

LOJAS AMERICANAS

COMPRA

Lições dos Últimos Sete Anos – Apresentando PA para o Final de 2011

Tobias Stingelin, CFA

PREÇO ATUAL:	R\$ 14,69
PREÇO-ALVO:	R\$ 19,00

INDICADORES DA COMPANHIA

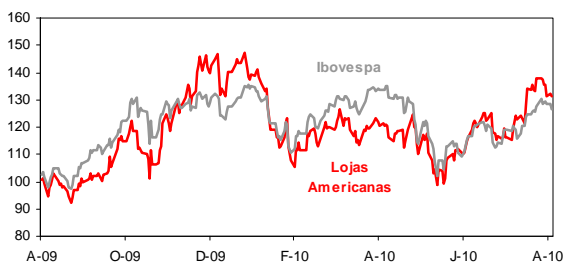
Valor de Mercado (R\$ milhões)	10.635,1
Preço/Valor Patrimonial (10)	16,6
Dívida Líquida/Patrimônio (10)	2,5
Percentual em Mercado	54,1%
Máx - Mín. (52 semanas)	16,05 - 10,63
Média do Volume Diário* - (R\$ '000)	33.352,0

* 52 semanas

DADOS FINANCEIROS

	2009	2010E	2011E
Receita	8.335	9.652	11.599
EBITDA	1.100	1.309	1.603
Lucro Líquido	152	259	366
Margem Líquida	1,8%	2,7%	3,2%
Preço/Lucro	70,1	41,1	29,1
EV/EBITDA	13,9	11,9	9,9

PERFORMANCE RELATIVA (12 MESES)



Fontes: Bloomberg, relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Tese de Investimento: Elevamos nossas estimativas de lucros para a LAME em 16% e 11% para 2010 e 2011, respectivamente, apresentamos nosso preço-alvo para o final de 2011 de R\$19,00 (US\$9,50) e reforçamos nossa recomendação de Compra. Acreditamos que a operação de varejo tradicional da LAME possui grandes oportunidades de crescimento no mercado de varejo do Brasil devido a seu histórico expressivo na operação de dois formatos de lojas de alto retorno, sua experiência em administrar lojas de rua e de shopping em 154 cidades e crescente geração de fluxo de caixa para financiar a expansão e reduzir a alavancagem de seu balanço. **Acreditamos que a perspectiva sólida para as operações de varejo tradicional da LAME não está totalmente refletida no preço atual. Apesar de a perspectiva continuar incerta para a B2W, suas operações de internet, devido ao cenário de concorrência acirrada quando a empresa passa por mudança significativa, acreditamos que nossas projeções já incorporam um cenário desafiador. Além disso, a B2W representa atualmente apenas 17% do valor da soma das partes da LAME. Favor consultar nosso relatório "No Magic Bullet-Lowering Rating" publicado no dia 16 de agosto de 2010.**

Para as operações de varejo tradicional, analisamos sete anos de operações e concluímos que **(1) ganhos de produtividade ainda devem aumentar as margens LAJIDA, (2) crescimento das receitas deve ser ainda mais impulsionado pela expansão orgânica**, resultando em, no mínimo, vendas mesmas lojas de um dígito elevado nos próximos quatro anos, e **(3) exigências de capital de giro provavelmente continuarão negativas, porém após atingir o pico de 25 dias em 2007, caíram para 4 dias em 2009, número sustentável, em nossa opinião** (os resultados do 1S10 parecem confirmar isso).

A estrutura de capital da LAME começou a mudar em 2005, pois a empresa aumentou a alavancagem para financiar crescimento orgânico, aquisições, dividendos, recompras e capital de giro. Essa estratégia impulsionou o crescimento do LAJIDA, porém elevou as despesas com juros significativamente, que, combinadas com resultados modestos e/ou negativos na FAI (Financeira Americanas Itaú) e B2W, resultaram em crescimento desanimador do lucro líquido (TMCC de 8% em comparação ao LAJIDA de 23%). **Esperamos que a alavancagem apresente queda contínua que, combinada com melhores lucros em suas subsidiárias, deve ser convertida em crescimento dos lucros a uma TMCC de 45% até 2012 em comparação ao crescimento esperado do LAJIDA de 20%.**

Avaliação e Riscos: Revisamos nossas projeções e premissas de taxa de desconto. **O impacto líquido sobre nossa avaliação FCD com base na soma das partes foi um aumento modesto no preço-alvo, sugerindo retorno total de aproximadamente 31,5% nos próximos 17 meses.** Os riscos incluem (1) incapacidade de atingir as metas de crescimento agressivas; (2) aumento dos prejuízos na FAI; (3) deterioração adicional no comércio eletrônico e seu impacto sobre a B2W; (4) atividade de F&A (incluindo qualquer operação que resulte no aumento da participação da LAME na B2W; e (5) desaceleração econômica.

A Lojas Americanas (LAME) é o único varejista multicanal da América Latina, integrando operações de lojas físicas, catálogos, TV, e internet e um segmento de crédito (FAI – JV com o Banco Itaú). A LAME é a maior cadeia de lojas de descontos do Brasil, com presença nacional. Em agosto de 2010, a empresa operava um total de 481 lojas físicas através de modelos de lojas tradicionais (286 lojas com uma área média de vendas de cerca de 1.100 m²) e unidades Americanas Express/Blockbuster (195 lojas com área média de vendas de cerca de 400m²). Com base nos dados de 2008 (últimos disponíveis), o mix de vendas da empresa é composto de eletrônicos e eletrodomésticos (19%), produtos de mídia, incluindo CDs, DVDs e jogos (18%), convenience food (17%), vestuário (17%), brinquedos (12%), produtos de higiene pessoal (11%) e outros. Controlando a B2W (participação de 56,6%), a empresa opera a Americanas.com, Submarino.com e Shoptime, cujas marcas/sites combinados constituem a maior empresa no segmento de comércio eletrônico no Brasil, com uma estimativa de participação de mercado de 46,5% em 2009. A LAME possui free float de cerca de 54% (63% das ações LAME4 sem direito a voto e 39% das ações LAME3 com direito a voto), com o restante das ações detido direta ou indiretamente por Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto Sicupira e Marcel Telles. Em 2009, a receita líquida consolidada total atingiu R\$8,3 bilhões (US\$4,2 bilhões).

TESE DE INVESTIMENTO

LIÇÕES DOS ÚLTIMOS SETE ANOS

Elevamos nossas estimativas de lucros para a LAME em 16% e 11% para 2010 e 2011, respectivamente, apresentamos nosso preço-alvo para o final de 2011 de R\$19,00 (US\$9,50) e reforçamos nossa recomendação de Compra para as ações da empresa. Além disso, neste relatório, realizamos uma análise completa das operações de varejo tradicional da Lojas Americanas nos últimos sete anos (desde 2003) a fim de entender o que a estratégia de expansão mais agressiva da empresa pode significar para os acionistas no futuro, bem como entender os motivos por trás da discrepância entre crescimento dos lucros operacionais e crescimento do lucro líquido, o que nos intrigou, bem como os acionistas, durante algum tempo. Por fim, também discutimos o cenário macroeconômico atual e seu impacto sobre o consumo. Nossas principais conclusões discutidas neste relatório são apresentadas a seguir.

Ganhos de produtividade devem continuar a aumentar margens operacionais. A área de vendas da LAME aumentou em uma TMCC de 12% entre 2003 e 2009, ao passo que, no mesmo período, as margens LAJI e LAJIDA apresentaram aumento de 260 pontos-base e de cerca de 300 pontos-base, respectivamente.

Nossa análise indica que além de vendas mesmas lojas muito sólidas, a produtividade aumentou significativamente, conforme mostrado por uma alta de 62% no nível de receita bruta por funcionário, uma redução de 56% no número de funcionários por loja e um aumento de 13% na área de vendas por funcionário. Como a LAME realiza seu programa de expansão mais agressivo (prevemos uma TMCC de 17% na área de vendas até 2013), esse histórico justifica nossa opinião de que as margens podem continuar a aumentar facilmente (projetamos que as margens LAJI e LAJIDA da empresa controladora aumentem em 137 pontos-base e 89 pontos-base, respectivamente, até 2012).

Crescimento das receitas impulsionado por aberturas agressivas de lojas e vendas mesmas lojas de, no mínimo, um dígito alto nos próximos anos. A LAME abriu um total de 371 novas lojas físicas entre 2003 e 2009 e adicionou outras 127 lojas Blockbuster, que foram adquiridas em 2007 e convertidas posteriormente, motivando o aumento da TMCC de 12% em sua área de vendas. No mesmo período, as vendas mesmas lojas nominais cresceram em média 2,2x a inflação IPCA, o que acreditamos que é, em grande parte, explicado pelo rápido amadurecimento de seu formato de lojas. No futuro, como acreditamos que a empresa cumprirá sua meta de aumentar sua base de lojas em 400 novas lojas (ou +84%) até 2013 (temos 398 em nosso modelo), prevemos que, simplesmente cumprindo suas metas de expansão, apenas a adição de



novas lojas contribuirá para sustentar as vendas mesmas lojas nominais em níveis de um dígito elevado (7,0% no mínimo, em nossas projeções) nos próximos quatro anos.

Grandes oportunidades de crescimento com foco em um formato de lojas de alto retorno.

Atualmente, a LAME possui lojas em 154 cidades e 23 estados. No futuro, a empresa planeja aumentar mais sua presença geográfica através da expansão para 200 novas cidades. Apesar de a maioria das aberturas continuar concentrada no Sudeste, em termos relativos, a expansão de lojas se concentrará no Norte (aumento de 444% na base de lojas), Nordeste (aumento de 144%) e Centro-Oeste (+100%). Em nossa opinião, a LAME já obteve sucesso na abertura de lojas em cidades “não tradicionais” (isto é, não densamente populadas e com menor renda) por vários anos (vale mencionar algumas cidades como Sobral, Mossoró e Juazeiro do Norte), e acreditamos que seu formato de lojas relativamente menor e seu know-how na operação de lojas de rua e de shopping reduzem o risco de execução. Além disso, nossos cálculos indicam que a LAME pode crescer enquanto atinge IRRs de nível de lojas sem alavancagem na casa de 30%, com um retorno em pouco mais de quatro anos.

Necessidades de capital de giro atingiram o pico em 2007 e provavelmente ainda serão um ponto negativo, porém apresentaram melhoria.

A estrutura de capital de giro da LAME mudou em 2004, pois o capital de giro da empresa ficou negativo naquele ano, com os recebíveis mais estoques superando as contas a pagar. Dos 27 dias financiados por fornecedores em 2003, o capital de giro da empresa atingiu o pico de 25 dias em 2007. Desde então, contudo, a LAME conseguiu reduzir esse número para 4 dias em 2009, principalmente através de uma combinação de menos dias de recebíveis brutos em aberto e menores estoques. Apesar de nossas projeções assumirem que o capital de giro ainda será um ponto negativo no futuro próximo, não prevemos qualquer deterioração em relação aos níveis atuais. De fato, os resultados do 1T10 e do 2T10 já indicaram uma melhoria significativa A/A, o que sugere que pode haver alta em nossos números, porém preferimos uma atitude mais conservadora nesse caso.

Estrutura de capital começou a mudar em 2005, afetando positivamente o crescimento do LAJIDA, porém negativamente o crescimento do lucro líquido.

Apesar de os resultados operacionais da LAME terem ficado consistentes e previsíveis, o mesmo não pode ser dito de seu lucro líquido. Entre 2003 e 2009, enquanto o LAJIDA cresceu a uma TMCC de 23%, o lucro líquido aumentou apenas 8%. Nossa análise indica que uma mudança na estrutura de capital da empresa iniciada em 2005, aliada aos resultados de suas subsidiárias (B2W e FAI), são explicações importantes para essa discrepância (os impostos também são importantes, porém em certa forma, eles devem ser relativamente fixos e não muito voláteis). De uma posição de caixa líquida em 2003 e 2004, a LAME aumentou sua alavancagem geral para 3,1x o LAJIDA em 2008 (observe que incluímos contas a receber negociadas nesse cálculo) através uma combinação de (1) dividendos, que aumentaram significativamente até 2007 e caíram posteriormente; (2) aquisição da Shoptime (R\$117 milhões), Blockbuster (R\$186 milhões) e uma injeção de capital na B2W (R\$175 milhões); (3) recompras de ações (R\$179 milhões); (4) compras no mercado aberto das ações da B2W (R\$121 milhões); (5) necessidades de capital de giro; e, principalmente, (5) estratégia de expansão orgânica (R\$658 milhões). As despesas com juros, em termos de porcentagem da receita líquida, atingiram o pico de quase 7%, em comparação ao número de 4% registrado em 2003.

Entretanto, esperamos que o crescimento do lucro líquido supere significativamente o crescimento do LAJIDA.

A alavancagem da LAME, contudo, começou a cair em 2009 e acreditamos que a eficiência de sua base de lojas atual e o rápido amadurecimento de seu modelo de lojas resultarão na geração de fluxo de caixa interno da empresa não só financiando totalmente sua estratégia de crescimento, mas também levando a uma redução geral em seu endividamento (dívida líquida/LAJIDA de 1,1x até 2012), representando crescimento do lucro líquido a uma TMCC de 45% entre 2009 e 2012, em comparação à expectativa de uma TMCC do LAJIDA de 20%. Além disso, esperamos que os lucros também sejam afetados positivamente pelo início da

geração de lucros da FAI a partir de 2011, em comparação aos prejuízos elevados de R\$40 milhões, registrados recentemente em 2008. Também projetamos que a contribuição dos lucros da B2W à LAME deve aumentar no futuro, porém reconhecemos que o risco da projeção é maior, considerando o cenário competitivo (de fato, mais uma vez, reduzimos significativamente nossas estimativas para a B2W). **Destacamos, contudo, que, teoricamente, com a eliminação total de qualquer equivalência patrimonial da B2W do demonstrativo de lucro da empresa controladora da LAME, estimamos que os lucros da LAME ainda cresceriam a um número expressivo de 30%, em comparação a 45% com a B2W.**

Elevamos nossas estimativas para os lucros consolidados da LAME em 16%, 11% e 3% em reais para 2010, 2011 e 2012, respectivamente. Aproveitamos essa oportunidade para também revisar nossas projeções. As mudanças mais importantes refletem: (1) a inclusão dos resultados do 4T09, 1T10 e 2T10; (2) projeções econômicas revisadas; (3) expectativas de que as operações de varejo tradicional da LAME continuem a apresentar um aumento gradual nas margens operacionais e LAJIDA; (4) nossa convicção de que o segmento de varejo tradicional da LAME continuará a reduzir sua alavancagem, diminuindo o encargo de despesas com juros sobre o lucro líquido, apesar de aumentar as taxas de juros gerais (embora o Banco Central possa ser menos agressivo em seu aperto monetário para o restante de 2010, os economistas do Santander, bem como a pesquisa Focus do Banco Central, continuam a projetar taxa Selic de 13,00% em 2011); (5) maiores expectativas de crescimento das vendas mesmas lojas de longo prazo, bem como maiores oportunidades de expansão de lojas a partir de 2013; (6) menor expectativa de prejuízos na FAI; e, no lado negativo, (7) reduções significativas de -54%, -42% e -36% para 2010, 2011 e 2012, respectivamente, em nossas expectativas de lucros para a B2W, que estão totalmente consolidadas nos resultados da LAME. Nossas premissas mais otimistas para o segmento de varejo tradicional da LAME e para a FAI compensaram com folga nossas premissas mais pessimistas para a B2W. Apesar de termos elevado significativamente nossas expectativas de lucros consolidados, o impacto sobre o lucro operacional é mais modesto, e, no nível FCD, o valor alvo do segmento de varejo tradicional aumenta, ao passo que o da B2W apresenta reduções.

Reforçamos nossa recomendação de Compra e apresentamos nosso preço-alvo para o final de 2011 de R\$19,00 (US\$9,50). A combinação das projeções atualizadas (varejo tradicional da LAME, FAI e B2W) e a rolagem de nosso horizonte de investimento para dezembro de 2011 resultaram em um preço-alvo atualizado de R\$19,00 (US\$9,50) (em substituição a nosso alvo de R\$18,00 (US\$9,50) para o final de 2010). Baseamos nossa avaliação em um exercício de FCD da soma das partes para as principais operações da empresa. **Acreditamos que a perspectiva para a operação de varejo tradicional da LAME é muito forte, e também acreditamos que ela ainda não está totalmente refletida na avaliação da empresa** (Figura 1). A operação de varejo tradicional da LAME representa 80% de nosso preço-alvo de R\$19,00, sendo o principal motivador de criação de valor, em nossa opinião, e acreditamos que a visibilidade é alta, considerando o histórico mais recente. **No que diz respeito à B2W, que representa 17% do valor da LAME, reconhecemos que a perspectiva continua incerta devido ao cenário de concorrência acirrada em um momento em que a empresa passa por mudança significativa. Contudo, acreditamos que nossas projeções para a B2W já incorporam um cenário desafiador.**

Nossa análise de múltiplos futuros e comparativos sugere que os altos múltiplos atuais (P/L de 31,3x em 2010 e FV/LAJIDA de 10,5x em 2011) não refletem adequadamente o forte perfil de crescimento dos lucros da empresa, em nossa opinião. Em termos de PEG, as ações da Lojas Americanas são negociadas a um desconto para outras empresas listadas no Brasil e na América Latina. É verdade que a visibilidade dos lucros da LAME tem sido baixa, porém acreditamos que isso está mudando e fortes resultados na operação de varejo tradicional e uma reestruturação esperada da FAI podem compensar com folga as pressões da B2W.

**Figura 1. LAME (Consolidada) – Avaliação da Soma das Partes**

Soma das Partes	R\$ Milhões	R\$/Ações	Potencial de Alta
Empresa Controladora da LAME (Lojas Físicas)	10.743,40	14,80	33,70%
B2W (Participação de 56,62%)	2.313,63	3,19	26,57%
FAI	221,30	0,30	ns
Caixa na BWU (Último Disponível)	201,30	0,28	ns
Alvo	13.480,00	18,57	31,05%
Preço Atual das Ações (R\$)		14,30	

Obs.: nosso preço-alvo foi arredondado para cima. Fontes: Bloomberg e estimativas do Santander.

PRODUTIVIDADE MOTIVA EXPANSÃO DAS MARGENS

A operação de varejo tradicional da Lojas Americanas iniciou um plano de expansão agressivo em 2004, sustentado pelo cenário macroeconômico positivo, porém, mais importante, pela conclusão do processo de reestruturação da empresa (2001). Desde então, exceto em 2009, que foi marcado por uma abordagem cautelosa em geral em relação ao crescimento após as consequências da crise econômica global, a Lojas Americanas abriu uma rede de 228 lojas (excluindo as 127 compradas através da aquisição da Blockbuster no Brasil). A área de vendas total da empresa aumentou a uma TMCC de 12% entre 2003 e 2009, incluindo a aquisição da Blockbuster (32.000 m² em 2007), ou 11%, excluindo a Blockbuster. Em 2008, a empresa registrou seu ano de expansão orgânica mais rápida, abrindo um total de 55 lojas, ao passo que o pico na expansão da área de vendas ocorreu em 2004 (+13,4% A/A). É importante destacar que o crescimento também foi sustentado pela rolagem do Modelo Americanas Express (tamanho médio de 400 m² em comparação a 1.400m² das lojas tradicionais) em 2003, que resultou em uma redução geral na área de vendas média da empresa. O tamanho médio de lojas em 2009 era de 1.060 m², em comparação a 2.140 m² em 2003.

Figure 2. Lojas Americanas – Expansão de Lojas 2000-2009

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	TMCC 09-03 Total	Excl. Blockbuster
Lojas	94	98	105	121	156	193	237	413	468	476	26%	19%
Novas Lojas Líquidas		4	7	16	35	37	44	176	55	8		
Área de Vendas (m ²)	233	236	243	259	294	330	372	443	491	504	12%	11%
Var. A/A Área de Vendas		1,3%	3,0%	6,6%	13,4%	12,4%	12,7%	19,1%	10,8%	2,7%		
Área de Vendas Média	2.48	2,41	2,31	2,14	1,88	1,71	1,57	1,07	1,05	1,06	-11%	-15%
Var. A/A Área de Vendas Média		-2,8%	-3,9%	-7,5%	-12,1%	-9,2%	-8,2%	-31,7%	-2,2%	1,0%		

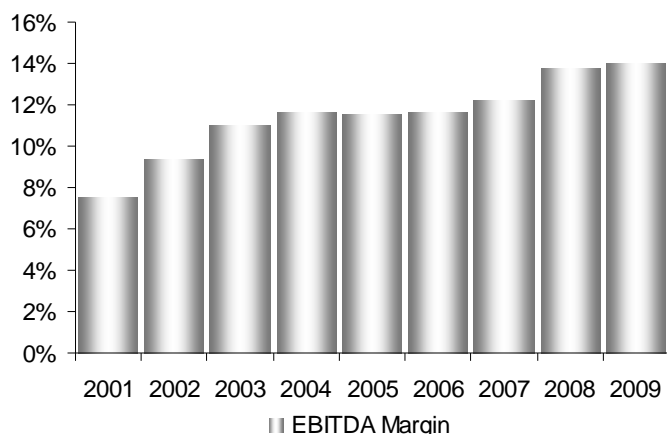
Obs.: foram adquiridas 127 lojas Blockbuster em janeiro de 2007. Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

A Lojas Americanas encerrou 2009 com 476 lojas, porém, em novembro de 2009, anunciou um plano de expansão orgânica, visando abrir 400 novas lojas entre 2010 e 2013. Ao atingir esse alvo, a empresa terá aumentado sua base de lojas em 84% em quatro anos ou, colocado de outra forma, ela atingirá em quatro anos quase o que levou 80 anos para fazer (“80 Anos em Quatro”). **A empresa executou de forma positiva sua estratégia de expansão até o momento, o que acreditamos que é um dos motivos mais importantes que justificam os altos níveis de avaliação da empresa com base nos múltiplos. Acreditamos que a Lojas Americanas continuará a executar sua estratégia agressiva no futuro, porém considerando que nossas estimativas sugerem uma expansão da área de vendas de 17% entre 2009 e 2013 (TMCC), que está 65% acima da taxa de crescimento para 2009-2004, entendemos que é importante analisar como as operações evoluíram nos últimos anos.**

RECEITA POR FUNCIONÁRIO AUMENTOU 62% DESDE 2003

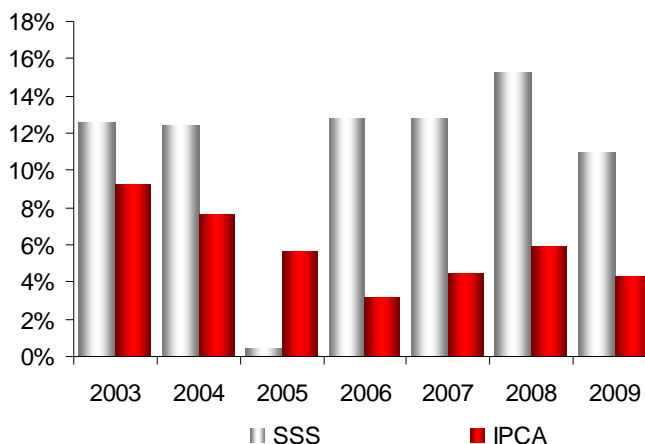
Provavelmente o lado mais visível da consistência e alavancagem operacional da Lojas Americanas foi a expansão da margem LAJIDA registrada nos últimos anos (no que diz respeito ao lucro líquido, a situação foi diferente e os lucros cresceram menos que o LAJIDA até 2009. Contudo, no 1S10 isso já havia mudado, com o crescimento dos lucros superando o crescimento do LAJIDA, como discutido rapidamente). Apesar do crescimento da área de vendas em 95% e o aumento no número de lojas pendentes por um fator de três desde 2003, a margem LAJIDA apresentou expansão, passando de 11,0% em 2003 para 14,0% em 2009 (Figura 3). Vários fatores podem explicar esse forte desempenho, incluindo crescimento nominal das vendas mesmas lojas bem acima da inflação (Figura 4), um aumento expressivo na produtividade (Figura 5) e um amadurecimento relativamente rápido das novas lojas (estimamos que nos primeiros 12 meses de operação, uma nova loja gera cerca de 70% de seu potencial de vendas total considerando vendas por m², ao passo que no segundo ano de operação esse número atinge 100%). Considerando especificamente a produtividade na operação de varejo tradicional, nossos cálculos sugerem que entre 2003 e 2009 (1) a receita bruta por funcionário aumentou 62%; (2) o número de funcionários por loja apresentou redução de 56% (número que pode ser explicado parcialmente pela redução no tamanho médio de lojas, considerando que a Americanas Express representou 39% da base de lojas em 2009, alta em comparação a quase zero em 2003); contudo, acreditamos que a diluição de despesas fixas foi extremamente importante, e que (3) a área de vendas por funcionário aumentou em 13%, indicando que cada funcionário foi responsável por uma área de vendas maior. A respeito desse último ponto, apesar de acreditarmos que um alto nível de serviço ao cliente pode ser uma vantagem competitiva de longo prazo, as lojas da Lojas Americanas não estão voltadas para os consumidores finais, e não há indicações de que o tráfego foi afetado por menos funcionários na loja.

