este tipo de operação está sempre sujeita a flutuações dos ciclos econômicos. Por isso, uma eventual deterioração do cenário macroeconômico poderia impactar no aumento da inadimplência da carteira da Renner.

Risco de Mercado

Possível cenário recessivo em 2015 (RM1). O setor de varejo é sensível a diminuições no poder de compra do consumidor e a ciclos econômicos desfavoráveis. O sucesso das operações da Renner depende, entre outros, de fatores relacionados aos gastos do consumidor e/ou que afetam sua renda, tais como taxa de juros, inflação, nível de emprego e salário, disponibilidade de crédito e confiança do consumidor nas condições econômicas futuras. A maioria desses indicadores já revela um sinal de deterioração. Projeções do mercado (Boletim Focus - 15/5) já estimam uma retração do PIB neste ano em 1,20%, cenário que, se confirmado, será o pior dos últimos 25 anos, quando foi registrado uma retração de 4,35%. Já a previsão do mercado para o IPCA, está em 8,31% para o fim de 2015. Esse cenário, somado ao nível atual de taxa de juros, de 13,50%, maior patamar em 6 anos, pode, no mínimo, tornar mais difícil a repetição dos bons resultados de 2014 pela Renner. Esse será, como dissemos em nossa introdução neste relatório, "um ano de Jó" para a Renner e o setor como um todo. A empresa já espera abrir neste ano um número de lojas menor do que o apresentado em 2014.

Atraso na abertura de shoppings (RM2). Cerca de 94% das lojas Renner estão em shoppings centers. Neste sentido, a ocorrência de atrasos na entrega de shoppings nos próximos anos pode limitar o processo de expansão da empresa. A nosso ver, a probabilidade de atrasos é relevante dada a complexidade das obras, exigências de contrapartida ambientais etc. Além disso, os contratos apresentam cláusulas que preveem atrasos nas entregas. A Renner já enfrentou esse problema. Em 2012, atrasos na entrega de shoppings fez com que a Companhia reduzisse para 25 a abertura de lojas naquele ano, ante 30 planejadas anteriormente. Esse risco apesar de não representar uma ameaça ao negócio da empresa, pode impactar negativamente nossas projeções de crescimento das vendas. Segundo informações da própria Renner, ela não pode adotar nenhuma medida que mitigue esse risco a não ser reduzir o número de abertura de lojas, analisando abertura caso a caso, de forma bastante criteriosa.