Figura 3. Margem LAJIDA Apresenta Aumento Consistente, apesar de Expansão Agressiva (2001-2009)



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

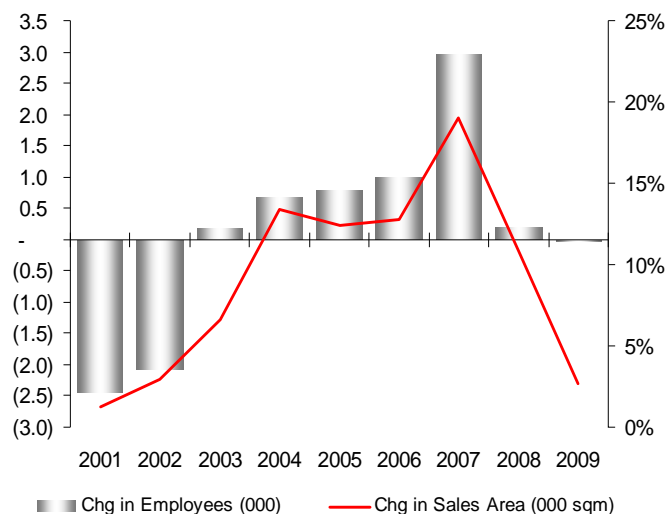
Figura 4. Crescimento Nominal das Vendas Mesmas Lojas Bem Acima da Inflação (2001 – 2009)



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

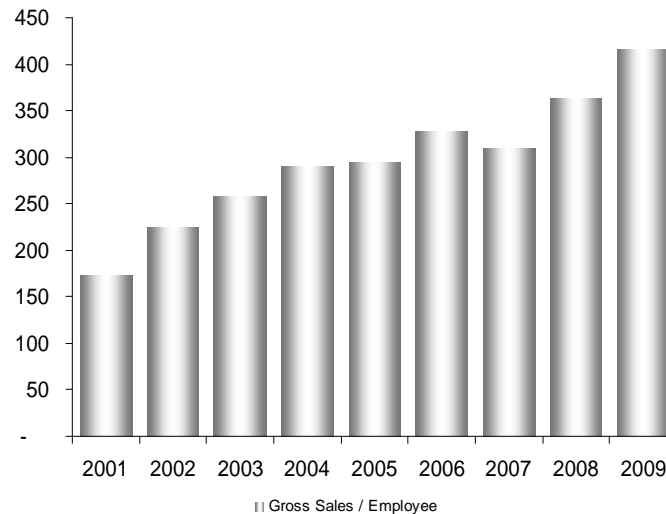


Figura 5. Mudança no Número de Funcionários vs. Mudança na Área de Vendas (2001-2009)



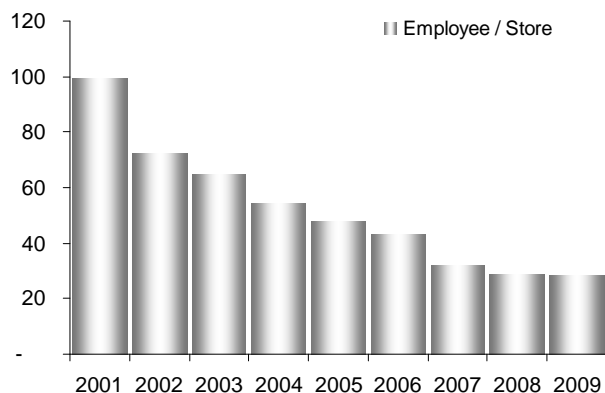
Obs.: Mudança no número de funcionários da empresa controladora no final do ano em comparação à mudança na área de vendas no final do ano. Aquisição da Blockbuster em janeiro de 2007.
Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Figura 6. Produtividade (R\$/funcionário) Continua Crescendo (2001-2009)



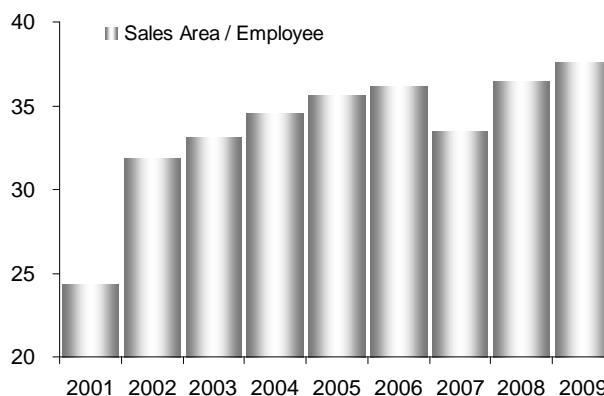
Obs.: Receita bruta dividida pelo número de funcionários da empresa controladora no final do ano.
Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Figura 7. Número de Funcionários por Loja Teve Forte Queda até 2007, Ficando Estável a Partir de Então (2001-2009)



Obs.: Número de funcionários da empresa controladora no final do ano dividido pelo número de lojas no final do ano. Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Figura 8. Área de Vendas por Funcionário Cresce (2001-2009)



Número de funcionários da empresa controladora no final do ano dividido pelo número de lojas no final do ano. Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

No que diz respeito a vendas por metro quadrado (m²), nossa análise indica que as lojas da Lojas Americanas que foram abertas há, no mínimo, 12 meses (essas são lojas não “maduras”, pois acreditamos que uma loja atinge seu potencial pleno, medido em vendas por m², em aproximadamente 1,5 anos), conseguiram registrar uma TMCC de 5% entre 2009 e 2003, e o crescimento superou a inflação em todos os anos, exceto em 2005 e 2008 (destacamos que esse cálculo inclui o efeito de amadurecimento das lojas, pois no primeiro ano de operação total, o nível de vendas é menor que uma loja “madura”). De acordo com nossos cálculos, as vendas de lojas com 12 meses de existência atingiram cerca de R\$8.900 por m² in 2009, em comparação a R\$6.600 por m² em 2003. A fim de chegar a esses números, ajustamos

basicamente a receita líquida dos anos anteriores pelas vendas mesmas lojas divulgadas do ano atual e dividimos esse nível absoluto de vendas mesmas lojas em milhões de reais pela área de vendas disponível no final do ano passado. Infelizmente, sentimos que a análise de 2009 pode ter sido afetada pela introdução da substituição tributária em São Paulo, o que impulsionou o crescimento da receita líquida em comparação à receita bruta. Preferimos trabalhar com números de vendas mesmas lojas brutas, porém a Lojas Americanas divulga números com base na receita líquida.

A projeção do desempenho da produtividade de novas lojas é claramente mais irregular e propenso a imprecisões, pois há diversas variáveis, incluindo a época do ano durante a qual as lojas foram abertas e o fato de que cada loja apresenta um desempenho diferente. Com base em nossos cálculos, em 2008, por exemplo, as vendas por m² de novas lojas apresentaram média de R\$4.800, representando 58% de nosso nível de vendas estimado de lojas com 12 meses de existência. No mesmo ano, as aberturas de lojas brutas totalizaram 58, com 65% (38 lojas) das aberturas concentradas no 4T08. Claramente, a abertura de lojas no quarto trimestre é positiva por causa das vendas de Natal, resultando em forte receita em um curto período de tempo, porém o nível de produtividade de novas lojas acima de 50% no ano parece muito positivo.

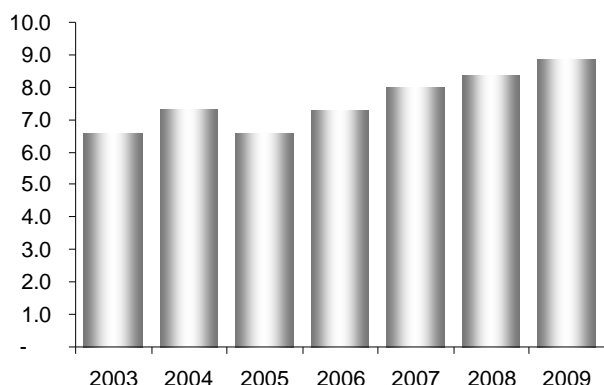
Figura 9. Lojas Americanas – Medidas da Produtividade de Vendas (2003 – 2009)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	TMCC 09-03
Vendas Mesmas Lojas (R\$ 000)		1.900	1.930	2.405	2.967	3.701	4.365	
Número de Lojas no Ano Passado	105	121	156	193	237	413	468	
Receita Média / Lojas Existentes no Ano Passado	15,2	15,7	12,4	12,5	12,5	9,0	9,3	-8%
Área de Vendas no Ano Passado ('000 m ²)	243	259	294	330	372	443	491	
Receita por Loja com 12 Meses de Existência (R\$000 / m²)	6,6	7,3	6,6	7,3	8,0	8,4	8,9^a	5%
Varição A/A da receita por Loja com 12 Meses de Existência (%)		12%	-10%	11%	9%	5%	6%	
Nova Receita do Ano Atual (R\$ 000)	93	23	202	225	243	232	244	
Expansão da Área de Vendas no Ano ('000 m ²)	16	35	36	42	71	48	13	
Receita por Loja "Nova" (R\$000 m²)	5,8	0,7	5,5	5,4	3,4	4,8	NS	NS
"Produtividade" das Lojas Novas (%)	88%	9%	84%	73%	43%	58%	NS	
Receita Líquida / Área de Vendas no Final do Ano	6,5	6,5	6,5	7,1	7,2	8,0	9,1	6%
Receita Líquida / Área de Vendas Média	8,0	8,9	8,8	9,6	10,1	10,5	11,2	6%

Obs.: ^a a receita existente e a receita nova de 2009 podem ter sido afetadas pela introdução do regime de substituição tributária em São Paulo e outros estados em 2009. Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.



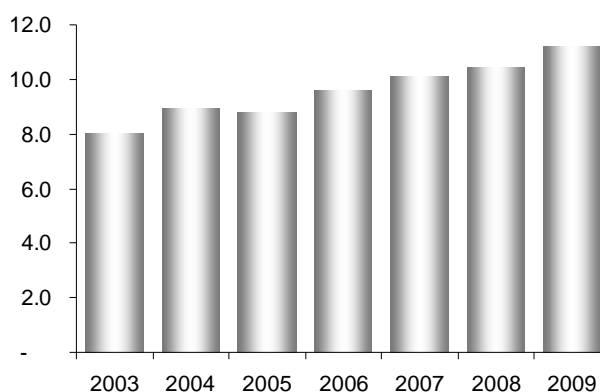
Figura 10. Receita por Metro Quadrado das Lojas com 12 Meses de Existência (2003-2009)



■ Sales (R\$) per sqm of 12-Month Old Stores

Obs.: O cálculo da receita madura tem como base as vendas mesmas lojas do ano atual divididas pela área de vendas excelente do ano anterior.
Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Figura 11. Receita por Metro Quadrado Médio (2003-2009)



■ Sales (R\$) per average sqm

Obs.: Receita líquida dividida pela área de vendas média no final do ano.
Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Com base nas evidências até o momento, acreditamos que os números confirmam que a Lojas Americanas conseguiu crescer efetivamente de forma muito eficiente, sustentada por uma combinação de conceito produtivo de lojas, bem como contenção de custos e despesas, resultando em alavancagem operacional significativa. **Como reconhecemos que a empresa possui disciplina, processos, capacidades e cultura/pessoas para continuar operando com eficiência, acreditamos que o segmento de varejo tradicional da LAME obterá sucesso em sua estratégia de expansão, em um ritmo ainda mais rápido que no passado recente.**

CRESCIMENTO DAS VENDAS AUMENTOU COM ABERTURAS DE LOJAS

As vendas mesmas lojas da LAME têm crescido bem acima da inflação recentemente e acreditamos é provável que isso continue. Como mostra a **Figura 13, entre 2006 e 2009, as vendas mesmas lojas da Lojas Americanas cresceram no mínimo 2,6x a inflação (IPCA), o que está claramente bem acima do guidance geral da empresa de 2% de crescimento real das vendas mesmas lojas. Acreditamos que a forte expansão orgânica de lojas, aliada à maturação das lojas, tem um impacto importante sobre as vendas mesmas lojas em geral, o que nos leva a acreditar que as vendas mesmas lojas podem manter o crescimento bem acima do guidance oficial da administração nos próximos anos.** O tempo de amadurecimento de cada loja varia, pois algumas lojas são abertas em áreas de vendas consolidadas (isto é, shopping centers ou locais de grande tráfego), ao passo que outras lojas são abertas em áreas “não-consolidadas”. Assim, algumas lojas apresentam amadurecimento quase imediato, ao passo que outras amadurecem com o passar do tempo. Com base em nossas conversas com a administração, estimamos que, em média, as novas lojas amadureçam em aproximadamente um ano e meio (70% das possíveis metas de venda por m² são alcançados após um ano, ao passo que os 30% restantes são alcançados entre 6 e 12 meses após esse período). Isso posto, em um exercício muito simples, se assumirmos que uma loja amadurecida possui receita líquida média por m² de R\$9.000 (em 2009, a receita líquida atingiu R\$9.300 por m²), uma loja aberta no final de 2010 deve atingir seu pico de vendas, no mais tardar, em dezembro de 2012. Nessa época, a loja, obviamente, já estaria incluída nos cálculos das vendas mesmas lojas e estimamos que o seu amadurecimento integral pode gerar um impacto das vendas mesmas lojas de aproximadamente

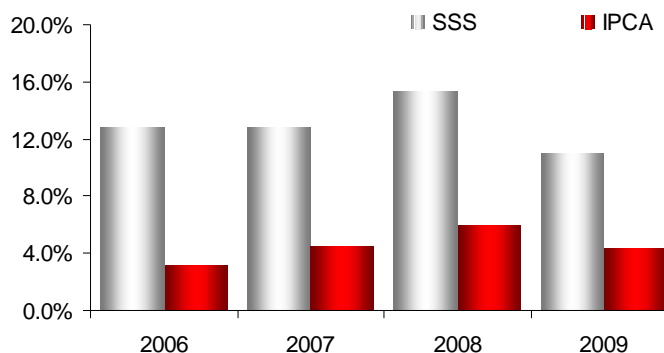
43% sobre essa loja. **Considerando que a Lojas Americanas possui um forte plano de expansão, assumindo que a área média de vendas pode crescer em 17% até 2013, apenas o impacto das aberturas de lojas pode resultar em crescimento consolidado das vendas mesmas lojas de aproximadamente 7% ao ano durante esse período.** As fortes vendas das lojas novas aliadas ao ambiente econômico ainda muito favorável devem resultar em um crescimento das receitas de aproximadamente 18% até 2012 (*para uma visão detalhada sobre nosso cenário macroeconômico, consultar o Apêndice*).

Figura 12. Lojas Americanas – Impacto das Aberturas de Novas Lojas sobre as Vendas Mesmas Lojas

Premissas			
Área de Vendas (m ²)		1.000	
Receita Madura (R\$ / m ²)		9.000	
Maturidade – Ano 1		70,0%	
Maturidade – Ano 2		30,0%	
	Dez-10	Dez-11	Dez-12
Receita – Ano 1	-	6.300.000	6.300.000
Receita Incremental – Ano 2	-	-	2.700.000
Receita (R\$ Milhões)	-	6.300.000	9.000.000
Área de Vendas (m ²)	1.000	1.000	1.000
Receita (R\$ / m ²)	-	6.300	9.000
Vendas Mesmas Lojas Nominais		ns	42,9%
Mudança Esperada na Área de Vendas Média (2012-2009)			17,0%
Possível Impacto sobre as Vendas Mesmas Lojas			7,3%

Fonte: estimativas do Santander.

Figura 13. Lojas Americanas – Vendas Mesmas Lojas e Inflação: 2006R – 2009R



Fontes: IBGE, relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Em nossa opinião, a Lojas Americanas tem um formato de lojas eficiente, que, aliado aos investimentos por loja relativamente baixos e pressão de capital de giro gerenciável, gera um conceito de lojas de alto retorno. **Com base em nossa análise, a IRR não alavancada das lojas da empresa controladora é de aproximadamente 30%, e o período de retorno do investimento é de aproximadamente 4,3 anos.** Isso não leva em consideração um grande número de possíveis variáveis, por exemplo, negociações especiais únicas com fornecedores para aberturas de novas lojas, o que pode aumentar mais os níveis de retorno.

**Figura 14. Lojas Americanas – Premissas de Lucratividade no Nível das Lojas**

Descrição		Descrição	
Receita Média por Loja (R\$ / m ²)	9.000	Margem LAJI 2009	11,3%
Produtividade no Primeiro Ano (% da Receita Madura)	70%	Depreciação em 2009 (% da receita)	2,6%
Média de Investimentos em Lojas Tradicionais (R\$ 000)	2.300	Estimativa de Capital de Giro Principal (em termos de % da receita)	1,0%
Tamanho Médio das Lojas Tradicionais (m ²)	1.400	Alíquota Tributária	34%
Média de Investimentos em Lojas Tradicionais (R\$ / m ²)	1.643		
Média de Investimentos em Lojas Express (R\$ 000)	1.400		
Tamanho Médio de Lojas Express (m ²)	400		
Média de Investimentos em Lojas Express (m ²)	3.500		
Média Geral de Investimentos (R\$ / m ²)	2.200		
Investimentos em Manutenção (10% de Lojas Novas)	220		

Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Figura 15. Lojas Americanas – Análise da IRR Não Alavancada em Termos de Lojas

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
Receita	3.150	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000
LAJI	357	1.021	1.021	1.021	1.021	1.021	1.021	1.021	1.021	1.021
Impostos	(122)	(347)	(347)	(347)	(347)	(347)	(347)	(347)	(347)	(347)
NOPAT	236	674	674	674	674	674	674	674	674	674
Depreciação	83	236	236	236	236	236	236	236	236	236
CG	(32)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)
Investimentos	(2.200)	(220)	(220)	(220)	(220)	(220)	(220)	(220)	(220)	(220)
Caixa Livre	(1.913)	600	600	600	600	600	600	600	600	600

IRR **28,0%**

Retorno **4,3**

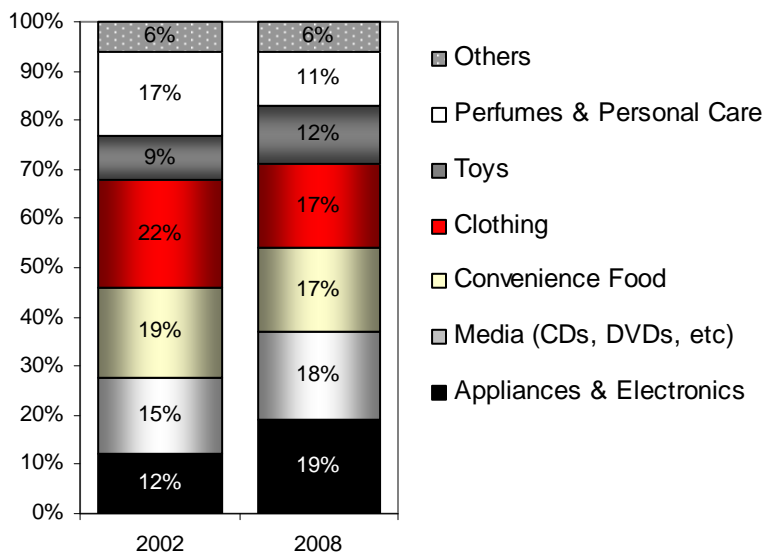
Obs.: Assume que a loja é aberta no meio do primeiro ano e que gera apenas 50% de sua produtividade "madura".
Fonte: estimativas do Santander.

O sucesso da estratégia de expansão da Lojas Americanas, aliado aos retornos atrativos da empresa, não apenas em termos de lojas, mas também quando avaliado como ROIC da empresa controladora, nos torna otimistas em relação ao sucesso de sua meta de quase dobrar de tamanho (se expresso em número de lojas) até 2013 enquanto aumenta os retornos.

ADMINISTRAÇÃO DAS PRESSÕES DE CAPITAL DE GIRO

Como mostra a Figura 16, houve algumas mudanças no mix de vendas da Lojas Americanas nos últimos anos, com itens de ticket maior, como o aumento do peso de eletrônicos e eletrodomésticos no mix de vendas da empresa, totalizando 19% em 2008, em comparação ao número de 12% em 2009.

Figura 16. Mix de Vendas da Lojas Americanas: 2002 e 2008

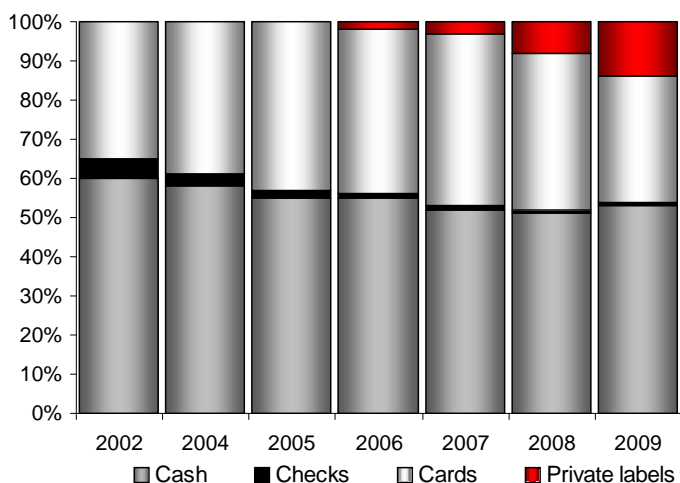


Obs.: os números de 2009 ainda não estão disponíveis. Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

A venda desses produtos é muito mais dependente das vendas parceladas e/ou crédito, o que, em nossa opinião, deve afetar a estrutura de capital de giro (recebíveis) da Lojas Americanas. Além disso, o capital de giro da empresa ainda sofreu pressão devido ao grande aumento na emissão e aceitação de cartões de crédito no Brasil e, conseqüentemente, uma mudança na composição de pagamentos (Figura 17).

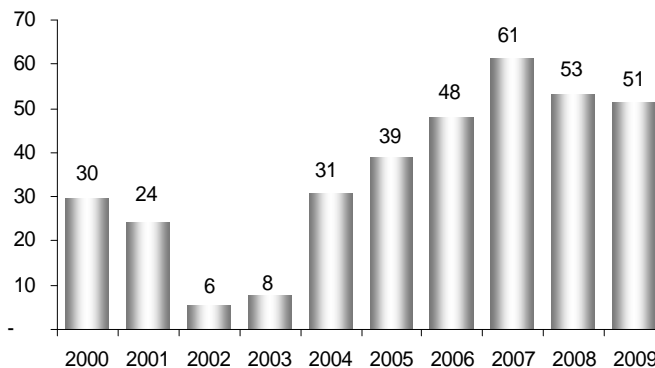
Ao mesmo tempo em que esses dois fatores pressionam o capital de giro, **o mix de vendas da Lojas Americanas ainda está concentrado em itens de ticket menor, o que resulta em um ticket geral de vendas médio de aproximadamente R\$30-R\$40. Além disso, nossa análise indica que as necessidades de capital de giro atingiram o pico em 2007; desde então, as necessidades de capital de giro caíram significativamente.**

Figura 17. Métodos de Pagamento da Empresa Controladora (2002-2009)



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

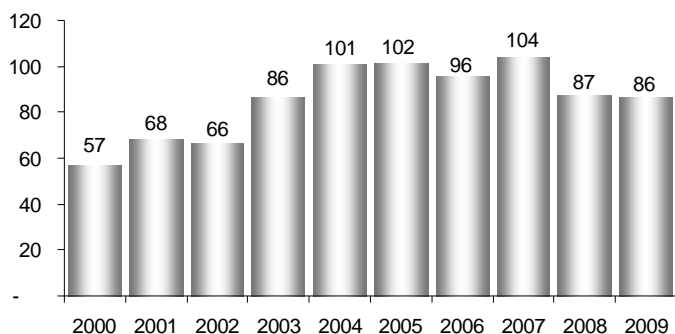
Figura 18. Dias de Recebíveis Brutos em Aberto da Empresa Controladora (2000-2009)



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

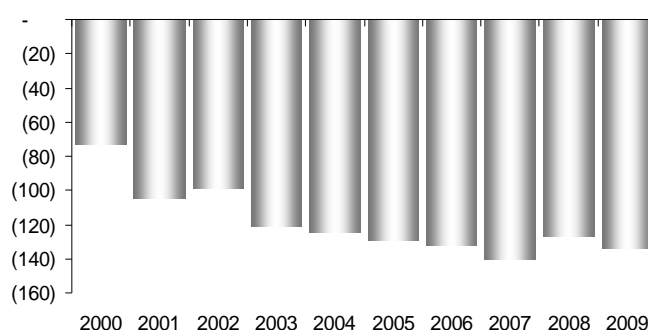


Figura 19. Dias de Estoques em Aberto da Empresa Controladora (2000-2009)



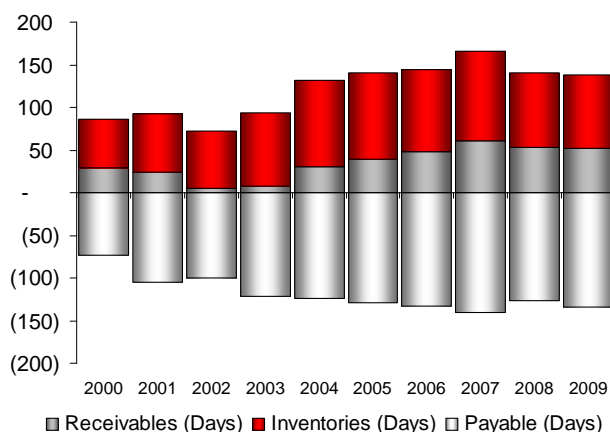
Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Figura 20. Dias de Contas a Pagar em Aberto da Empresa Controladora (2000-2009)



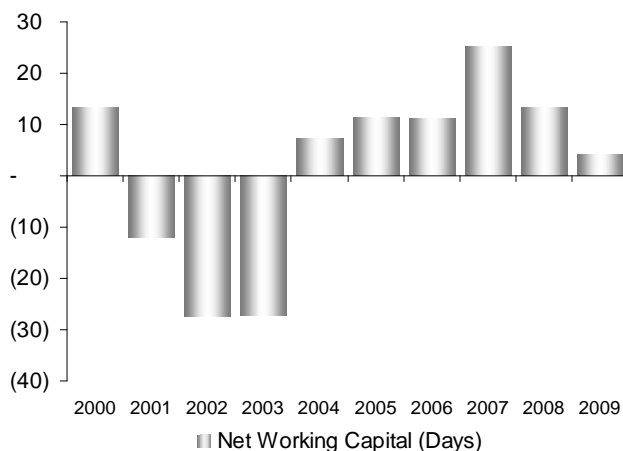
Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Figura 21. Capital de Giro da Empresa Controladora (2000-2009)



Obs.: Com base nos recebíveis brutos (recebíveis líquidos + valor descontado dos recebíveis). Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Figura 22. Capital de Giro Líquido da Empresa Controladora (2000-2009)



Obs.: Capital de giro líquido definido como Contas a Receber mais Estoques menos Contas a Pagar. Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

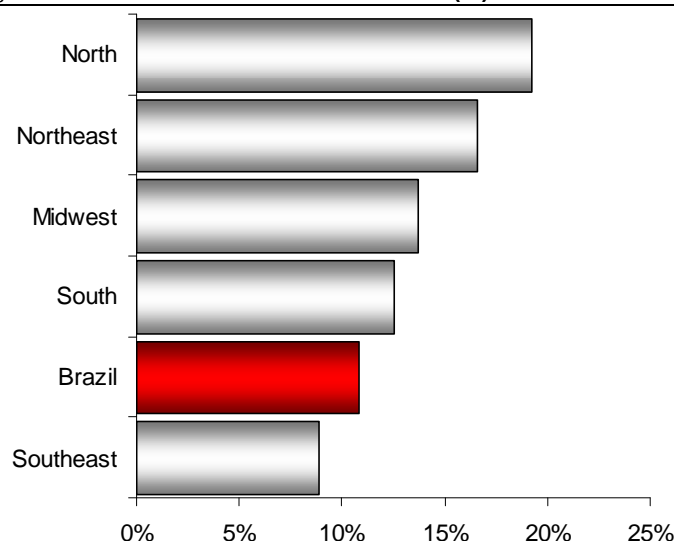
Uma análise mais profunda da estrutura de capital de giro da Lojas Americanas revela que 2004 foi o ano de mudança. Entre 2001 e 2003, a empresa foi financiada basicamente por fornecedores, pois as contas a pagar ultrapassaram as contas a receber mais estoques (isso resultou em um capital de giro positivo). De 2004 em diante, quando todo o espaço de varejo tornou-se mais competitivo, a empresa também se tornou mais agressiva e os dias de recebíveis brutos em aberto passaram de 8 dias em 2003 a um pico de 61 dias em 2007. Durante esse período, os dias de estoque apresentaram queda e as contas a pagar aumentaram; além disso, o efeito líquido foi negativo, pois as necessidades de capital de giro aumentaram, atingindo um pico de 25 dias em 2007. Desde então, entretanto, a Lojas Americanas conseguiu reduzi-los a 4 dias, principalmente através de uma combinação de menos dias de recebíveis e menores estoques. **Em resumo, a estrutura de capital de giro do espaço de varejo brasileiro mudou nos últimos anos, e as necessidades de maior capital de giro da Lojas Americanas refletem isso claramente. Entretanto, o mix de vendas da empresa, sua eficiência interna e ticket baixo permitiram que a empresa, de alguma forma, ficasse mais protegida que outros varejistas. Nosso modelo de longo prazo projeta necessidades de capital de giro dos**

próximos 10 anos; entretanto, esperamos mais melhorias com o tempo. Além disso, é fundamental enfatizar que a empresa conseguiu manter as vendas em dinheiro em mais de 50% das vendas totais, apesar das mudanças que acontecem no mercado brasileiro.

FORTES OPORTUNIDADES DE CRESCIMENTO NO BRASIL

Em relação ao plano de expansão, acreditamos que alguns dos fatores importantes para monitoramento futuro serão o sucesso da implementação em novos mercados/cidades. Em dezembro de 2009, a Lojas Americanas possuía lojas em 150 cidades do Brasil, concentradas principalmente (66%) na região Sudeste do país, que também possui a maior renda per capita. Entretanto, o aumento na mobilidade social e os processos de distribuição de renda que o Brasil testemunhou nos últimos anos beneficiaram as regiões mais pobres do país, criando principalmente, em nossa opinião, oportunidades atrativas de investimento na região Nordeste e também nas regiões Centro-Oeste e Norte, apesar de seus níveis de renda relativamente menores. De acordo com a última Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) divulgada pelo IBGE, entre 2008 e 2009, o orçamento familiar mensal na região Nordeste aumentou em 17% em comparação à pesquisa anterior (2002-2003), ao passo que no Sudeste o crescimento ficou em apenas 9%, aproximadamente 11,0% abaixo da média nacional.

Figura 23: Mudança na Renda Média Mensal: 2002 – 2009 (%)



Obs.: com base na POF de 2009/2008. Fonte: IBGE e jornal *O Estado de S. Paulo*.

No 2T10, a Loja Americanas possuía 481 lojas (286 lojas tradicionais (59%), 195 lojas express (41%)) em 23 estados do Brasil e Distrito Federal, e em 154 cidades diferentes; assim, só neste ano a empresa já entrou em quatro novas cidades, apesar de seu crescimento modesto até o momento. Como parte do plano de expansão da empresa, a Lojas Americanas acredita que existem aproximadamente outras 200 novas cidades onde a empresa pode abrir novas lojas (o Brasil possui atualmente 5.500 municípios, porém a maioria é bem pequena, e pode ser atendida pela B2W). Apesar de a maioria das aberturas provavelmente permanecerem concentradas no Sudeste, em termos relativos, a expansão das lojas ficará concentrada no Norte (um aumento de 444% na base de lojas), Nordeste (aumento de 144%) e Centro-Oeste (+100%). **A Lojas Americanas tem aberto com sucesso lojas não-tradicionais em cidades importantes densamente populadas e menos afluentes durante anos, e**



acreditamos que seus dois formatos de loja têm grandes oportunidades de crescimento no país. Em nossa opinião, a estratégia de expansão geográfica orgânica da empresa parece menos arriscada em comparação a alguns outros varejistas listados, pois nenhum modelo novo é introduzido, as lojas são relativamente pequenas e a Lojas Americanas possui know-how para operar lojas de rua e de shopping centers.

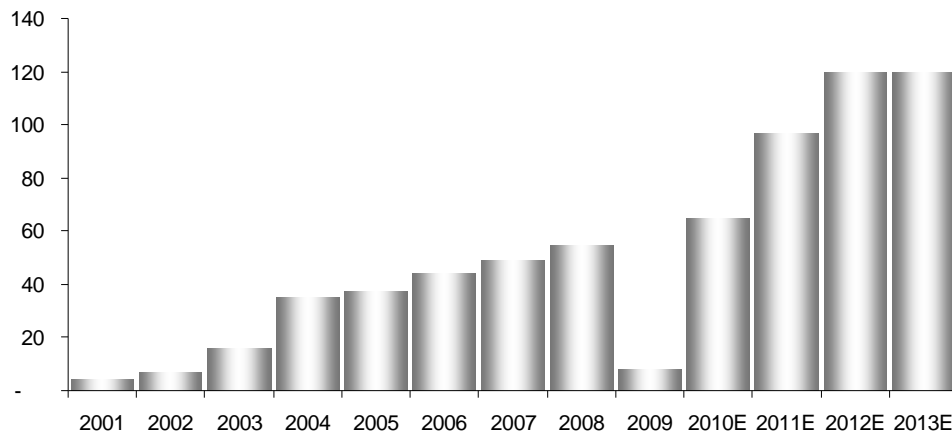
Figura 24. Lojas Americanas– Programa de Expansão de Lojas, 2010-2013

Região	1T10R Base de Lojas	% do 1T10R Base de Lojas	Expansão 2010-2013	% de Expansão Expansão	2013E Base de Lojas	% de 2013R Base de Lojas	udança Planejada na Base de Lojas
Sudeste	316	66%	200	50%	516	59%	63%
Nordeste	62	13%	89	22%	151	17%	144%
Norte- Centro- Oeste	9	2%	40	10%	49	6%	444%
Sul	39	8%	39	10%	78	9%	100%
Sul	52	11%	30	8%	82	9%	58%
Total	478	100%	398	100%	876	100%	83%

Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Em relação à aberturas de lojas em 2010, a empresa já abriu 9 novas lojas e transferiu a variedade de quatro lojas Blockbuster para a Lojas Americanas (essas não são novas aberturas) no acumulado do ano. Com base em seu plano de expansão, a empresa espera abrir um total de 60-70 lojas em 2010, atingindo um pico de 120-130 por ano em 2013. A apresentação do guidance de expansão de lojas em 2010 marcaria um recorde para a Lojas Americanas, pois o recorde anterior foi estabelecido em 2008, com 55 novas lojas. O guidance da empresa para 2010 não está longe desse recorde e, considerando que as aberturas de lojas foram modestas em 2009, a empresa deve estar bem preparada. Temos um total de 65 aberturas de lojas e fechamento de 4 Blockbuster em nosso modelo de 2010. Na divulgação dos lucros do 2T10, a empresa mencionou que, além das nove novas lojas já abertas, possuía 49 novas lojas já programadas e 7 contratos novos que estavam em negociação. **Acreditamos ser prudente que a Lojas Americanas espere que o pico de sua expansão ocorra mais à frente, pois isso permitirá que a empresa solidifique ainda mais sua estratégia de expansão, também evitando ter que atender expectativas de mercado muito elevadas no curto prazo.**

Figura 25. Lojas Americanas – Aberturas de Lojas: 2001R – 2013E (Novo Número de Lojas)

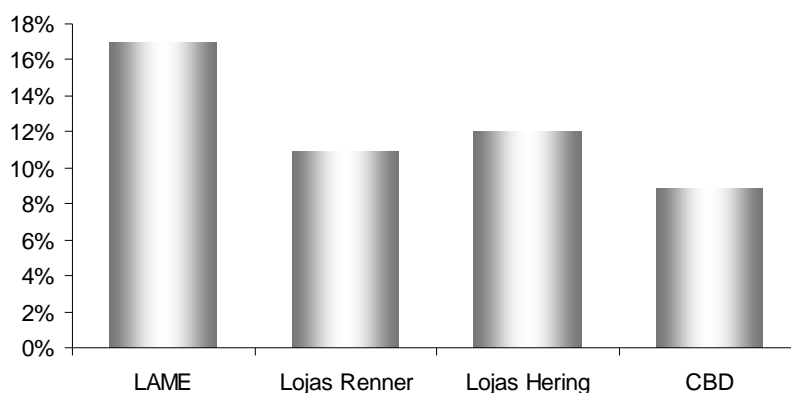


Obs.: os números de 2007 excluem a aquisição de 127 lojas Blockbuster. Números do período entre 2010 e 2013 com base no guidance médio da Lojas Americanas. Fontes: relatórios da empresa.

Acreditamos que a Loja Americanas conseguirá atingir com sucesso sua estratégia agressiva de expansão orgânica, ao mesmo tempo em que mantém seu modelo eficiente e de retorno elevado. Nossas estimativas revisadas computam abertura de 65 novas lojas em 2010 (o guidance indica 60-70), 97 lojas em 2011 (guidance de 90-100), 120 lojas em 2012 (guidance de 110-120), e 120 lojas em 2013 (guidance de 120-130). Como nossa metodologia de preço-alvo depende de uma análise FCD, em que o valor da perpetuidade é sempre muito significativo, assumimos que, após 2013, a empresa ainda pode abrir 70 lojas por ano durante determinado tempo, o que, em nossa opinião, pode ser conservador.

Em termos de expansão da área de vendas, nosso modelo atualmente assume que a área de vendas da Lojas Americanas no final do ano pode aumentar em uma TMCC de 17% entre 2009 e 2013, em comparação ao número de 10,9% (13,4% incluindo lojas compactas) da Lojas Hering e 8,9% da CBD (excluindo Globex), o que, em nossa opinião, é justificado pelo formato relativamente flexível das lojas pequenas (isto é, dois modelos, e lojas de shopping center e de rua). **A forte expansão e o histórico recente da empresa certamente são razões que justificam seus múltiplos de avaliação relativamente maiores, porém não as únicas.**

Figura 26: Varejistas Brasileiros Selecionados – Expansão Esperada da Área de Vendas (TMCC de 2009R – 2013E)



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

FLUXO DE CAIXA ESPERADO PARA FINANCIAR INTEGRALMENTE O CRESCIMENTO E ATÉ REDUZIR ALAVANCAGEM

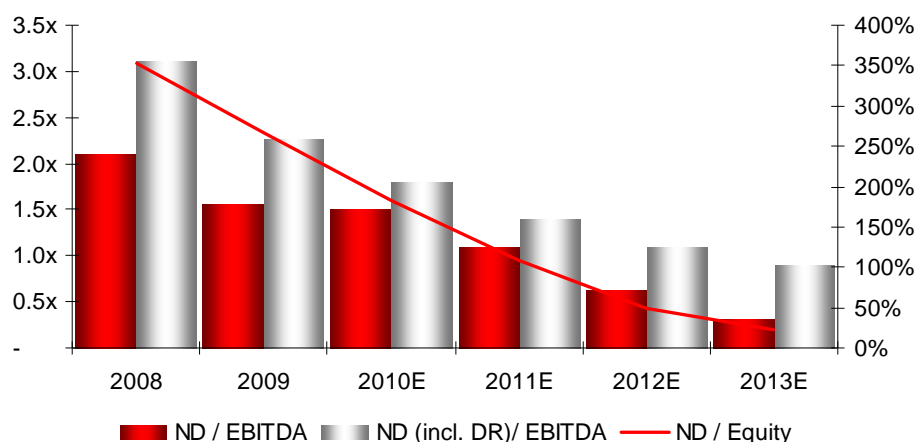
Os investimentos da Lojas Americanas entre 2010 e 2013 devem atingir R\$1,0 bilhão, de acordo com a empresa, incluindo R\$720 milhões de investimentos em novas lojas e reforma de lojas, e mais R\$280 milhões em tecnologia, logística (dois novos centros de distribuição) e operações de modo geral. A empresa normalmente investiu menos que o valor aprovado pela assembleia de acionistas, entretanto, em nosso modelo, assumimos investimentos acumulados de aproximadamente R\$1.250 milhões até 2013, pois incluímos a inflação nos custos de abertura de loja, bem como investimentos em locação de filmes (reconhecemos que podemos ser conservadores, porém acreditamos que, para enfrentar um plano de expansão tão agressivo, pode ser necessário um nível mais elevado de investimento, e acreditamos que os custos de novos locais podem ficar sob pressão – destacamos que a empresa ainda não confirmou essa informação e que continua a abrir lojas menores de acordo com o modelo tradicional, que deve custar menos). A aprovação dos investimentos de 2010 atualmente varia entre R\$270-280 milhões, porém os investimentos do 1S10 ficaram em apenas R\$39 milhões. Assim, acreditamos que entre expansão, tecnologia e outros itens, a empresa acabará investindo no máximo R\$233 milhões no ano como um todo. Atualmente, a Lojas Americanas indicou que a abertura de uma loja Tradicional (tamanho médio de 1.400 m²) exige investimento médio de R\$2,3 milhões/loja



ou aproximadamente R\$1.500/m², ao passo que uma loja Express (tamanho médio de 400 m²) exige um investimento médio de R\$1,4 milhão/loja ou aproximadamente R\$3.500/m². Em nosso modelo, apesar de assumirmos que o capital de giro permanecerá negativo no futuro, a combinação de crescimento das receitas (TMCC de 18% em 2009-2013) e expansão modesta da margem LAJIDA (100 pontos-base acumulados entre 2009 e 2013), deve resultar em fluxo de caixa suficiente para financiar o crescimento da empresa, ao enquanto reduz, ao mesmo tempo, o endividamento da empresa controladora, tendo um impacto muito positiva no crescimento dos lucros.

Como comentário final em relação aos investimentos e fluxo de caixa da Lojas Americanas, é importante destacar que, em 2008, por exemplo, os investimentos totais da empresa controladora atingiram R\$274 milhões ou 51% do LAJIDA da empresa. Em 2009, esse número caiu para 15%. Considerando o amadurecimento das lojas existentes, **mesmo a estratégia agressiva de expansão deve consumir não mais que 30% do LAJIDA no futuro.**

Figura 27. Índice Dívida Líquida/LAJIDA da Lojas Americanas, 2008R – 2013E



Obs.: NB significa dívida líquida definida como: dívida do balanço menos o caixa do balanço, excluindo contas a receber de cartão de crédito, que podem ser convertidas em dinheiro a uma taxa de desconto. RD significa recebíveis descontados, que são os recebíveis de cartões de crédito que a Lojas Americanas descontou a fim de antecipar os recursos caixa para financiar seu capital de giro. Embora em termos de crédito, esses recebíveis descontados não serem uma dívida por si mesmos, principalmente na medida em que o risco de crédito continua com os emissores de cartão, o desconto de recebíveis é uma fonte alternativa de financiamento da dívida de curto prazo e acreditamos que deve ser incluído na análise de dívida como uma forma de provar a intensidade da necessidade de capital. Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

EXPANSÃO ORGÂNICA VERSUS F&A: CASA E VÍDEO EM PREPARAÇÃO?