Apêndice

BALANÇO PATROMONIAL

Balanço Patrimonial (R\$ mil)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Caixa e Equivalentes	683,270	801,592	834,340	492,646	369,051	329,339	570,886	1,073,287	1,900,444	3,115,058
Contas a Receber	1,279,698	1,572,443	1,908,518	2,565,430	3,123,517	3,780,954	4,350,485	4,984,178	5,635,537	6,270,683
Estoques	454,011	506,990	612,300	884,135	998,823	1,195,538	1,360,071	1,540,361	1,721,516	1,888,637
Outros Ativos Circulantes	79,911	120,237	144,185	168,670	210,913	255,306	293,763	336,552	380,535	423,422
Ativos Circulantes	2,496,890	3,001,262	3,499,343	4,110,881	4,702,304	5,561,137	6,575,204	7,934,378	9,638,032	11,697,800
Outros Ativos Não Circulantes	170,706	128,648	149,985	149,985	149,985	149,985	149,985	149,985	149,985	149,985
Investimentos	63	63	63	63	63	63	63	63	63	63
Ativos Fixos	846,204	1,063,348	1,304,065	1,641,333	1,939,205	2,207,555	2,451,040	2,656,727	2,830,867	2,944,943
Intangível	256,165	322,203	368,084	368,084	368,084	368,084	368,084	368,084	368,084	368,084
Ativos Não Circulantes	1,273,138	1,514,262	1,822,197	2,159,465	2,457,337	2,725,687	2,969,172	3,174,859	3,348,999	3,463,075
Ativo Total	3,770,028	4,515,524	5,321,540	6,270,346	7,159,640	8,286,824	9,544,376	11,109,237	12,987,031	15,160,875
Empréstimos e Financiamentos	670,248	735,599	559,537	598,384	598,384	598,384	598,384	598,384	598,384	598,384
Fornecedores	456,484	471,384	561,480	810,753	991,633	1,186,932	1,350,280	1,529,272	1,709,124	1,875,041
Impostos a Pagar	268,148	269,700	337,935	487,964	596,829	714,372	812,686	920,415	1,028,662	1,128,521
Contas a Pagar	283,628	356,651	511,226	738,189	902,879	1,080,698	1,229,426	1,392,398	1,556,153	1,707,220
Outros Passivos Circulantes	46,704	99,255	67,184	97,011	118,654	142,023	161,568	182,985	204,506	224,358
Passivo Circulante	1,725,212	1,932,589	2,037,362	2,732,301	3,208,378	3,722,409	4,152,345	4,623,455	5,096,828	5,533,525
Empréstimos e Financiamentos	645,159	1,046,846	1,395,469	1,409,027	1,409,027	1,409,027	1,409,027	1,409,027	1,409,027	1,409,027
Outros Passivos Não Circulantes	93,974	42,836	33,441	33,441	33,441	33,441	33,441	33,441	33,441	33,441
Passivo Não Circulante	739,133	1,089,682	1,428,910	1,442,468	1,442,468	1,442,468	1,442,468	1,442,468	1,442,468	1,442,468
Participação de Minoritários	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Patrimônio Líquido	1,305,683	1,493,253	1,855,268	2,095,578	2,508,794	3,121,947	3,949,564	5,043,314	6,447,736	8,184,882
Passivo Total	3,770,028	4,515,524	5,321,540	6,270,346	7,159,641	8,286,824	9,544,376	11,109,237	12,987,032	15,160,875

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO

DRE (R\$ mil)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Receita Líquida	3,844,560	4,353,609	5,194,000	6,767,989	8,463,017	10,244,310	11,787,427	13,504,387	15,269,213	16,990,110
Receita - Venda de Mercadorias	3,461,960	3,913,809	4,642,600	6,076,018	7,597,744	9,196,915	10,582,261	12,123,676	13,708,064	15,253,014
Receita - Produtos/Serviços Financeiros	382,600	439,800	551,400	691,970	865,273	1,047,395	1,205,166	1,380,711	1,561,149	1,737,097
CPV	-1,634,246	-1,867,584	-2,165,915	-3,128,029	-3,824,043	-4,574,360	-5,200,617	-5,886,208	-6,574,118	-7,209,630
CPV - Venda de Mercadorias	-1,616,412	-1,850,807	-2,143,141	-3,094,605	-3,785,012	-4,530,459	-5,153,952	-5,837,156	-6,523,641	-7,156,939
CPV - Produtos/Serviços Financeiros	-17,834	-16,777	-22,774	-33,424	-39,031	-43,901	-46,665	-49,052	-50,476	-52,691
Lucro Bruto	2,210,314	2,486,025	3,028,085	3,639,960	4,638,974	5,669,950	6,586,810	7,618,179	8,695,096	9,780,480
Despesas Operacionais	-1,669,032	-1,852,317	-2,248,895	-3,007,851	-3,565,369	-4,094,693	-4,487,564	-4,883,872	-5,236,292	-5,570,801
Despesas com Vendas	-929,554	-1,030,055	-1,171,753	-1,673,556	-2,049,396	-2,428,340	-2,733,818	-3,062,935	-3,385,095	-3,664,667
G&A	-293,931	-330,255	-397,998	-614,042	-683,197	-724,553	-715,820	-685,042	-621,875	-590,022
Perdas em Crédito, Líquidas de Recuperação	-126,100	-142,500	-188,500	-229,608	-287,113	-347,545	-399,896	-458,145	-518,018	-576,401
Outras Receitas/Despesas Operacionais	-186,498	-182,070	-277,912	-277,912	-277,912	-277,912	-277,912	-277,912	-277,912	-277,912
D&A	-132,949	-167,437	-212,732	-212,732	-267,750	-316,342	-360,118	-399,838	-433,392	-461,799
EBIT	541,282	633,708	779,190	632,109	1,073,604	1,575,258	2,099,246	2,734,306	3,458,804	4,209,679
Despesas Financeiras	33,362	52,345	93,088	86,429	56,975	37,699	30,826	48,040	87,902	155,646
Receitas Financeiras	-83,792	-120,069	-186,963	-127,293	-113,921	-104,385	-93,846	-91,337	-91,337	-91,337
PBT	490,852	565,984	685,315	591,246	1,016,658	1,508,571	2,036,226	2,691,009	3,455,369	4,273,989
IR e CSLL	-153,419	-175,310	-236,755	-190,730	-327,964	-486,649	-656,866	-868,092	-1,114,667	-1,378,745
Lucro Líquido	337,433	390,674	448,560	400,516	688,695	1,021,921	1,379,361	1,822,917	2,340,703	2,895,244
EBITDA	674,231	801,145	991,922	844,841	1,341,355	1,891,600	2,459,365	3,134,144	3,892,196	4,671,478
Margem EBITDA	18%	18%	19%	13%	16%	18%	21%	23%	25%	26%