O crescimento futuro da Lojas Americanas não depende de aquisições, e assumimos que o crescimento orgânico ainda é uma prioridade. Entretanto, conforme deve ser, a empresa sempre buscou analisar oportunidades de F&A. Em 2007, ela adquiriu as operações da Blockbuster no Brasil (127 lojas por R\$185 milhões), e isso provou ser uma operação de grande sucesso para a empresa, pois adquiriu localizações privilegiadas de varejo que foram facilmente convertidas em um dos dois modelos de lojas da LAME. A lógica estratégica da operação foi a compra imediata de localizações privilegiadas de lojas, com sobreposição limitada, de uma forma muito eficiente em termo de custos.

No dia 29 de junho de 2010, a Lojas Americanas anunciou que está em negociações preliminares para a aquisição da “Casa e Vídeo Rio de Janeiro S.A.”, porém que não há garantias de que a operação será fechada. **Há pouca informação sobre a “Casa e Vídeo Rio de Janeiro S.A.”, porém acreditamos que qualquer possível operação seria motivada pelo desejo de garantir boas localizações, que poderiam ser convertidas em um dos modelos da Lojas Americanas**

com o passar do tempo. Embora essa operação também possa ter ocorrido devido a um desejo de maior exposição à venda de eletrônicos, não estamos completamente convencidos de que isso seria uma das motivações principais e nem conhecemos o mix de vendas atual da Casa e Vídeo.

Alguns destaques sobre a Casa e Vídeo, com base nos artigos divulgados no jornal *Valor Econômico* nos últimos meses são apresentados a seguir.

- A Casa e Vídeo solicitou recuperação judicial em fevereiro de 2009.
- Cerca de 75% dos detentores de dívidas da empresa aprovaram seu plano de reestruturação em setembro de 2009. A Casa e Vídeo possui atualmente uma dívida total de R\$300 milhões, com vencimento a partir de 2012 até 2022.
- Atualmente, 66% da Casa e Vídeo Rio de Janeiro S.A. são controlados por um fundo de investimentos que pertence ao novo CEO. Ele investiu R\$20 milhões nessa participação, junto com alguns parceiros. Os 34% restantes pertencem a cinco fornecedores.
- A Casa e Vídeo possui atualmente 63 lojas no estado do Rio de Janeiro (no total, a empresa possui 72 lojas, porém, com base em nosso entendimento de diferentes artigos da imprensa, inclusive no *Valor Econômico*, 9 lojas pertencem diretamente ao proprietário anterior e não fazem parte da Casa e Vídeo Rio de Janeiro).
- Nesse estágio, não temos a área total de vendas ou área de vendas média por loja.
- Não temos detalhes sobre o mix de vendas atual, porém no momento da falência, a empresa vendia eletrônicos, eletrodomésticos, móveis, brinquedos, produtos de cama, mesa e banho, porém não produtos alimentícios ou vestuário (a maior parte da mercadoria era importada da China). Ela é vista como uma concorrente da LAME em alguns segmentos.
- A empresa projetou receita de aproximadamente R\$1,3 bilhão em 2010, de acordo com a administração da Casa e Vídeo.

Com base nas informações limitadas até o momento, nossas conclusões são apresentadas a seguir.

- Estamos intrigados com o fato de a Americanas ter reagido tão rápido a uma divulgação, já que costuma levar tempo para fazê-lo. Acreditamos que isso pode indicar que uma possível operação será realizada mais rápido que o esperado.
- Após a aquisição do Ponto Frio/Globex e da Casas Bahia pela CBD, acreditamos que a Lojas Americanas pode ter decidido analisar mais ativamente oportunidades de F&A.
- Precisamos claramente de uma visão melhor do perfil das lojas (tamanho/localização/mix) para entendermos as intenções da Lojas Americanas, que pode ser uma conversão total para seus próprios formatos de loja (Tradicional ou Express), ou eventualmente, pode até considerar mudar alguns de seus mix. Além das sinergias relacionadas à alavancagem operacional (isto é, diluição das despesas da sede), essa operação pode aumentar seu poder de barganha com alguns fornecedores (também para a B2W) e “remover” um possível concorrente de um mercado em que a Lojas Americanas já é muito forte.



A Americanas é conhecida por comprar a um bom valor, dessa forma, não acreditamos que ela pagará acima do valor justo por essa operação. Assumindo que a empresa abriria 61 de suas próprias lojas de forma orgânica (70% Tradicional e 30% Express), e com base nos seus investimentos atuais por loja, a empresa investiria cerca de R\$140 milhões. Portanto, a aquisição da Casa e Vídeo pode assumir esse valor como benchmark interno. Contudo, essa aquisição merece algum tipo de prêmio em comparação à expansão orgânica, pois a Americanas garantiria 61 pontos de vendas de uma só vez, em vez de ter que procurar por todos esses pontos. Além disso, a área de vendas dessas 61 lojas pode ser muito maior do que consideramos, tornando nossa análise não aplicável. Outra forma de analisar essa operação é considerar que a dívida da Casa e Vídeo foi reestruturada em setembro de 2009. Assumimos que os detentores de dívidas concordariam em recuperar seu valor nocional (R\$300 milhões) com o tempo, ao passo que o atual grupo de acionistas deve buscar algum prêmio sobre seu investimento inicial de R\$20 milhões. Haveria outros 34% da empresa a serem comprados, porém não seria muito diferente do possível preço que o atual grupo de controle estaria ganhando. Em uma estimativa muito aproximada, acreditamos que qualquer valor entre R\$300-400 milhões, em termos de valor da empresa também seria possível para a Casa e Vídeo.

É importante observar que a imprensa mencionou que a Casa e Vídeo, atualmente não possui nenhum acordo com nenhum banco para financiar suas operações. Dessa forma, assumindo que a Lojas Americanas siga em frente com esse acordo, esperaríamos a tentativa da empresa para trazer um parceiro para 50% do segmento de crédito, como ela fez com o Itaú para criar a FAI, o que pode significar possível recuperação, pela Lojas Americanas, de uma parte significativa do preço de compra.

CULTURA E PESSOAS: IGUALMENTE IMPORTANTES PARA SUSTENTAR O CRESCIMENTO

Ao analisar o crescimento orgânico, que, como discutido, foi forte e esperamos que apresente mais aceleração, é importante, em nossa opinião, destacar a mão de obra e cultura da Americanas.

Acreditamos que uma forte cultura corporativa, alinhando funcionários com acionistas no longo prazo, é uma importante vantagem competitiva.

Para começar, a abertura de 400 novas lojas exige não só processos eficientes, mas também disciplina e treinamento extensivo para assegurar que, por exemplo, os 400 gerentes das novas lojas mantenham a execução de forma tão eficiente quanto os gerentes das lojas atuais. Acreditamos que um dos maiores riscos na estratégia massiva de expansão previsto por diversos varejistas é exatamente como eles prepararam sua mão de obra e cultura para enfrentar essa grande expansão.

Como discutido, a mão de obra da Lojas Americanas ficou razoavelmente estável nos últimos três anos, apesar do aumento significativo no número de lojas. Entretanto, a reestruturação no setor de varejo é extremamente alta (na faixa elevada de 40-50%), e acreditamos que a empresa está claramente focada na redução (e não substituição) dos funcionários menos comprometidos e menos produtivos, ao passo que, ao mesmo tempo, investe em treinamento e retenção de seus funcionários mais eficientes. Analisando as horas de treinamento, esses números aumentaram de 25.000 em 2007 para 41.000 em 2009 (um aumento de 64%), ao passo que o número de funcionários no período apresentou alta de apenas 1%, mostrando que o treinamento por funcionário aumentou. **A Lojas Americanas manteve um programa de estágio por mais de 10 anos, e teve um programa de trainee em andamento (por 18 meses). O objetivo da empresa é sempre promover funcionários internos com base no mérito. A mensagem é clara, os acionistas controladores querem garantir que a sua futura equipe de administração e**

liderança seja desenvolvida internamente e, em consequência disso, esteja totalmente alinhada e inserida na cultura de trabalho intenso e eficiência da empresa, com foco no alcance de metas mensuráveis. Acreditamos que a Lojas Americanas está entre as empresas brasileiras listadas com o maior percentual de funcionários (excluindo acionistas controladores) em sua base de acionistas. Acreditamos que isso favorece os investidores minoritários. Nossas estimativas sugerem que os funcionários possuem atualmente até 3,6% das ações sem direito a voto da empresa, porém esse número pode chegar a um nível alto de 6,4% assumindo o exercício integral do plano de 2007, o qual acreditamos que está atualmente “in the money”.

Figura 28. Lojas Americanas – Estimativa de Participação de Funcionários Excluindo os Acionistas Controladores

	Opção de Ações			Ações Atuais	Total
	Plano de 2005	Plano de 2007	Plano de 2009	dos Funcionários (Milhões)	Ações (Milhões)
Preço de Conversão – LAME4 (R\$/ação)	3,86	10,97		ns	ns
Preço de Mercado na Concessão – LAME4 (R\$/ação)	4,32	12,93		ns	ns
Preço à Vista Atual – LAME4 (R\$/ação)	14,17	14,17		ns	ns
Tamanho do Plano (Milhões Ações)	3,19	10,36	4,77	10,73	29,05
Ações Já Emitidas porém Sem Direitos Adquiridos (Milhões Ações)	-	2,54	-	ns	2,54
Possíveis Ações Adicionais a serem Emitidas – LAME4 (Milhões)	-	7,83	4,77	ns	ns
Aquisição de Direitos (Mês)	Abril 10	Abril-12		Já Adquiridos	ns
Ações LAME4 em Circulação excl. Tesouraria (Milhões)	452,45	452,45	452,45	452,45	452,45
Possíveis Ações de “Funcionários” em Termos de % do					
Total de Ações PN (%)	0,7%	2,3%	1,1%	2,4%	6,4%
Estimativa de Ações de “Funcionários” em Termos de % do					
Total de Ações PN (%)	0,7%	0,6%	0,0%	2,4%	3,6%

Obs.: Assume que todas as ações do plano de 2005 já estão “in the money” e consequentemente foram exercidas em abril de 2010 (o número atual de ações dos funcionários pode estar subestimado, pois esse número tem como base apenas as ações detidas pelos Conselheiros, segundo documentos da CVM (CVM – 358). Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Em relação ao plano de opção de ações, alguns funcionários possuem a opção de subscrever suas ações por um período de 60 meses, que foram concedidas a um preço de conversão de 90% do preço médio negociado durante o mês do anúncio do plano. O preço de subscrição é ajustado pelo índice de inflação IGP-M e os funcionários podem utilizar seus próprios recursos para pagar pelas ações, ou conseguir financiamento da Lojas Americanas para 90% da concessão de ações ao IGP-M mais 6% ao ano. Com base nas projeções atuais do IGP-M do Santander, isso implicaria um custo de financiamento de 13,5% para os funcionários em 2010, ficando significativamente acima da CDI, porém claramente competitivo nos mercados financeiros do Brasil, em relação às taxas de financiamento a clientes. O período de aquisição está fixado em cinco anos e apenas as ações integralmente subscritas podem ser vendidas, e a Lojas Americanas possui direitos de preferência de compra dessas ações.

A última mudança significativa ocorrida na alta administração da Lojas Americanas aconteceu em janeiro de 2010, quando o CEO, que trabalhou muitos anos na empresa, deixou o cargo e foi substituído por José Timotheo de Barros.



CRESCIMENTO DOS LUCROS SUPERA CRESCIMENTO DO LAJIDA

Continuamos a avaliar a Lojas Americanas usando principalmente um FCD para as diferentes operações (empresa controladora da LAME, Financeira Americanas Itaú (FAI) e B2W) além de usar múltiplos futuros e relativos como uma verificação cruzada. Isso posto, aproveitamos essa oportunidade para analisar mais de perto as informações financeiras desses segmentos.

EMPRESA CONTROLADORA DA LOJAS AMERICANAS: LUCRO LÍQUIDO DEVE REFLETIR TOTALMENTE O CRESCIMENTO DOS LUCROS OPERACIONAIS

A partir de uma perspectiva operacional, como discutido anteriormente, acreditamos que a Lojas Americanas fez um bom trabalho na geração de crescimento dos lucros operacionais. Entre 2003 e 2009, as receitas e o LAJIDA cresceram a taxas TMCC consideráveis de 19% e 23%, respectivamente. No futuro, apesar de a empresa entrar em seu plano de expansão mais agressivo, que inclui um aumento significativo na expansão da área de vendas (Figura 29), acreditamos que as margens continuarão a apresentar crescimento gradual.

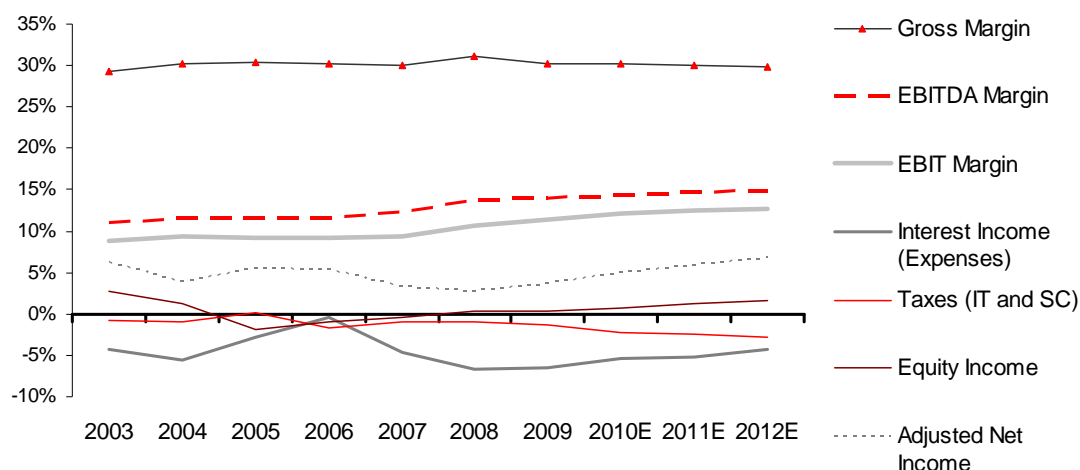
Figura 29. Lojas Americanas – Expansão e Vendas Mesmas Lojas (2003R-2012E)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	03R-09R TMCC	12E- 09R TMCC
Número de Lojas	121	156	193	237	413	468	476	537	634	754	26%	121
Abertura de Novas Lojas	16	35	37	44	176	55	8	61	97	120	ns	16
Área de Vendas no Final do Ano (000 m ²)	259	294	330	372	443	491	504	574	681	813	12%	259
Vendas Mesmas Lojas	12,6%	12,4%	0,4%	12,8%	12,8%	15,3%	11,0%	10,6%	9,3%	10,0%	ns	12,6%

Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

A Lojas Americanas foi consistente em sua estratégia de posicionamento de preços e/ou na administração de seu mix. Entre 2003 e 2009, a margem bruta ficou quase estável em aproximadamente 30%, exceto em 2008, quando uma mudança contábil (Lei 11.638) elevou as margens para 31,2% (Figura 30). Em 2009, contudo, a margem bruta voltou a cair para o nível de 30% devido à introdução da nova política tributária no Estado de São Paulo (“Substituição Tributária”). No futuro, nosso modelo assume que as margens continuarão em cerca de 30%. **Apesar de as margens brutas terem ficado estáveis, as margens LAJIDA (+294 pontos-base) e LAJI (+257 pontos-base) aumentaram consistentemente no período de 2003-2009. Estamos nos sentindo bem confortáveis de que essa tendência persistirá, pois o controle de custos é o forte da Lojas Americanas, resultando em ganhos adicionais de alavancagem operacional. Por esse motivo, esperamos que a margem LAJIDA no nível da empresa controladora apresente aumento gradual de 89 pontos-base até 2012.**

Figura 30. Detalhamento do Demonstrativo de Resultados da Empresa Controladora da Lojas Americanas – em Termos de Porcentagem da Receita Líquida (2003R-2012E)



Obs.: a partir de dezembro de 2008, as informações financeiras foram reformuladas para refletir a introdução da Lei 11.638. Infelizmente, as informações financeiras do período de 2003-2007 não foram divulgadas de acordo com os mesmos critérios. De acordo com a metodologia contábil anterior, a margem bruta de 2008 teria ficado em 30,1% em comparação ao número registrado de 31,2%. Relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Até agora tudo bem: os resultados operacionais ficaram muito fortes, consistentes e previsíveis. Entretanto, infelizmente, o mesmo não pode ser dito sobre o lucro líquido da Lojas Americanas, que ficou muito volátil e relativamente imprevisível nos últimos anos (sem falarmos da volatilidade trimestral do lucro líquido, pois as margens podem ir do nível negativo, como aconteceu no 2T08, para um nível elevado de quase 8% no quarto trimestre). Enquanto o LAJIDA cresceu a uma TMCC de 23% entre 2003 e 2009, o lucro líquido apresentou crescimento de 8% no mesmo período, indicando que o forte crescimento das receitas não influenciou o lucro líquido, intrigando os investidores. Acreditamos, contudo, que a situação começará a mudar daqui para frente e, de fato, os resultados do 1S10 já foram uma indicação positiva dessa mudança, em nossa opinião.

Há dois motivos que explicam a discrepância entre o crescimento do lucro operacional e o crescimento do lucro líquido da empresa, porém acreditamos que uma mudança na estrutura de capital da empresa, aliada aos resultados de suas subsidiárias (B2W e FAI), são as principais explicações.

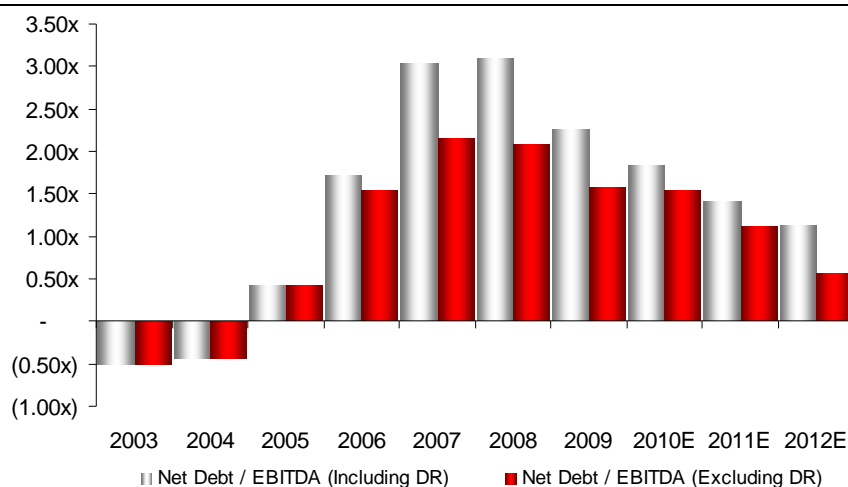
ALAVANCAGEM PROMOVEU CRESCIMENTO, PORÉM REDUZIU LUCRATIVIDADE

Analisando a alavancagem da Lojas Americanas (Figura 31), conforme medida por dívida líquida/LAJIDA, é possível ver que a empresa, que tinha uma posição de caixa líquida em 2003 e 2004, apresentou um rápido aumento em sua alavancagem em geral, atingindo seu pico em 3,1x LAJIDA em 2008 (observar que incluímos recebíveis computados no cálculo da dívida, pois ela tem um impacto sobre as despesas com juros e o financiamento das operações, apesar de, tecnicamente falando, isso não constituir como dívida a partir de uma perspectiva de crédito). O aumento geral na alavancagem teve um claro impacto sobre as despesas líquidas com juros e, conseqüentemente, sobre o lucro líquido. As despesas com juros, em termos de porcentagem da receita líquida, atingiram seu pico em quase 7% em 2008, em comparação a cerca de 4% em 2003 (é importante mencionar que estamos intrigados com o fato de que a empresa divulgou despesas líquidas com juros em 2003, ao mesmo tempo em que registrou uma posição de caixa líquida). **No futuro, contudo, como acreditamos que a geração de fluxo de caixa interno da**



Lojas Americanas será mais que o suficiente para financiar sua forte estratégia de expansão. Esperamos que a alavancagem geral da empresa apresente redução, traduzindo-se em crescimento sólido e consistente dos lucros, maior que o crescimento dos lucros operacionais. Para o período de 2009-2012, projetamos uma TMCC do LAJIDA de 20% no nível da empresa controladora e uma TMCC expressiva dos lucros de 45%.

Figura 31. Dívida Líquida / LAJIDA da Empresa Controladora da Lojas Americanas (2003R-2012E)



Obs.: RD significa recebíveis descontados, que tratamos como dívida. relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Os motivos para o aumento do endividamento na Lojas Americanas em 2008 são múltiplos, porém eles incluem: (1) dividendos que apresentaram aumento significativo até 2007 e redução após esse ano, pois acreditamos que os acionistas, até 2007, distribuíram os benefícios da reestruturação bem-sucedida, ao passo que, posteriormente, decidiram focar o crescimento mais forte e a melhoria da estrutura de capital da empresa; (2) aquisição da Shoptime por R\$117 milhões em agosto de 2005; (3) aquisição da Blockbuster por R\$186 milhões em janeiro de 2007; (4) uma injeção de capital de R\$175 milhões na B2W; (5) recompras de ações (R\$179 milhões); (6) compras de ações da B2W no mercado aberto (R\$121 milhões); e, (7) principalmente, a estratégia de expansão orgânica (R\$658 milhões). Simplesmente analisando esses fatores, que não consideram necessidades de capital de giro (as quais aumentaram, conforme mencionado), bem como despesas com juros e impostos (que também apresentaram aumento), é possível observar, por exemplo, que em 2007, os investimentos ficaram 30% acima do LAJIDA total gerado no mesmo ano. É verdade que alguns outros fatores minimizaram o forte fluxo de saída de caixa da Lojas Americanas nos últimos anos, como, por exemplo, a associação de R\$200 milhões anunciada com o Itaú para criar a FAI, porém os gastos de caixa ficaram acima dos recursos gerados internamente, resultando em aumento da alavancagem.

Figura 32. Visão Geral dos Fluxo de Saída de Caixa da Empresa Controladora da Lojas Americanas, R\$ Milhões (2003R-2009R)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Investimentos	32	94	77	90	212	152	75
Aquisição Shoptime / Blockbuster	-	-	117	-	185	-	-
Aquisição de Ações da B2W	-	-	-	-	38	83	-
Aumento de Capital na B2W	-	-	-	175	-	-	-
Programa de Recompra de Ações	35	29	11	34	44	26	3
Dividendos	87	87	60	110	69	37	37
Investimento Total	153	210	266	410	549	298	115
LAJIDA	186	223	246	306	393	541	644
Total Investimentos / LAJIDA	82%	94%	108%	134%	139%	55%	18%

Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Ao analisar a alavancagem, é importante lembrar que a empresa utilizou capital terceirizado para financiar seu crescimento e melhorar retornos, ao passo que outras empresas, como a Renner, por exemplo, dependeram menos do financiamento de capital terceirizado e mais do capital próprio. Não pretendemos julgar o que é preferível, pois os modelos são diferentes e os investidores têm perfis de risco diferentes. Em vez disso, destacamos uma diferença importante sobre como os varejistas do Brasil decidiram financiar o crescimento nos últimos anos, e como isso afetou a lucratividade quando medida em termos de lucro líquido.

Ao analisar o ROE da Lojas Americanas utilizando a fórmula Dupont, que visa à análise do ROE como uma função da margem de lucro líquido, giro de ativos e alavancagem, e comparando esse número ao ROE da Lojas Renner, as diferenças são significativas. Essa não é necessariamente uma comparação de igual para igual, pois esses varejistas têm modelos de negócios diferentes, porém a comparação mostra como a Lojas Americanas opera de forma muito mais alavancada para atingir maiores retornos. A contra partida é que a alavancagem, em grande parte, reduziu os lucros, afetando negativamente os múltiplos de lucros, por exemplo. **A Lojas Renner divulgou margens LAJIDA de cerca de 15%-16% nos últimos três anos, e a margem líquida ficou em torno de 50% desse nível. No caso da Lojas Americanas, as margens LAJIDA ficaram entre 12%-14%, porém a margem líquida ficou apenas em cerca de 20% do nível da margem LAJIDA.**

Figura 33. Detalhamento do ROE Consolidado da Empresa Controladora da Lojas Americanas vs. Lojas Renner (2007R-2009R)

	LAME			LREN		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
ROE	35,6%	27,9%	40,0%	25,9%	22,8%	24,4%
Margem Líquida Divulgada (Lucro / Receita Líquida Divulgados)	3,2%	2,3%	3,3%	7,8%	7,4%	8,0%
Giro de Ativos (Receita Líquida / Total Ativos)	0,87	0,89	0,98	1,25	1,34	1,23
Multiplicador de Ações (Total Ativos / Ações)	12,8	13,8	12,4	2,6	2,3	2,5

Obs.: Com base nos lucros divulgados, não nos lucros ajustados. Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

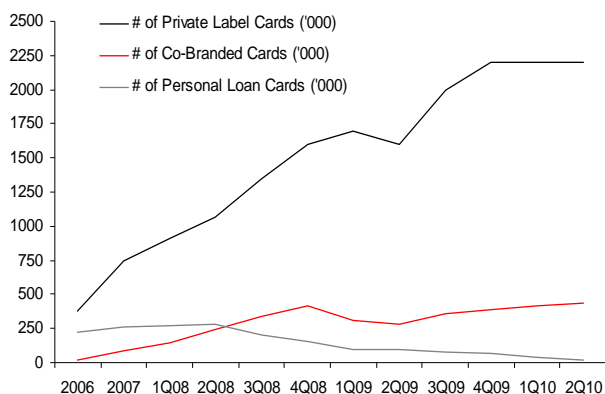
Um segundo motivo para a volatilidade do lucro líquido da Lojas Americanas, ou mesmo seu nível relativamente baixo de lucros, são os resultados de suas duas principais subsidiárias, B2W e FAI.



SUBSIDIÁRIAS, OUTRO ENTRAVE NOS LUCROS: FAI ESTÁ PRESTES A MUDAR...

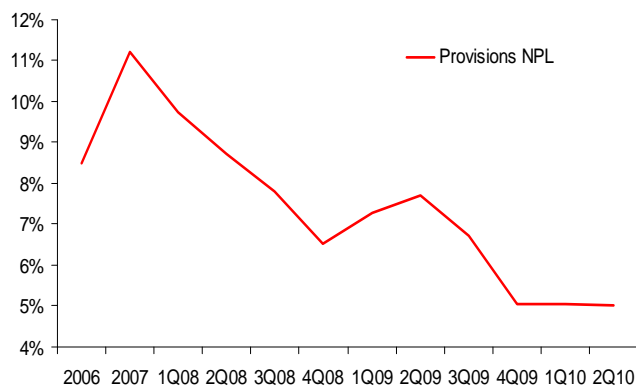
A FAI, ou Financeira Americanas Itaú, foi criada oficialmente em 2005, quando o Banco Itaú e a Lojas Americanas criaram uma joint venture 50-50% para explorar o segmento de financiamento a clientes da empresa. O Banco Central concedeu à FAI o título de uma instituição financeira em janeiro de 2006, e a empresa começou a emitir cartões de crédito em maio do mesmo ano. **Além das altas despesas com instalação e uma falta natural de escala inicial, acreditamos que a lucratividade da FAI também foi gravemente afetada por um foco na concessão de créditos a clientes de maior risco (“empréstimo pessoal”), a uma nova base de clientes. Essa estratégia resultou em altos níveis de créditos inadimplentes, que, aliados a altas despesas, geraram prejuízos elevados.** Reconhecendo que seu modelo de negócios inicial teve que ser ajustado, ao passo que, ao mesmo tempo, a empresa tinha como foco a garantia de uma maior penetração de cartões emitidos pela FAI no mix de vendas da Lojas Americanas, no segundo semestre de 2008, a FAI começou a concentrar seus esforços na emissão de cartões de marca própria e de bandeira mista, ao mesmo tempo em que reduzia a exposição ao crédito pessoal. Os resultados da estratégia podem ser claramente vistos na Figura 34, pois o número de cartões de crédito pessoal emitidos caiu para 15.000 no 2T10, em comparação a 223.000 no final de 2006. O crédito pessoal também representou apenas 6% da carteira de recebíveis no 2T10, em comparação a 73% no 3T07. No mesmo período, o nível de provisões para créditos inadimplentes, em termos de porcentagem de recebíveis em aberto, caiu para 5% de um pico de aproximadamente 11% em 2007.

Figura 34. FAI – Número de Cartões Emitidos em '000 (2006R-2T10R)



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

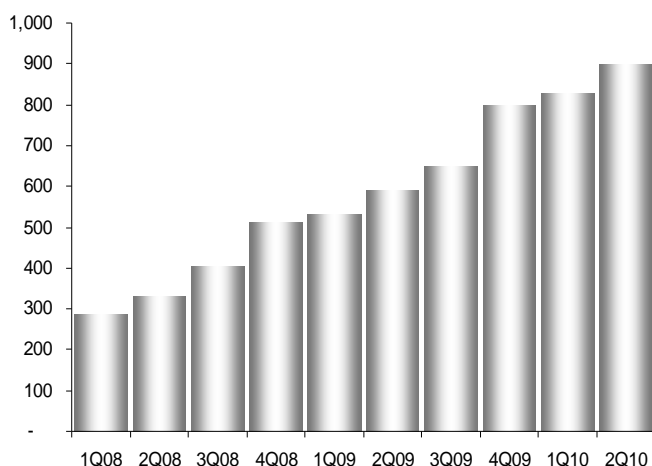
Figura 35. FAI – Nível de Provisões para Créditos Inadimplentes em termos de % de Recebíveis (2006R-2T10)



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

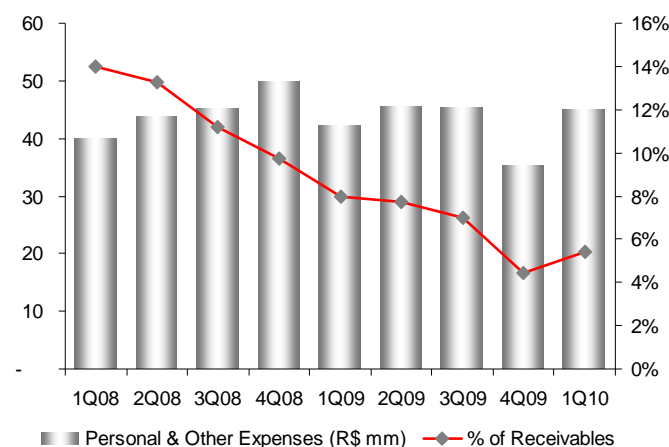
Ao mesmo tempo em que a estratégia revisada reduziu a inadimplência e aumentou a participação de cartões da FAI no mix de vendas da Lojas Americanas (14% das vendas), a FAI também promoveu uma redução nas despesas com pessoal e administrativas (apesar de elas continuarem muito voláteis, como visto no 1T10 – ainda não conseguimos atualizar totalmente nossas projeções para a FAI para incorporar os resultados do 2T10, pois foram divulgadas apenas informações limitadas sobre a FAI), que, combinada com um aumento gradual na carteira de recebíveis, começa a gerar alavancagem operacional.

Figura 36. FAI – Recebíveis em Aberto em R\$ Milhões (1T08R-2T10R)



Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Figura 37. FAI – Despesas com Pessoal e Outras Despesas Administrativas em R\$ Milhões e em termos de % de Recebíveis (1T08R-1T10R)

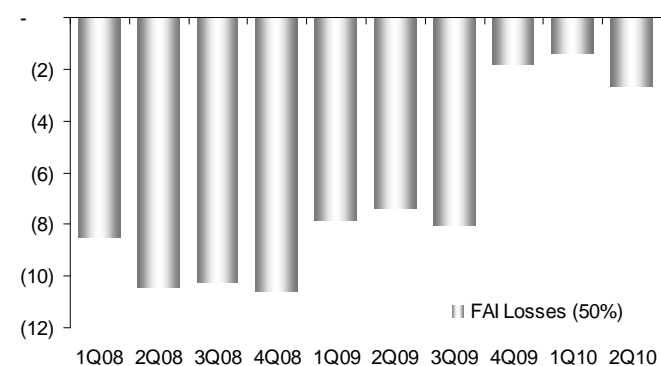


Obs.: despesas com pessoal e outras despesas administrativas divididas pela carteira de recebíveis no final do trimestre. Fonte: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Por fim, ao analisar o demonstrativo de resultados trimestral da FAI, também é possível identificar um aumento significativo na receita de prestação de serviços de cartões de crédito, passando de R\$19 milhões há um ano e de R\$13 milhões no 1T08 para R\$34 milhões no 1T10, o que esperamos que continuará a afetar positivamente a lucratividade em geral.

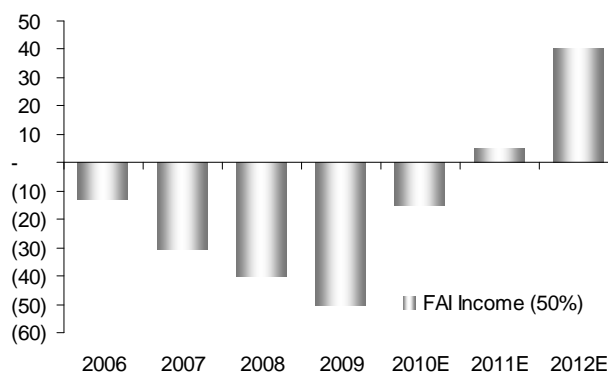
Esperamos que a inadimplência apresente ligeiro aumento no futuro devido a maiores taxas de juros, em geral, e seu possível impacto sobre um consumidor mais alavancado. Entretanto, apesar desse efeito, a combinação de maior crescimento na carteira de recebíveis da FAI, crescimento da receita de prestação de serviços e despesas com pessoal e administrativas mais estáveis deve traduzir-se no alcance do equilíbrio da FAI em 2011, começando a afetar positivamente o lucro líquido em geral. **Em resumo, esperamos que a FAI, que tendo sido um entrave consistente aos lucros da Lojas Americanas desde sua implementação, comece a se tornar uma contribuição positiva a partir de 2011.**

Figura 38. FAI – Prejuízos Trimestrais em R\$ Milhões (1T08R-2T10R)



Obs.: com base em um impacto proporcional (50%) sobre o lucro da Lojas Americanas. relatórios da empresa e estimativas do Santander.

Figura 39. FAI – Projeção de Lucro Líquido em R\$ Milhões (2006R-2012R)



Obs.: com base em todas (100%) as informações financeiras da FAI. A Lojas Americanas consolida 50% desses resultados. Fonte: relatórios da empresa e



Figura 40. FAI – Demonstrativo de Resultados, R\$ Milhões (2007R-2012E)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS						
Lucro de Intermediação Financeira	179	239	324	433	479	
(+) Lucro das Operações de Crédito	161	230	322	429	475	
(+) Lucro das Operações Financeiras (Margem Caixa)	18	10	3	4	5	
Despesas de Intermediação Financeira	(164)	(220)	(247)	(303)	(324)	
(-) Custos de Financiamento	(43)	(52)	(46)	(63)	(71)	
(-) Provisão para Devedores Duvidosos	(122)	(168)	(201)	(241)	(252)	
Lucro Bruto de Operações Financeiras	15	19	77	129	155	
Despesas Operacionais	(135)	(95)	(94)	(124)	(116)	
(+) Receita de Prestação de Serviços (TAC, garantida estendida etc.)	55	101	138	156	181	
(-) Despesas com Pessoal	(6)	(4)	(3)	(3)	(4)	
(-) Outras Despesas Administrativas	(173)	(164)	(190)	(222)	(233)	
(-) Despesas com Impostos	(12)	(19)	(28)	(37)	(41)	
(+/-) Outro Lucro / (Despesas)	(0)	(8)	(11)	(17)	(19)	
Resultado Operacional	(121)	(76)	(17)	5	40	
Lucro / (Despesa) Não Operacional	(0)	(1)	-	-	-	
Imposto de Renda e Contribuição Social	41	26	2	-	-	
Lucro / (Prejuízo) Lucro	(62)	(80)	(50)	(15)	5	40

Obs.: com base nos lucros divulgados, não nos lucros ajustados (100% da FAI; Lojas Americanas consolida 50% dos números anteriores).
Fontes: relatórios da empresa e estimativas do Santander.

...ESPERAMOS QUE OS LUCROS DA B2W FINALMENTE CRESÇAM, PORÉM MAIS UMA VEZ, CORTAMOS SIGNIFICATIVAMENTE NOSSAS ESTIMATIVAS

Reduzimos as estimativas dos lucros da B2W, em moeda local, em números expressivos de 54%, 42% e 36% para 2010, 2011 e 2012, respectivamente, devido à combinação de: (1) inclusão dos resultados do 4T09, 1T10 e 2T10; (2) projeções econômicas revisadas, refletindo, por exemplo, nossa projeção de crescimento do PIB de 7,8% em 2010; (3) nossas expectativas de maiores perdas de participação de mercado em 2010 (473 pontos-base), estabilização em 2011 (-5 pontos-base), e a partir de então, uma redução modesta em participação de mercado (-50 pontos-base ao ano); (4) um aumento significativo em outras despesas operacionais em 2010 (essas despesas devem apresentar queda significativa em 2011, de acordo com a empresa, e assumimos que elas cairão pela metade, apesar da pouca visibilidade); e (5) um impulso em despesas líquidas com juros, relacionado não só à mudança significativa no nível esperado de taxas de juros desde nosso último relatório, mas também, e infelizmente, refletindo a dificuldade em prever o nível correto de despesas líquidas com juros.

REVISÃO DE LUCROS: AUMENTO CONSIDERÁVEL

Aproveitamos esta oportunidade para atualizar nossas projeções financeiras consolidadas. As principais mudanças foram discutidas neste relatório e no relatório da B2W. Entretanto, para resumir, as mudanças mais importantes refletem: (1) a inclusão dos resultados do 4T09, 1T10 e 2T10; (2) projeções econômicas revisadas, refletindo nossa projeção de crescimento do PIB de 7,8% em 2010, bem como as expectativas do Santander de uma taxa Selic de 10,75% para o final de 2010 e 13,00% para o final de 2011; (3) expectativas de que as operações de lojas físicas da Lojas Americanas continuarão a apresentar um aumento gradual nas margens operacional e LAJIDA; (4) nossa crença em que as lojas físicas da Lojas Americanas continuarão a reduzir sua alavancagem, reduzindo a carga das despesas com juros sobre o lucro líquido, apesar do aumento geral nas taxas de juros; (5) maiores expectativas de crescimento de longo prazo das vendas mesmas lojas, bem como maiores oportunidades de expansão de lojas a partir de 2013 (devido ao seu formato de loja relativamente pequeno e histórico de expansão, acreditamos que, mesmo após concluir seu programa atual de expansão intensa, ainda devem restar muitas oportunidades); (6) menores expectativas de prejuízos e até lucros de 2011 em diante, provenientes da FAI; e (7) menor contribuição dos lucros da B2W.

Com base em nossas projeções, aumentamos nossas estimativas dos lucros da Lojas Americanas em 16%, 11% e 3% em 2010, 2011 e 2012, respectivamente, em reais. Apesar de nossas projeções de receita líquida terem apresentado uma redução modesta, isso é compensado com folga pelas estimativas de aumento das margens operacionais e redução das despesas financeiras. Elevamos nossas estimativas de lucros em dólares da LAME em 23%, 18% e %, respectivamente, em 2010, 2011 e 2012. Nossas estimativas de LAJIDA em dólares aumentaram 17%, 14% e 9%, respectivamente, em 2010, 2011 e 2012 (nossas novas estimativas em dólares estão integralmente detalhadas na Figura 58).

Figura 41. B2W (Consolidada) – Revisões nas Estimativas, 2010E-2012E (R\$ Milhões^a)

	2010E			2011E			2012E		
	Anterior	Atual	Varição	Anterior	Atual	Varição	Anterior	Atual	Varição
Receita	4.608	4.425	-4%	5.666	5.346	-6%	6.802	6.366	-6%
LAJIDA	378	402	6%	506	519	2%	607	650	7%
Lucro	8,2%	9,1%	87bp	8,9%	9,7%	77bp	8,9%	10,2%	128bp
Margem	480	554	15%	637	666	5%	776	830	7%
Lucro	96	44	-54%	140	81	-42%	213	136	-36%
LPA	0,85	0,40	-53%	1,23	0,74	-40%	1,87	1,24	-34%

^a Exceto valores por ação. Fonte: estimativas do Santander.

Nossas novas projeções de lucro líquido estão acima do consenso de mercado com base na Bloomberg. Nossas premissas são mais otimistas em termos de receitas e isso flui quase diretamente para o lucro líquido. Apesar de o consenso ter como base as projeções de 15 analistas, não temos certeza sobre até que ponto elas estão atualizadas.

**Figura 42. LAME (Consolidada) – Revisões nas Estimativas, 2010E-2012E (R\$ Milhões^a)**

	2010E			2011E			2012E		
	Anterior	Atual	Varição	Anterior	Atual	Varição	Anterior	Atual	Varição
Receita	9.746	9.652	-1%	11.833	11.599	-2%	14.206	13.787	-3%
LAJIDA	947	1.033	9%	1.205	1.321	10%	1.494	1.637	10%
Lucro	9,7%	10,7%	99bp	10,2%	11,4%	121bp	10,5%	11,9%	136bp
Margem	1.188	1.309	10%	1.498	1.603	7%	1.858	1.972	6%
Lucro	224	259	16%	328	366	11%	488	501	3%
LPA	0,31	0,36	15%	0,45	0,50	12%	0,67	0,69	3%

^a Exceto valores por ação. Fonte: estimativas do Santander.

Figura 43. LAME (Empresa Controladora) – Revisões nas Estimativas, 2010E-2012E (R\$ Milhões^a)

	2010E			2011E			2012E		
	Anterior	Atual	Varição	Anterior	Atual	Varição	Anterior	Atual	Varição
Receita	5.138	5.275	3%	6.167	6.310	2%	7.404	7.489	1%
LAJIDA	552	635	15%	682	787	15%	826	953	15%
Margem	10,7%	12,0%	130bp	11,1%	12,5%	141bp	11,2%	12,7%	156bp
Margem	691	758	10%	845	925	10%	1.022	1.113	9%
Lucro	224	259	15%	328	366	11%	488	501	3%
LPA	0,31	0,36	15%	0,45	0,50	12%	0,67	0,69	3%

^a Exceto valores por ação. Fonte: Estimativas do Santander.

Figura 44. B2W (Consolidada) – Revisões nas Estimativas, 2010 - 2012 (R\$ Milhões*)

	2010E			2011E			2012E		
	Anterior	Atual	Varição	Anterior	Atual	Varição	Anterior	Atual	Varição
Receita	4.608	4.425	-4%	5.666	5.346	-6%	6.802	6.366	-6%
LAJIDA	378	402	6%	506	519	2%	607	650	7%
Margem	8,2%	9,1%	87bp	8,9%	9,7%	77bp	8,9%	10,2%	128bp
Margem	480	554	15%	637	666	5%	776	830	7%
Lucro	96	44	-54%	140	81	-42%	213	136	-36%
LPA	0,85	0,40	-53%	1,23	0,74	-40%	1,87	1,24	-34%

^a Exceto valores por ação. Fonte: Estimativas do Santander.

Figura 45. LAME (Consolidada) – Revisões nas Estimativas, (R\$ Milhões*)

	2010E			2011E		
	Bloomberg	Santander	Diferença	Bloomberg	Santander	Diferença
Receita	8.768	9.652	10%	10.682	11.599	9%
Lucro						
Operacional	979	1.033	6%	1.209	1.321	9%
Margem						
Operacional	11,2%	10,7%	(46bp)	11,3%	11,4%	7bp
LAJIDA	1.144	1.309	14%	1.404	1.603	14%
Lucro Líquido	239	259	8%	340	366	8%
LPA	0,34	0,36	6%	0,47	0,50	6%

^a Exceto valores por ação. Fonte: Estimativas do Santander.

AVALIAÇÃO

Avaliamos a Lojas Americanas com base em FCDs individuais para suas três atividades principais e, então, refletimos isso em uma avaliação da soma das partes para obter nosso preço-alvo consolidado. Além disso, como ferramentas adicionais de avaliação, também analisamos múltiplos futuros e relativos. Aproveitamos a oportunidade para transferir nosso preço-alvo de dezembro de 2010 para dezembro de 2011.

Em relação ao FCD, decidimos mudar nossa análise de dólares para reais. Sentimos que, dada a prevalência das taxas de juros elevadas no Brasil, o que é uma referência para alguns, embora claramente nem para todos os investidores, é justificável exigir maiores retornos de empresas locais. Além disso, removendo a taxa de câmbio de nossos fluxos de caixa, removemos mais uma variável das projeções que podem variar consideravelmente de investidor para investidor, particularmente no decorrer de vários anos de projeções. Por fim, atualmente a Lojas Americanas é basicamente uma empresa 100% local, com praticamente quase nenhuma receita no exterior. A taxa de câmbio afeta suas importações, dívida (embora esteja integralmente protegida) e inflação no médio prazo, porém, tecnicamente falando, não afeta sua administração diária.