Apêndice

FLUXO DE CAIXA

Fluxo de Caixa	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Lucro Líquido	400,516	688,695	1,021,921	1,379,361	1,822,917	2,340,703	2,895,244
Depreciação	212,732	267,750	316,342	360,118	399,838	433,392	461,799
Variação de Capital de Giro	-297,140	-238,940	-384,514	-342,585	-385,662	-403,125	-408,457
Fluxo de Caixa das Operações	316,108	717,505	953,749	1,396,894	1,837,093	2,370,969	2,948,586
Capex	-550,000	-565,622	-584,693	-603,603	-605,524	-607,532	-575,874
Outros Investimentos							
Cash Flow from Investing	-233,892	151,883	369,056	793,291	1,231,569	1,763,437	2,372,712
Variação da Dívida	52,405	-	-	-	-	-	-
Dividends Paid	-160,206	-275,478	-408,769	-551,744	-729,167	-936,281	-1,158,098
Other Financing							
Cash Flow from Financing	-107,801	-275,478	-408,769	-551,744	-729,167	-936,281	-1,158,098
Caixa Inicial	834,340	492,646	369,051	329,339	570,886	1,073,287	1,900,444
Variação de Caixa	-341,694	-123,595	-39,712	241,546	502,402	827,156	1,214,614
Caixa Final	492,646	369,051	329,339	570,886	1,073,287	1,900,444	3,115,058

CAPITAL DE GIRO

Capital de Giro	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Contas a Receber	1,279,698	1,572,443	1,908,518	2,565,430	3,123,517	3,780,954	4,350,485	4,984,178	5,635,537	6,270,683
Estoques	454,011	506,990	612,300	884,135	998,823	1,195,538	1,360,071	1,540,361	1,721,516	1,888,637
Outros ativos circulantes	79,911	120,237	144,185	168,670	210,913	255,306	293,763	336,552	380,535	423,422
Fornecedores	456,484	471,384	561,480	810,753	991,633	1,186,932	1,350,280	1,529,272	1,709,124	1,875,041
Impostos a Pagar	268,148	269,700	337,935	487,964	596,829	714,372	812,686	920,415	1,028,662	1,128,521
Contas a Pagar	283,628	356,651	511,226	738,189	902,879	1,080,698	1,229,426	1,392,398	1,556,153	1,707,220
Outros passivos circulantes	46,704	99,255	67,184	97,011	118,654	142,023	161,568	182,985	204,506	224,358
Capital de Giro Líquido	758,656	1,002,680	1,187,178	1,484,318	1,723,258	2,107,773	2,450,358	2,836,020	3,239,144	3,647,601
Variação de Capital de Giro	-	-244,024	-184,498	-297,140	-238,940	-384,514	-342,585	-385,662	-403,125	-408,457