Continuamos a tratar o factoring de recebíveis como dívida, embora, a partir de uma perspectiva de crédito rigorosa, isso não seja dívida bancária e, portanto, não afete a solvência. Entretanto, a Lojas Americanas e a B2W fazem factoring dos recebíveis de modo a aumentar o caixa disponível para capital de giro. Se, por alguma razão, qualquer das empresas não puder fazer isso, ela terá que contrair dívida para sustentar o crescimento de sua estrutura de capital de giro. Assim, consideramos o factoring de recebíveis como dívida. Do ponto de vista do FCD, ao calcularmos as variações de capital de giro, não usamos os recebíveis líquidos (após o factoring) e sim os recebíveis brutos (antes do factoring). Portanto, os fluxos de saída provenientes dos recebíveis são maiores. Ao mesmo tempo, consideramos o factoring de recebíveis como dívida, incluindo-o no cálculo do saldo patrimônio-dívida para fins de WACC (consequentemente aumentando a porcentagem de dívida líquida no capital total) e, depois disso, deduzimos esse montante do valor presente líquido dos fluxos de caixa.

SOMA DAS PARTES: POTENCIAL DE ALTA DE 33%

Reforçamos nossa recomendação de Compra e apresentamos o preço-alvo de R\$19,00 para o final de 2011 – A combinação de nossas projeções atualizadas (lojas físicas da LAME, FAI e B2W), a apresentação de nosso FCD em reais e a rolagem de nosso horizonte de investimento até dezembro de 2011 resultaram em um preço-alvo atualizado de R\$19,00 (US\$9,50) em comparação ao preço anterior de R\$18,00 (US\$9,25). Baseamos nossa avaliação em um exercício de FCD da soma das partes para as principais operações da empresa.

As operações de varejo tradicional da empresa têm grandes oportunidades de crescimento no mercado de varejo do Brasil, resultante da combinação de um histórico forte na operação de dois formatos de lojas de alto retorno, experiência na administração de lojas de rua e de shopping center em 154 cidades diferentes e crescimento da geração de fluxo de caixa para financiar a expansão e até mesmo reduzir a alavancagem de seu balanço. **Acreditamos que a perspectiva sólida para as operações de varejo tradicional da LAME não está refletida no preço das ações da empresa. Em relação à B2W, suas operações na Internet, reconhecemos que a perspectiva continua incerta devido ao cenário de concorrência acirrada em um momento em que a empresa passa por mudança significativa. Entretanto, acreditamos que nossas projeções para a B2W já incorporam um cenário desafiador. Além disso, a B2W representa atualmente apenas cerca de 17% do valor da soma das partes da LAME, ao passo que o segmento de lojas físicas representa 80%.**



Nossa análise de múltiplos futuros e comparativos sugere que os múltiplos elevados atuais (P/L 2011 de 31,3x e VF/LAJIDA 2011 de 10,5x) não refletem apropriadamente o forte perfil de crescimento dos lucros da empresa. Em termos de PEG, as ações da Lojas Americanas são negociadas a um desconto para outras empresas listadas no Brasil e na América Latina. É verdade que a visibilidade dos lucros da LAME tem sido baixa, porém acreditamos que isso está mudando e fortes resultados na operação de varejo tradicional e uma reestruturação esperada da FAI podem inclusive compensar com folga as pressões da B2W.

Figura 46. LAME (Consolidada) – Avaliação da Soma das Partes

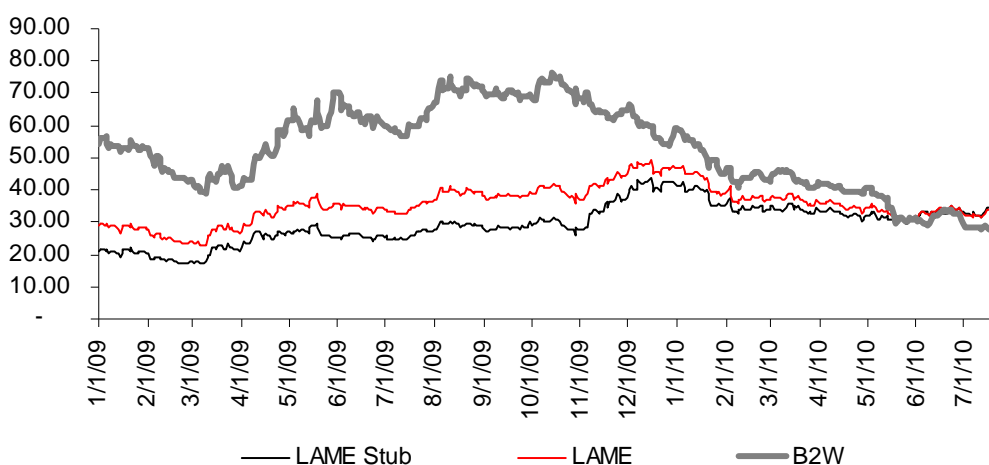
Soma das Partes	R\$ Milhões	R\$/Ações	Potencial de Alta
Controladora da LAME (Lojas Físicas)	10.743,40	14,80	32,70%
B2W (Participação de 56,62%)	2.313,63	3,19	26,57%
FAI	221,30	0,30	NS
Caixa na BWU (Último Disponível)	201,30	0,28	NS
Alvo	13.480,00	18,57	31,05%
Preço Atual das Ações (R\$)		14,17	

Obs.: nosso preço-alvo foi arredondado para cima. Fontes: Bloomberg e estimativas do Santander.

Em vista da perspectiva sólida das operações das lojas físicas da LAME em comparação ao cenário mais nebuloso da B2W, os investidores podem ficar tentados a continuar a aumentar os investimentos na Lojas Americanas (LAME4), ao passo que reduzem proporcionalmente os investimentos na B2W (BTOW3). Essa estrutura deixaria os investidores expostos às operações de lojas físicas, FAI e algum caixa e isso funcionou bem nos últimos meses (as ações da LAME4 apresentam alta de 27% nos últimos 12 meses, ao passo que as ações da BTOW3 apresentam queda de 37% no período). Entretanto, acreditamos que essa negociação é arriscada neste momento, pois parece que as ações da B2W foram sobrevaloradas.

A Figura 46 ilustra a conversão dos múltiplos que ocorreu entre janeiro de 2009 e hoje entre os lucros de 12 meses à frente da LAME e da B2W.

Figura 47. Lojas Americanas (LAME4) e B2W (BTOW3) – P/L Futuro de 12 Meses – (2009 – hoje)



Obs.: em reais (R\$). Fontes: Bloomberg e estimativas do Santander.

Com base nos preços atuais de mercado da LAME4 e B2W (BTOW3) e em nosso valor projetado da FAI e o caixa na BWU, o segmento de varejo tradicional da Lojas Americanas é atualmente avaliado em aproximadamente R\$11,07, ao passo que nosso FCD sugere um preço-alvo de R\$14,80, indicando um potencial de alta de 34,0% apenas para operações de lojas físicas.

Figura 48. Empresa Controladora da LAME – Avaliação Implícita

Minoritários	
Capitalização de Mercado da LAME (R\$ Milhões)	10.286,25
Participação da LAME na B2W (%)	0,57
Valor de Mercado da participação na B2W (R\$ Milhões)	1.828,01
FAI + Caixa na BWU	422,60
Valor de Mercado Implícita da Empresa Controladora (R\$ Milhões)	8.035,64
Preço por Ação Implícito da Empresa Controladora (R\$)	11,07
Preço-Alvo FCD da Empresa Controladora (R\$)	14,80
Risco de Alta para a Empresa Controladora	34,0%
Capitalização de Mercado da LAME (R\$ Milhões)	10.286,25

Fontes: Bloomberg e estimativas do Santander.

AVALIAÇÃO FCD: LOJAS FÍSICAS DA LOJAS AMERICANAS

Utilizamos um WACC de 11,1% para a Lojas Americanas com base em uma estrutura de capital de 60%/40%, custo da dívida após impostos de 7,8%, custo de capital próprio de 16,0% e taxa de crescimento na perpetuidade de 4%. As premissas são detalhadas por completo na Figura 48.

Figura 49. Empresa Controladora da LAME – Premissas de FCD

Premissas de Taxa de Desconto (WACC)	
Premissas de Mercado e Risco-País	R\$
Taxa Livre de Risco (taxas de juros futuras de 1 ano)	10,8%
Risco-País	0,0%
Prêmio de Risco de Mercado	5,5%
Premissas de Custo da Dívida (kd)	
Taxa Livre de Risco	10,8%
Risco-País	0,0%
Spread da Dívida Corporativa em Relação ao Tesouro Brasileiro	1,1%
Custo da Dívida Antes dos Impostos (kd)	11,9%
Alíquota Tributária Marginal	34,0%
Custo da Dívida Após Impostos (kd)	7,8%
Premissas de Estrutura de Capital	
Dívida Líquida Total (Última Disponível)	1.594
Valor do Patrimônio Líquido (Último Disponível)	440
Dívida / Capital Total	78,4%
Dívida / Capital Alvo	60,0%
Patrimônio Líquido / Capital Implícito	40,0%
Premissas de Custo de Capital Próprio (ke)	
Taxa Livre de Risco	10,8%
Risco-País	0,0%
Beta vs. Ibovespa	1,02
Beta Não Alavancado	0,67
Beta Alavancado da LAME	0,94
Custo de Capital Próprio (ke)	16,0%
Custo Médio de Capital Ponderado (WACC)	11,1%

Fontes: Bloomberg e estimativas do Santander.

Nosso fluxo de caixa descontado para a empresa do cenário básico rende um preço-alvo de R\$14,80 para as ações das operações de lojas físicas da Lojas Americanas. Nossas principais premissas operacionais estão detalhadas na Figura 49, que também inclui uma análise de sensibilidade dos preços-alvo em diferentes taxas de desconto (WACC) e crescimento (g).



Figura 50. FCD das Lojas Físicas da LAME

LAME	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
LAJIDA R\$ Milhões	758	925	1.113	1.322	1.477	1.630	1.795	1.959	2.134			
Margem LAJIDA Implícita	14,4%	14,7%	14,9%	15,0%	15,0%	15,0%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
Crescim. do LAJIDA A/A (%)	18%	22%	20%	19%	12%	10%	10%	9%	9%			
CG Implícito em termos de % da Receita	-0,5%	-1,2%	-1,2%	-1,1%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Investimentos Implícitos em termos de % da Receita	-4,3%	-3,5%	-3,8%	-3,4%	-2,0%	-1,9%	-1,8%	-1,8%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%
Dívida Líquida (incluindo RD / LAJIDA)	1,8x	1,4x	1,1x	0,9x	0,6x	0,3x	0,0x	(0,2x)	(0,5x)			

Fluxo de Caixa R\$ Milhões

LAJI	635	787	953	1.145	1.292	1.443	1.605	1.765	1.935	2.051	2.174	2.304	
(-) Impostos à Alíquota de 34%	(216)	(267)	(324)	(389)	(439)	(491)	(546)	(600)	(658)	(697)	(739)	(783)	
(=) Nopat	419	519	629	756	853	953	1.059	1.165	1.277	1.354	1.435	1.520	
(+) Depreciação e Amortização	122	139	160	176	185	186	189	193	198	203	208	214	
(=) Fluxo de Caixa Operacional	541	658	789	932	1.037	1.139	1.249	1.358	1.476	1.557	1.643	1.734	
(+) / (-) Capital de Giro Principal	(27)	(78)	(88)	(97)	(76)	(72)	(77)	(78)	(83)	(87)	(92)	(97)	
(-) Investimentos	(225)	(221)	(285)	(301)	(195)	(206)	(217)	(229)	(241)	(255)	(269)	(284)	
(=) Fluxo de Caixa Livre para a Empresa	289	359	416	534	767	862	955	1.052	1.152	1.215	1.282	1.352	19.859
Crescimento na Perpetuidade	4,0%												
Valor da Perpetuidade													
Fator de Desconto	-	-	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	10,0
Valor Presente do FCLE Futuro	289	359	375	433	559	566	565	560	552	524	498	473	6.943

Valor da Empresa do Varejo Tradicional – R\$ Milhões

Valor da Empresa do Varejo Tradicional – R\$ Milhões	12.048	14,8	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	16,920
Dívida Líq. no Balanço do Varejo Tradicional 2011E T% Milhões	(1.038)	8,1%	23,78	25,77	28,25	31,42	35,61	
Recebíveis Descontados do Varejo Tradicional 2011E R\$ Milhões	(266)	9,1%	19,23	20,48	21,98	23,81	26,09	
Valor Patrimonial do Varejo Tradicional da LAME – R\$ Milhões	10.743	10,1%	15,97	16,81	17,80	18,95	20,34	
Num. Total de Ações (Milhões)	726	11,1%	13,54	14,13	14,80	15,58	16,48	
Preço-Alvo (R\$ por Ação)	14,80	12,1%	11,65	12,07	12,55	13,10	13,72	
Preços por Ação Implícito Atual – Varejo Tradicional	11,20	13,1%	10,14	10,46	10,81	11,21	11,65	
Potencial de Alta/Baixa	33%	14,1%	8,91	9,15	9,42	9,72	10,04	

Fontes: Bloomberg e estimativas do Santander.

AVALIAÇÃO DA FINANCEIRA AMERICANAS ITAÚ (FAI)

Avaliamos a FAI usando uma combinação de análise de lucros futuros descontados (LFD) e P/L. Calculamos o valor presente do lucro líquido esperado para cada ano do período explícito em nosso modelo LFD. Consideramos o mesmo custo de capital próprio de 16,0% usado na análise FCD da divisão de lojas físicas da Lojas Americanas. Nosso cálculo do valor terminal tem como base um múltiplo P/L de saída de 9,0x, que aplicamos para 2019. Nosso LFD indica que a participação de 50% da Lojas Americanas na FAI corresponde a R\$264 milhões, o que implica um P/VPA de 10,1x (2011). Apesar de esse múltiplo parecer claramente imponente, considerando particularmente que o Banco Bradesco pagou P/VPA de 1,6x pelas operações de crédito das lojas C&A em 2009 (Banco IBI), acreditamos que ele é justificado pelo grande potencial de expansão da Lojas Americanas no país, assim como acreditamos que o negócio está prestes a superar um momento decisivo em termos de geração de lucros (lembramos também que o Itaú pagou R\$200 milhões em 2006 somente pela parceria com a LAME). Como uma segunda metodologia de avaliação, aplicamos um múltiplo P/L de 9,0x aos lucros esperados da FAI em 2012, assumindo basicamente que a FAI seria capaz de exigir, até dezembro de 2011, o mesmo tipo de múltiplos de negociação dos bancos brasileiros de pequeno e médio porte. O uso dessa segunda metodologia rende um valor de R\$179 milhões pela participação da Lojas Americanas na FAI. **Com os resultados da avaliação LFD e da avaliação P/L tendo o mesmo peso (50%/50%), atingimos um valor-alvo de R\$221 milhões, ou R\$0,30 por ação da Lojas Americanas.**



Figura 51. FAI – Avaliação LFD para a Operação de Crédito (R\$ Milhões)

FAI	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (R\$ Milhões)									
Lucro Líquido	(11)	10	40	52	60	64	99	92	80
Crescimento na Perpetuidade	4,0%								
Valor na Perpetuidade a P/L 9x									749
Fator de Desconto		-	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0
Valor Presente do FCLA Futuro		10	34	39	39	35	47	38	28
VP do Valor Patrimonial em R\$ Milhões (100%)	528								
VP do Valor Patrimonial em R\$ Milhões (50%)	264								
P/VPA Implícito 2011	7,4x								
Número Total de Ações (Milhões)	726								
Preço-Alvo (R\$ por Ação)	0,36								
	221								
	0,30								

	0,4	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
	13,7%	0,40	0,40	0,40	0,41	0,41
	14,7%	0,38	0,38	0,39	0,39	0,39
	15,7%	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37
	16,7%	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
	17,7%	0,33	0,33	0,33	0,34	0,34
	18,7%	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32
	19,7%	0,30	0,30	0,31	0,31	0,31

Fontes: estimativas do Santander.

Figura 52. FAI – Avaliação LFD para a Operação de Crédito (R\$ Milhões)

Comparações de Mercado		por Ação
P/L Médio dos Bancos Brasileiros de Médio Porte em 2011 Bancos	9,0x	
FAI a Lucros de 2012 R\$ Milhões (100%)	358	
FAI – Valor Alvo R\$ Milhões (50%)	179	0,25

Fontes: estimativas do Santander.

AVALIAÇÃO FCD DA B2W

Nossa análise FCD da B2W rende um preço-alvo de R\$37,00 (US\$18,50) para o final de 2011. Os riscos incluem atrasos na integração de seus sistemas, maior deterioração no cenário competitivo, mudanças na administração e aperto monetário. *Favor consultar nosso relatório, “No Magic Bullet; Lowering Rating”, publicado em 16 de agosto de 2010.*

MÚLTIPLOS FUTUROS CONSOLIDADOS

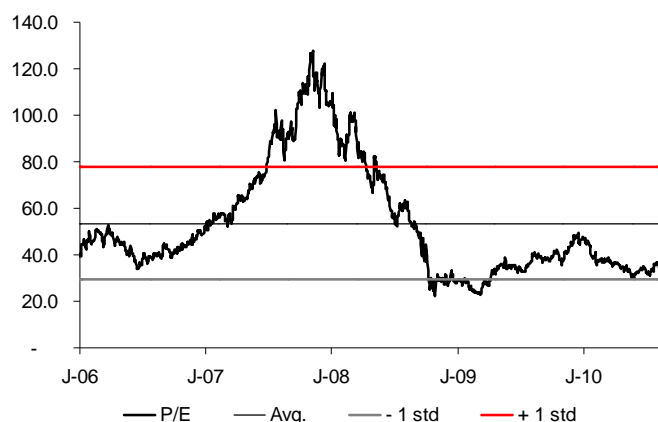
A forte volatilidade dos lucros da Lojas Americanas, aliada com que o chamamos de “falta de foco nos múltiplos de lucros” entre 2005 e 2008 (nosso foco, e acreditamos que o do mercado como um todo, estava mais sobre os múltiplos VF/LAJIDA), resultou em uma grande discrepância nos múltiplos de lucros com o passar do tempo. Como mostrado na Figura 52, o P/L futuro de 12 meses da empresa (com base nas estimativas históricas esperadas do consenso Bloomberg) entre 2006 e hoje variou do número baixo de 28x (2009) para um pico de aproximadamente 130x (2007), com uma média de 53x e um desvio padrão de aproximadamente 25 pontos. Acreditamos que é desnecessário dizer que este dado parece irrelevante em termos de avaliação. Por outro lado, já antes do colapso da Lehman Brothers, acreditamos que o mercado começou a focar os lucros cada vez mais, principalmente porque os investidores e analistas estavam confusos, tentando entender porque o forte crescimento dos lucros operacionais da Lojas Americanas não estava fluindo para o lucro líquido. Essa tendência (por exemplo, um foco mais forte sobre os lucros) foi reforçada após a crise de 2008, e conforme o mercado começou a reconhecer que há diferenças substanciais na maneira pela qual as empresas divulgam os resultados de suas operações financeiras, que possui um claro impacto sobre os múltiplos.

A análise dos lucros futuros da Lojas Americanas de 1 de janeiro de 2009 e até hoje gera um quadro mais suave, caracterizado por um múltiplo P/L médio de cerca de 36x e um desvio padrão de 6 pontos. Atualmente, a 35x os lucros futuros de 12 meses, a Lojas Americanas está em seu múltiplo de negociação médio futuro. Assumindo que a LAME mantenha seu múltiplo médio futuro constante, a 35x até dezembro de 2011, as ações podem valer R\$25. **Com base em nosso preço-alvo de R\$19,00 baseado no FCD, até dezembro de 2011 a as ações da LAME estaria sendo negociadas a 28,0 vezes os lucros futuros.**

Com base no VF/LAJIDA futuro de 12 meses, as ações da Lojas Americanas são negociadas atualmente a 10,5x, basicamente em linha com múltiplo de negociação médio futuro da empresa desde 2009 (não acreditamos que uma série mais longa seja relevante, conforme ela renderia um múltiplo médio de 14,5x, o que em nossa opinião não é razoável). Se assumíssemos que as ações da LAME são negociadas a um LAJIDA futuro de 10,5x até o final de 2011, alcançaríamos um preço-alvo de cerca de R\$20. **Com base em nosso preço-alvo de R\$19,00 baseado no FCD, até o final de 2011 as ações da LAME seriam negociadas a um LAJIFA futuro de 10,1x.**

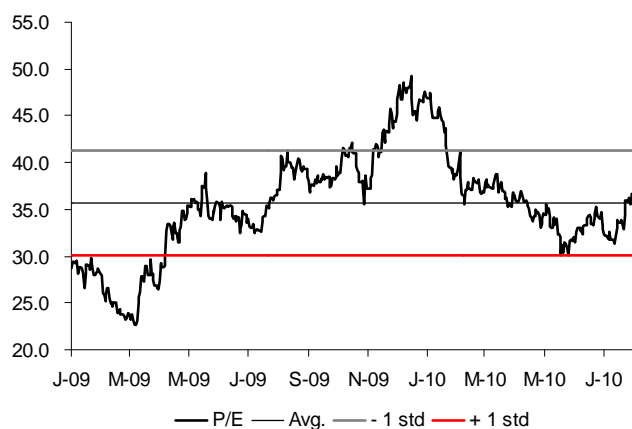


Figura 53. P/L Futuro de 12 Meses (2006-Hoje em R\$)



Fontes: Bloomberg e estimativas do Santander.

Figura 54. P/L Futuro de 12 Meses (2009-Hoje em R\$)



Fontes: Bloomberg e estimativas do Santander.

Figura 55. VF/LAJIDA Futuro de 12 Meses (2007-Hoje em R\$)



Fontes: Bloomberg e estimativas do Santander.

Figura 56. VF/LAJIDA Futuro de 12 Meses (2009-Hoje em R\$)



Fontes: Bloomberg e estimativas do Santander.

COMPARAÇÃO DE MÚLTIPLOS

Em termos de VF/LAJIDA 2011, as ações da Lojas Americanas são negociadas a um desconto de 15% para a média ponderada do setor de varejo da América Latina, ao passo que, em termos de P/L, elas são negociadas a um prêmio expressivo de 41% (como uma observação à parte, vale mencionar que esse prêmio excedeu 70% no início do ano). Ajustando o múltiplo de 2011 da empresa pela expectativa de TMCC entre 2009-2012, chegamos a um PEG de 0,9 vezes, que é um desconto de 20% para a média da América Latina. Reconhecemos que a volatilidade dos lucros foi extrema no ano passado, provavelmente, em grande parte, justificando o motivo pelo qual as ações da empresa são negociadas atualmente a um desconto em termos de PEG (isto é, os investidores podem, com razão, ter dúvidas sobre a consistência do crescimento dos lucros). Por outro lado, acreditamos que a visibilidade melhorou de forma concreta as operações de varejo tradicional da LAME recentemente, e acreditamos que isso persistirá. Em relação à B2W, apesar do risco dos lucros, sentimos que nossas projeções são conservadoras.

Figura 57. Avaliação dos Varejistas da América Latina, Preços em 11 de Agosto de 2010 (US\$ Milhões)

Empresa	Rec.	Preço		Valor de Mercado US\$ Milhões	Valor da Empresa 10E US\$ Milhões	VF/LAJIDA			Cresc. LAJIDA 3 Anos	P/L			Cresc. Lucros 3 Anos	PEG	FV/Vendas				P/VPA	ROE
		-Alvo	(US\$)			10E	11E	12E		10E	11E	12E			10E	11E	12E	10E		
Alesea	Compra	0,98	1,40	593	684	8,5	7,3	5,1	17%	30,5	31,0	7,1	120%	0,3	1,0	0,9	0,7	2,4	8%	
Famsa	Ab.Mer.	1,25	1,75	551	1.359	9,8	8,4	7,6	16%	13,6	14,7	10,3	89%	0,2	1,1	1,0	1,0	0,8	6%	
Liverpool	Ab.Mer.	5,13	4,30	6.889	7.136	13,1	11,3	10,3	9%	23,9	19,8	17,7	10%	2,3	1,9	1,7	1,6	2,6	11%	
Soriana	Manut.	2,63	3,25	4.735	4.979	8,4	7,2	5,9	16%	17,3	14,5	11,5	23%	0,7	0,6	0,6	0,5	1,8	11%	
Walmex	Manut.	2,33	2,70	41.714	40.360	15,2	12,4	10,0	24%	26,3	21,2	16,9	24%	1,1	1,5	1,3	1,1	4,5	20%	
México				54.482	54.518	14,2	11,7	9,6	21%	25,1	20,5	16,3	24%	1,2	1,5	1,3	1,1	4,0	18%	
Cencosud	Manut.	59,48	68,50	11.818	14.573	14,8	13,0	11,4	17%	28,9	23,8	19,5	47%	0,6	1,2	1,1	1,0	2,2	8%	
Falabella	Compra	7,69	8,85	18.383	22.015	20,9	16,8	14,0	20%	28,7	23,3	18,7	27%	1,1	3,0	2,6	2,2	3,8	14%	
La Polar	Compra	6,40	6,13	1.411	1.979	10,6	9,0	7,3	25%	13,8	11,4	8,8	21%	0,7	2,0	1,7	1,4	1,9	15%	
Ripley	Compra	1,16	1,25	2.255	3.290	23,9	16,1	12,7	218%	70,5	27,3	18,1	91%	0,8	1,6	1,4	1,2	1,7	2%	
Chile				33.866	41.857	18,5	15,1	12,7	32%	31,0	23,2	18,5	38%	0,9	2,2	1,9	1,7	3,0	11%	
Hering	Compra	33,19	27,50	1.790	1.766	13,9	11,5	9,7	26%	22,2	18,1	15,1	22%	1,0	3,5	3,1	2,6	8,4	41%	
Lojas Amer.	Manut.	7,97	9,50	5.786	7.674	11,7	10,5	9,0	20%	40,9	31,4	23,9	47%	0,9	1,6	1,4	1,3	17,7	52%	
Lojas Renner	Compra	30,37	27,00	3.693	3.641	15,4	14,2	11,7	12%	29,0	26,5	21,2	17%	1,7	2,6	2,5	2,1	7,0	26%	
Pão de Açúcar	Compra	32,05	37,50	8.141	9.168	8,7	7,1	6,3	20%	21,2	15,0	12,7	24%	0,9	0,6	0,5	0,5	2,0	10%	
B2W	Manut.	16,48	18,50	1.816	2.996	9,9	9,3	8,0	18%	75,8	44,0	27,5	40%	1,9	1,2	1,2	1,0	12,0	16%	
Brasil				21.226	25.244	11,2	9,8	8,4	19%	32,7	24,2	18,7	30%	1,1	1,5	1,4	1,2	8,5	27%	
Almacenes Éxito	Compra	20,300	13,00	3.763	3.847	12,2	9,9	8,0	19%	37,9	26,4	19,1	40%	0,9	1,0	0,8	0,7	1,3	4%	
Colômbia				3.763	3.847	12,2	9,9	8,0	19%	37,9	26,4	19,1	40%	0,9	1,0	0,8	0,7	1,3	4%	

Fontes: Bloomberg e estimativas do Santander.



RISCOS

Acreditamos que há diversos riscos para a história da Lojas Americanas, incluindo:

- **Ciclo de aperto monetário mais forte e mais prolongado** – a empresa está entre as empresas de varejo mais alavancadas da América Latina, e os aumentos nas taxas de juros têm um impacto negativo sobre a lucratividade da empresa em geral.
- **Desaceleração no cenário de consumo do Brasil** – acreditamos que a economia claramente desacelerará daqui para frente como resultado do processo de aperto atual. Além disso, acreditamos também que os consumidores não terão mais aumentos reais no poder de compra na mesma magnitude que presenciaram nos últimos anos. Entretanto, como amplamente discutido, acreditamos que a desaceleração não será abrupta, e as empresas ainda serão beneficiadas por um cenário, em geral, muito saudável. Além disso, o segmento de varejo tradicional da Lojas Americanas pode ser visto como mais defensivo, pois seu ticket médio ainda está em níveis relativamente baixos, e mais de 50% da receita continuam em caixa.
- **Nenhuma melhoria no cenário competitivo no espaço de comércio eletrônico** – o mercado de comércio eletrônico do Brasil apresentou um aumento significativo na competitividade nos últimos 12-18 meses, que não só erodiu a participação de mercado da B2W, mas também afetou a lucratividade da empresa e aumentou a intensidade do capital. Nesse estágio, não há indicações de que esse cenário mudará nos próximos 12 meses. A B2W trabalha para se tornar ainda mais enxuta e conseguir enfrentar a concorrência de forma mais efetiva, porém a visibilidade nos lucros continua baixa e as pressões de capital de giro, muito altas.
- **A FAI continua a perder dinheiro** – esperamos que a FAI atinja o ponto de equilíbrio em 2010 e comece a gerar uma contribuição positiva para o lucro líquido a partir de 2011, em virtude de sua nova estratégia, longe de empréstimos pessoais e ganhos (de escala) de eficiência. Há o risco, contudo, de que essas perdas possam continuar acima de nossas projeções e por um período de tempo mais longo.
- **Incapacidade de cumprir seu plano agressivo de expansão orgânica** – Esperamos que a Lojas Americanas não só cumpra sua meta de 400 novas lojas até 2013, mas também continue crescendo depois disso. Acreditamos que a empresa possui histórico, sistemas e pessoas para executar essa estratégia. Entretanto, há claramente riscos de execução embutidos, por exemplo, na garantia do novo POS.
- **Atividade de F&A** – acreditamos que a Lojas Americanas possui um forte histórico na compra e reestruturação de ativos (Shoptime e Blockbuster), apesar da aquisição da Submarino estar levando mais tempo para render todos os resultados esperados. A empresa confirmou que analisa a compra da Casa e Vídeo Rio de Janeiro que, se confirmada, pode comprovar sua natureza de agregar valor....ou não. Além disso, o mesmo se aplica a qualquer operação resultante em um aumento de participação na B2W.

APÊNDICE

AMBIENTE MACROECONÔMICO

MELHOR IMPOSSÍVEL? PROVAVELMENTE EM BREVE...

Algumas ações no setor brasileiro de varejo (ex: Lojas Renner, Cia. Hering e Natura), recentemente atingiram seus recordes históricos (apesar de já ter havido retrações desde então), basicamente refletindo o ambiente econômico extremamente favorável, bem como o anúncio de planos de expansão agressivos, desenvolvimento das operações financeiras, oportunidades de expansão das margens relacionadas a alavancagem operacional e eficiências internas, e outros fatores específicos das empresas. Este não é o caso das ações da LAME, que ainda estão 27% abaixo de seu recorde histórico atingido em novembro de 2007 (R\$20,38/ação)

Com a economia brasileira ainda acelerando a todo vapor (ex: as menores taxas de desemprego já registradas, crescimento real dos salários etc.), o entusiasmo com o setor de varejo e o consumo doméstico como um todo é mais do que justificado em 2010, e é também perfeitamente consistente com a visão de longo prazo de ações domésticas cíclicas com peso acima da média da Equipe de Estratégia do Santander Brasil – Marcelo Audi e Leonardo Milane (verificar “2010 Strategy: Esperamos que o ambiente macroeconômico se mantenha positivo no futuro, mas o crescimento será menor que o registrado recentemente, numa época em que os níveis de avaliação do setor de varejo (não necessariamente da LAME) subiram substancialmente.

Execução para gerar crescimento (orgânico ou inorgânico) será fundamental. Com os níveis de avaliação do setor em 2010 se tornando mais caros e o aumento das taxas de juros do Banco Central, o foco dos investidores se voltou para 2011, que, a partir de uma perspectiva econômica, deve ser um ano de crescimento médio/normalizado. O Santander prevê que o consumo privado desacelere passando de 8,1% em 2010 para 3,5% em 2011. Acreditamos que o ambiente econômico geral se manterá muito favorável, pois a economia brasileira e os consumidores ainda estão passando por uma mudança secular motivada, entre outros fatores, por (1) sólida expansão do mercado consumidor (ainda afetado pela mobilidade social); (2) ganhos progressivos em participação de mercado da economia formal sobre a informal; (3) oportunidades de consolidação (ex: CBD/Ponto Frio e CBD/Casas Bahia); (4) bancarização; e (5) expansão do crédito promovida não somente pelos bancos, mas também pelas próprias empresas varejistas. Entretanto, acreditamos que o ambiente macroeconômico será menos favorável que em 2010.

O emprego formal deve continuar muito alto em comparação aos níveis históricos e isso é obviamente positivo para a renda (conta salário) e consumo, entretanto, por exemplo, não acreditamos que os consumidores continuarão a apresentar o mesmo nível de aumentos reais de renda presenciado nos últimos anos, como o aumento real de 49% do salário mínimo desde 2003 (observe que o salário mínimo é ajustado anualmente pelo governo brasileiro), incluindo um ganho real de 4% em 2010. No setor privado, como a economia perde alguma força, acreditamos que é difícil esperar mais aumentos reais significativos de salário, como os que ocorrem em 2010. **Acreditamos que a LAME, em termos da divisão de varejo tradicional, tem um dos menores riscos de execução do setor, devido a seu histórico recente, modelo flexível de loja, operações menos dependentes do crédito e ticket médio relativamente baixo.**

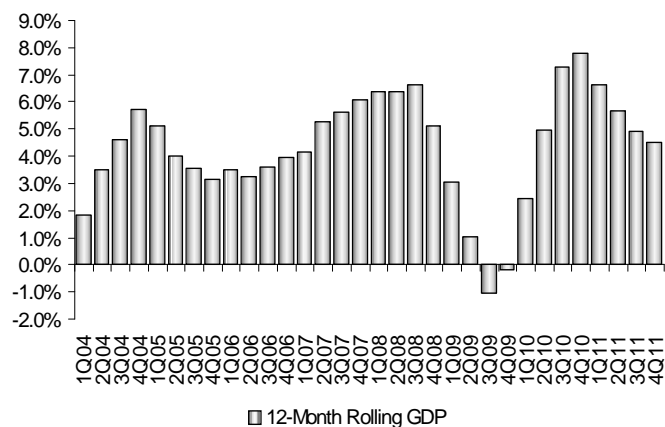


Portanto, esperamos que a empresa continue a navegar muito bem através do cenário econômico. Por outro lado, no segmento de Internet (isto é, através da B2W), a LAME está muito mais exposta ao cenário macroeconômico geral, pois o ticket médio está significativamente maior e o negócio é muito dependente de vendas parceladas, que em última análise são financiadas, em grande parte, pela B2W.

...MAS ACREDITAMOS QUE A ECONOMIA CONTINUARÁ A CRESCER, PORÉM EM NÍVEIS MAIS “NORMALIZADOS”

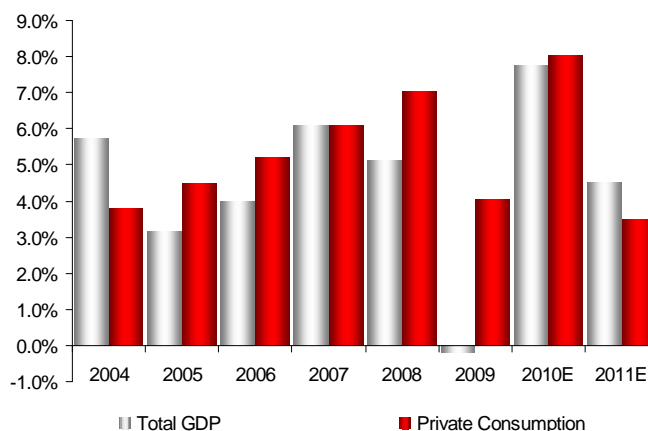
Apesar de alguns sinais recentes de que a economia brasileira em geral começava a perder alguma força em virtude do início do ciclo de aperto e o término de alguns incentivos tributários, em relação a diversos indicadores de consumo, a economia brasileira ainda está em uma fase de expansão. Esses indicadores ainda têm que atingir o pico, antes de se acomodarem e/ou desacelerar.

Figura 59. Crescimento Trimestral do PIB Acumulado



Fontes: Bacen e estimativas do Santander.

Figura 60. PIB Total em Comparação ao Crescimento de Consumo Privado

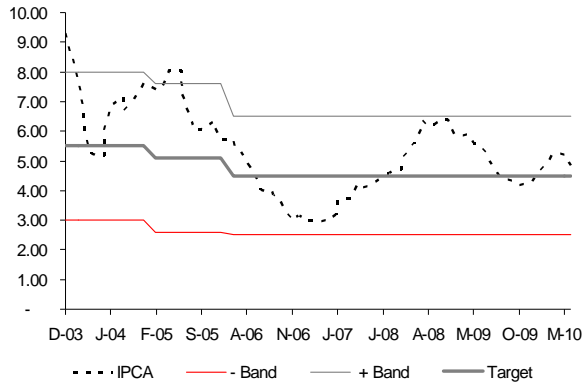


Fontes: IBGE e estimativas Santander .

Amplamente falando, acreditamos que o mercado consumidor brasileiro foi motivado por uma combinação de fatores incluindo: (1) a queda na inflação e taxas de juros; (2) renda real e aumentos salariais; (3), níveis recorde de confiança do consumidor, em termos de consumidor e negócios; (4) expansão do crédito (isto é, mais disponibilidade, novos produtos, menores taxas e maiores vencimentos); (5) a valorização do real e, (6) mobilidade social resultante de níveis mais baixos de desemprego e alta criação de emprego formal, bem como políticas públicas sociais (isto é, “Bolsa Família” e a distribuição de um salário mínimo para idosos com mais de 65 anos que nunca contribuíram para o sistema de seguridade social).

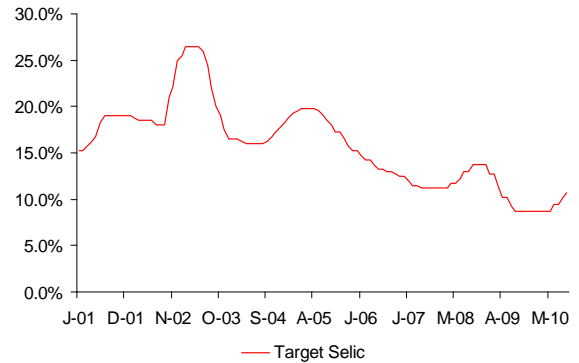
As Figuras de 61 até 74 mostram como uma combinação de indicadores econômicos diferentes traduziram-se em um poderoso aumento do consumo, que ainda não atingiu o seu pico, em nossa opinião.

Figura 61. Inflação IPCA Acumulado Ainda Acima do Alvo, porém Renda Massivamente Distribuída de Taxas de Único Dígito



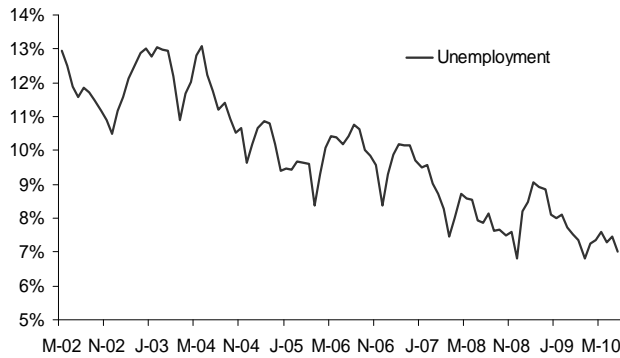
Fonte: IBGE

Figura 62. Taxa de Benchmark Selic Começa a Aumentar, porém Ainda Bem Abaixo dos Níveis Históricos



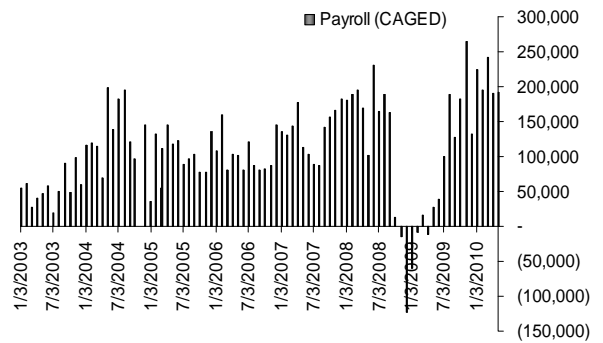
Fonte: BACEN

Figura 63. Menores Taxas de Desemprego na História Recente



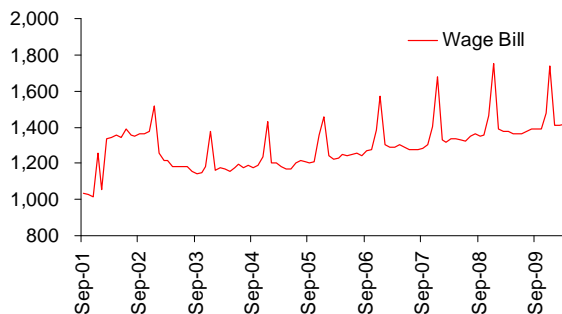
Obs.: ajustadas sazonalmente e com base em seis áreas metropolitanas. Fonte: IBGE

Figura 64. Folha de Pagamento Extremamente Elevada



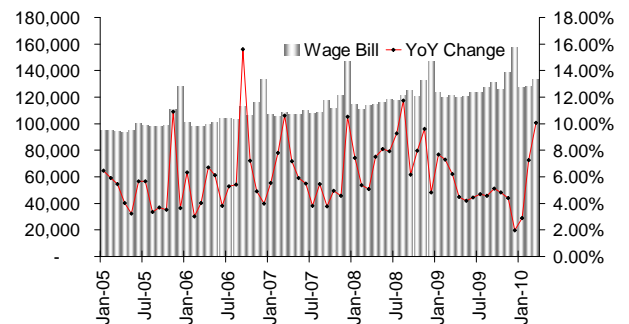
Fonte: CAGED

Figura 65. Salários Reais Ainda em uma Tendência de Alta; Mercado de Trabalho Apertado Aumentou o Poder de Barganha



Obs.: os picos correspondem ao pagamento do 13º Salário. Fonte: BACEN e IBGE

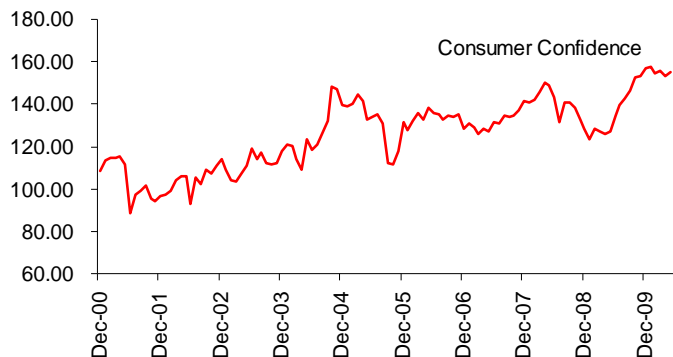
Figura 66. Salários Reais Também Ainda em uma Tendência de Alta



Fonte: BACEN

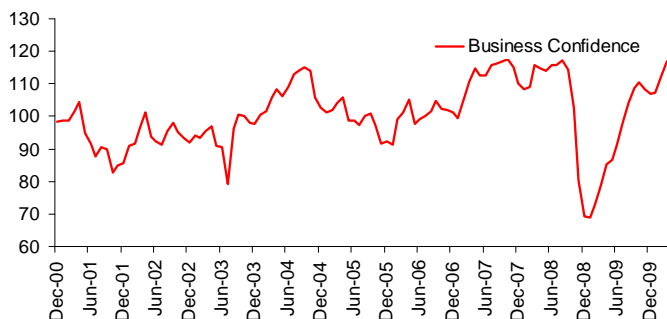


Figura 67. Confiança do Consumidor Ainda em Níveis Altos



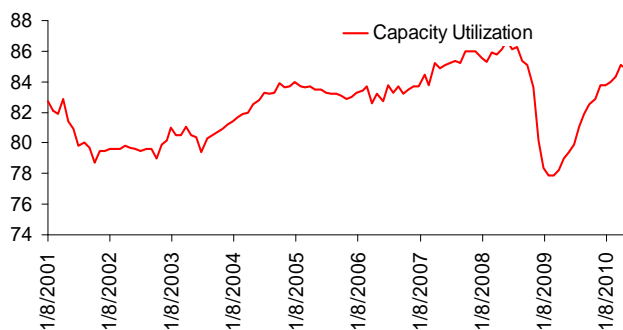
Obs.: Ajustados Sazonalmente. Fonte: FeComércio.

Figura 68. Confiança nos Negócios Também em Níveis Altos, Bom Presságio para a Criação de Empregos



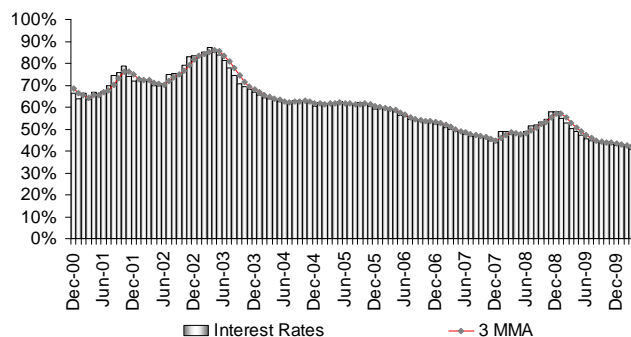
Fonte: FGV

Figura 69. Utilização de Capacidade se Recupera Muito Rápido...



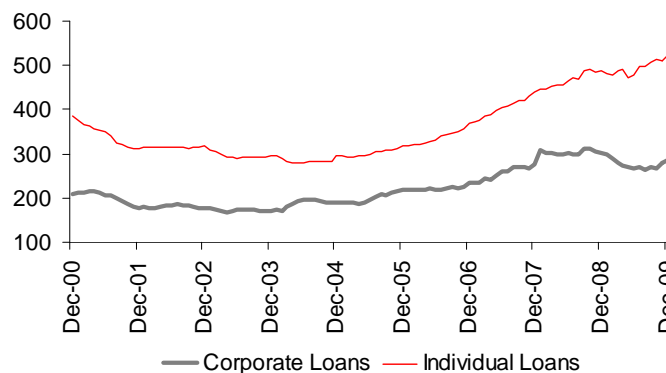
Fontes: CNI e FGV

Figura 70. Taxas de Juros de Crédito ao Consumidor Continuam Altas em Termos Absolutos, Porém Baixas em Termos Históricos



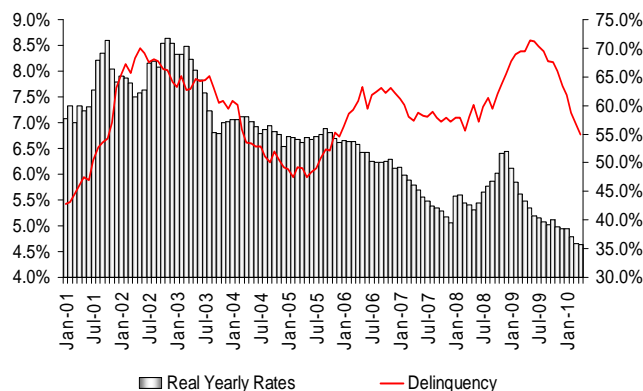
Fonte: BACEN

Figura 71. A Duração do Crédito ao Consumidor Continua a Crescer, Aumentando Mais a Disponibilidade de Crédito

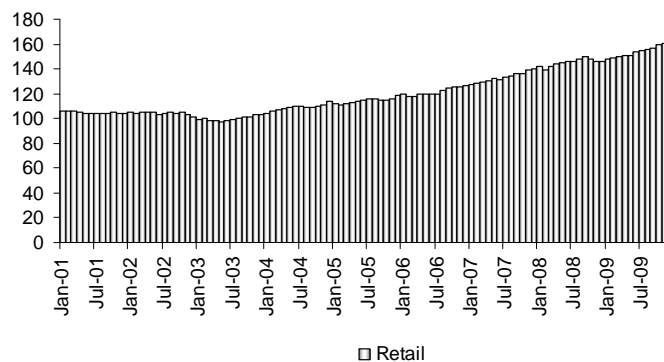


Fonte: BACEN

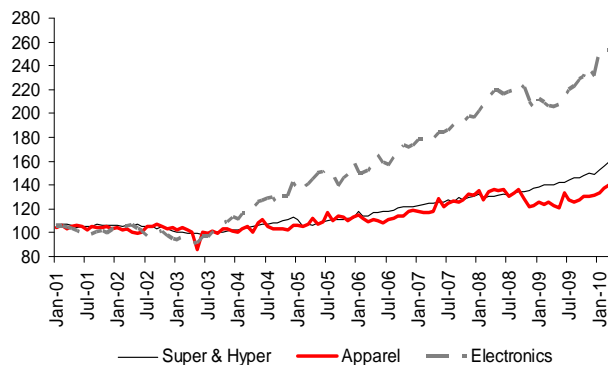
Figura 72. Taxas de Inadimplência do Crédito ao Consumidor em Queda Após Recuperação Econômica



Fonte: CAGED

Figura 73. Vendas no Varejo Reais em Geral do Brasil Ainda Muito Fortes

Obs.: PMC (ajustados sazonalmente e excluindo veículos). Fonte: IBGE

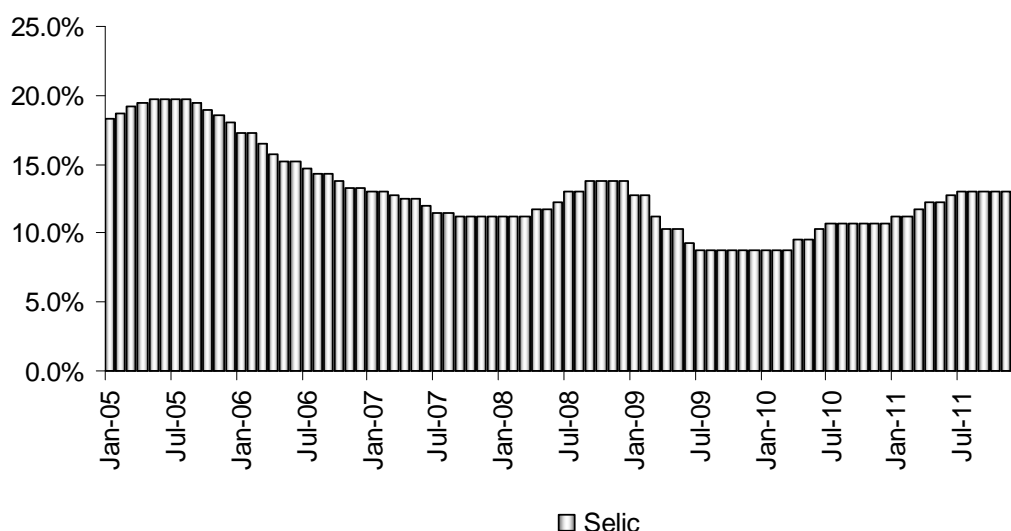
Figura 74. Vendas de Eletrônicos Apresentaram Expansão, Vendas Resistentes de Supermercados, Vestuário Mais Volátil

Obs.: PMC (ajustados sazonalmente). Fonte: IBGE

Em resumo, todos os indicadores econômicos refletem a força do cenário de consumo em geral nos últimos anos (até mesmo em 2009), e acreditamos que alguns desses números continuarão a melhorar, antes de começarem a desacelerar/estabilizar. Isto posto, entretanto, o Banco Central continua comprometido com a redução da inflação até a meta de 4,5% e já elevou as taxas de juros para forçar as expectativas de inflação a convergirem para a metade de sua meta (4,5%). **Apesar de a última reunião do Copom do Banco Central ter levado a diversas revisões na perspectiva de taxas de juros no futuro, as cinco principais instituições financeiras projetam o benchmark da taxa Selic para atingir 11% ao final de 2010 e 11,63% até o final de 2011** (os economistas do Santander revisaram recentemente suas projeções e, atualmente, esperam que o benchmark da taxa Selic se mantenha estável a 10,75% até o final de 2010, porém elevou para 13,00% até dezembro de 2011). **Acreditamos que provavelmente as taxas de juros continuarão relativamente baixas em termos históricos, porém entre o nível baixo de 8,75% (julho de 2009 até março de 2010) e o final do processo de aperto, esperamos que elas apresentem um forte aumento de 425 pontos-base.**



Figura 75. Brasil – Meta da Taxa Selic (Jan 05 – Dez 11)



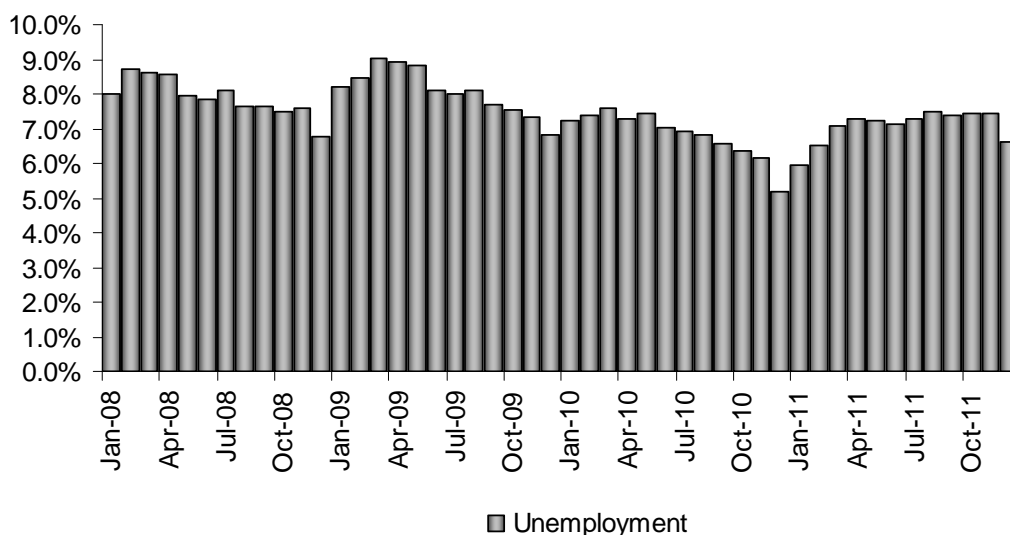
Fontes: estimativas do BACEN e Banco Santander S.A a partir de julho de 2010.

Devido às ações do Banco Central e o término de vários incentivos fiscais em 2010, acreditamos que a economia desacelerará, porém não de forma abrupta, nem caindo em um abismo, e o impacto sobre o consumo deve ser de alguma forma minimizado entre outros pelas mudanças seculares mencionadas anteriormente. Conforme progredirmos no 2S10, e, ainda mais importante, em 2011, acreditamos que dois indicadores começarão a mostrar sinais que a economia atingiu seu pico, e que o consumo não será mais beneficiado por diversos fatores que geraram incrementos reais nos aumentos de compra nos últimos anos e meses. **Em nossa opinião, o impacto sobre o consumo é que os consumidores podem se tornar mais seletivos em decisões de compra e que a disponibilidade do crédito – seja diretamente dos bancos, ou praticamente de todos os grandes varejistas e suas subsidiárias de financiamento – se tornarão um motivador de crescimento ainda mais importante.**

Durante 2010, os economistas do Santander esperam que 85% da força de trabalho no país consigam alcançar ganhos reais em seus salários, em comparação à média de 55% nos últimos 14 anos. O resultado de um mercado de trabalho muito apertado (Figura 76), tem pelo menos temporariamente mudado o equilíbrio de poder em direção aos funcionários, com um impacto positivo nos salários e, conseqüentemente no consumo.

No futuro, conforme o efeito do aperto monetário começar a penetrar na economia, em algum momento, os negócios pararão de contratar, as taxas de desemprego se estabilizarão (a níveis menores que os atuais); e então aumentará suavemente (se qualquer coisa, simplesmente porque a população ativa continua a crescer).

Devido a esse fato, acreditamos que **é razoável esperar que as negociações salariais em 2011 provavelmente não serão tão favoráveis (isto é, mais aumentos reais significativos de salários) a funcionários como em 2010. É importante destacar que o desemprego provavelmente continuará muito baixo, o que é uma notícia muito positiva para o consumo, porém não continuará a cair mais. Portanto, esperamos que o cenário continue positivo, porém os fortes ganhos presenciados recentemente não devem se repetir nos próximos 18 meses, em nossa opinião.**

Figura 76. Brasil – Taxa de Desemprego (Jan 08 – Dez 10)

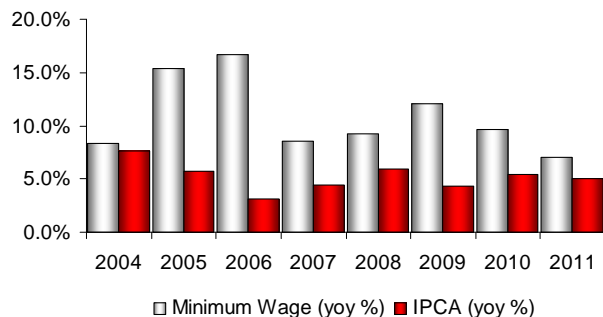
Fontes: estimativas do IBGE e Santander, a partir de maio de 2010.

O salário mínimo, que é muito importante no Brasil não só por seu impacto direto em milhões de trabalhadores, mas também porque é usado para ajustar os benefícios de contribuição social, pode eventualmente aumentar em cerca de 1-2% em termos reais em janeiro de 2011, ao passo que o aumento real em 2010 foi de cerca de 4% (algumas estimativas sugerem que o aumento do salário mínimo em 2010 resultou sozinho em um adicional de R\$ 27 bilhões injetados na economia). De fato, caso o governo tivesse decidido manter a metodologia de reajuste anterior, o aumento real esperado para 2011 seria muito menor, provavelmente perto de zero. Entretanto, o fato de que o governo decidiu mudar a metodologia de reajuste, é possivelmente uma vantagem para o consumo, pois o aumento real pode acabar sendo maior que o originalmente esperado. Em qualquer caso, em nossa opinião, ele será menor que tem sido nos últimos anos.

As Figuras 77 e 78 comparam a mudança nominal do salário mínimo no final do ano entre 2004 e 2011 com a mudança do índice de inflação IPCA no final do ano. Os números fornecem claramente prova da magnitude do aumento no salário mínimo real entre esses anos. **Em resumo, nesse período, o salário mínimo pode ter crescido 49% em termos reais. Para 2011, assumindo um aumento real de 2-3% no salário mínimo, esse seria o mais baixo aumento desde 2004. Um aumento real no salário mínimo é ainda notícia positiva para o consumo, mas na margem, não se espera que os fortes ganhos testemunhados recentemente sejam repetidos na mesma magnitude nos próximos meses, de acordo com o Santander.**

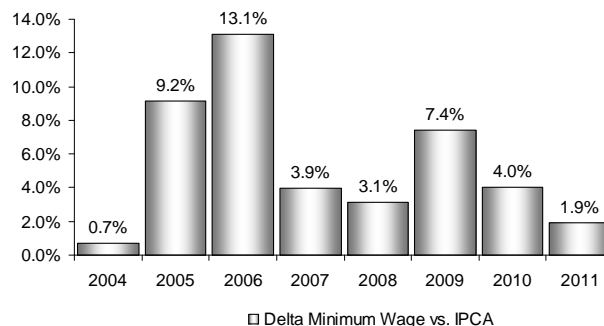


Figura 77. O Salário Mínimo Nominal Aumentou Muito Acima da Inflação IPCA desde 2004



Obs.: IPCA para 2010 e 2011 com base em estimativas do banco Santander S.A. estimativa de salário mínimo para 2011 com base na fórmula de reajuste atual. Fontes: BACEN, IBGE e estimativas do Santander.

Figura 78. O Salário Mínimo Aumentou em Termos Reais Todos os Anos Desde 2004; Próximo Ano Pode Ser Diferente.



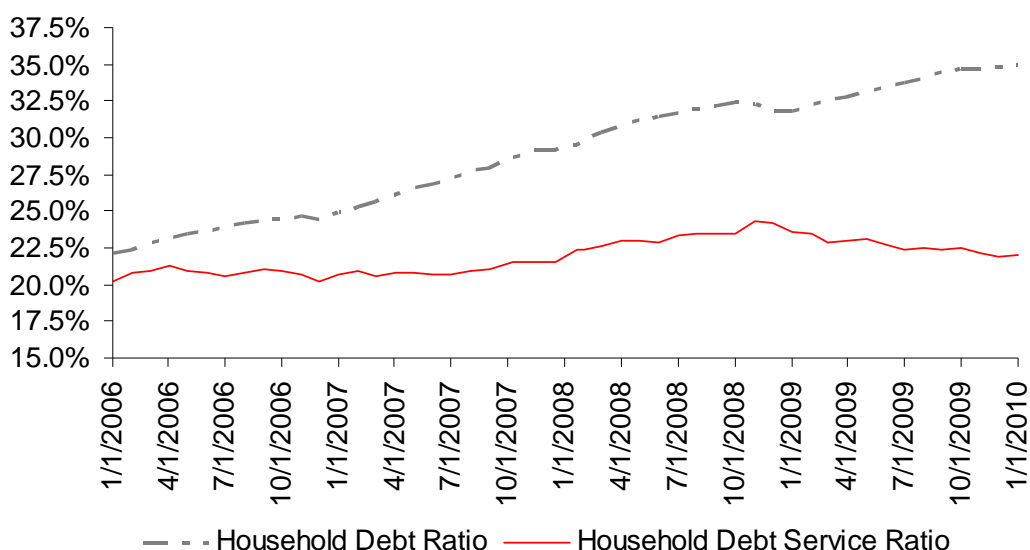
Fontes: BACEN, BGE e estimativas do Santander.

Ao mesmo tempo em que esperamos um resfriamento gradual da economia, e diversos indicadores nos levam a acreditar que os salários não crescerão mais aos mesmos níveis em termos reais como no passado, acreditamos que a manutenção de vendas parceladas a juros zero (também chamada de “venda parcelada sem juros”), aliada à disponibilidade do crédito, expectativas de que os spreads podem diminuir no médio a longo prazo e com prazos mais longos, devem atuar como uma proteção para minimizar parcialmente o impacto de uma possível desaceleração nos maiores varejistas.

Referente a vendas parceladas a juro zero, esta é basicamente uma transferência de poder de compra ao consumidor, às custas das margens dos varejistas. Em relação a vendas financiadas, a situação é diferente, considerando que os spreads são claramente muito volumosos, porém o perfil de risco do negócio também muda.

O Banco Central brasileiro divulga a mais abrangente estimativa do endividamento das famílias no país. De acordo com o Banco Central, o total do débito das famílias no Brasil estava em aproximadamente 35% da renda total versus 22% em janeiro de 2006. O endividamento familiar no Brasil está crescendo de maneira forte e estável (Figura 79) devido ao ambiente muito favorável discutido anteriormente. Enquanto a dívida das famílias cresceu fortemente desde 2006 (1.208 pontos-base), o índice de serviço da dívida das famílias aumentou em “apenas” 182 pontos-base durante o mesmo período. Isso ocorre principalmente em função de (1) diminuição das taxas de juros no período (a taxa Selic efetiva caiu de 15% ao ano para aproximadamente 10%); (2) introdução de novos produtos, como empréstimos em folha de pagamento (as taxas estão em torno de 27% ao ano, em comparação a 169% ao ano para cheque especial); (3) aumento no vencimento de empréstimos ativos (vencimento médio de empréstimos pessoais aumentou, passando de 318 dias em janeiro de 2006 para 523 dias em janeiro de 2010); e (4) spreads menores (spreads médios de empréstimo pessoal que registravam 44% em janeiro de 2006 atingiram 32% em janeiro de 2010).

Figura 79. Brasil – Índice de Endividamento Familiar (1) e Índice de Serviço da Dívida Familiar (2) -- (% da Renda Anual dos Quatro Trimestres Anteriores)



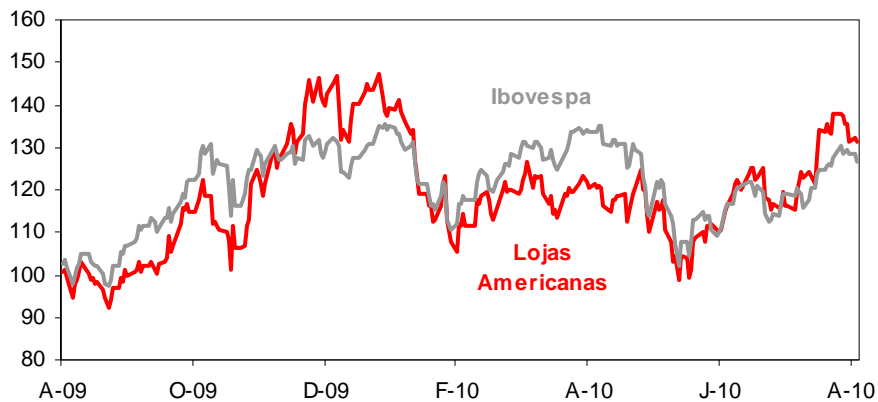
Obs.: (1) O índice de endividamento familiar é composto pelas operações de crédito ao consumidor (incluindo corporativas de crédito, leasing, empréstimos pessoais, créditos consignados, cheques especiais, cartões de crédito, créditos obrigatórios e não obrigatórios e outros) divididos pela renda média total anual (incluindo transferências do Bolsa Família e benefícios de previdência social) dos quatro trimestres anteriores. (2) O índice de serviço da dívida familiar é composto pelos créditos ao consumidor ativos (juros e principal de todos os créditos, excluindo o de cartões de crédito e cheques especiais, em que somente o pagamento de juros é considerado) divididos pela renda média total anual (incluindo transferências do Bolsa Família e benefícios de previdência social) dos quatro trimestres anteriores. Fontes: Banco Central do Brasil e estimativas do Santander.

Com base nos dados disponíveis, apesar do aumento significativo na alavancagem total das famílias, acreditamos que existe espaço para os consumidores continuarem a se alavancarem, e os grandes varejistas continuarão claramente a capitalizar tal tendência. Como as taxas de inadimplência também estiveram em níveis relativamente baixos, acreditamos que atualmente não há nenhuma clara indicação de que o consumidor está começando a “perder o controle”. Vale lembrar, entretanto, que, de acordo com nosso research, existe uma base de consumidores totalmente nova que só recentemente começou a ter acesso ao crédito, e o comportamento deles provavelmente não é totalmente entendido pelas instituições financeiras, incluindo as operações dos varejistas. Ocorreu, por exemplo, uma explosão na emissão de cartões de crédito no país durante os últimos anos, permitindo aos consumidores pagar o produto em “dinheiro” (no Brasil isto significa que o varejista será pago em mais ou menos 30 dias...) ou em diversas parcelas sem juros. Pagamentos de cheque especial em cartões de crédito podem implicar taxas de juros de até 240% versus “apenas” 182% para contas de cheque especial de bancos de acordo com o Banco Central.



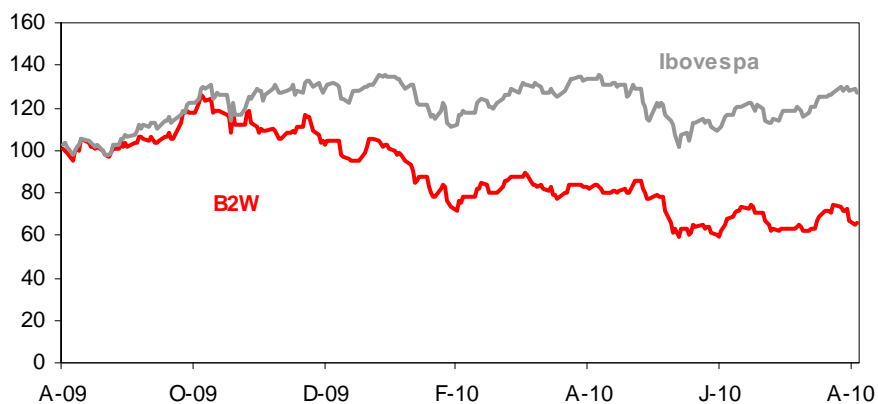
INFORMAÇÕES IMPORTANTES

Lojas Americanas – Desempenho Relativo em 12 Meses (US\$)



Fontes: Bloomberg e Santander.

B2W – Desempenho Relativo em 12 Meses (US\$)



Fontes: Bloomberg e Santander.

COMUNICADO IMPORTANTE

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários). Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos. As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem. Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso. O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s). As filiais estrangeiras do Grupo Santander podem ter (a) coordenado ou co-participado da colocação de uma oferta pública dos títulos desta companhia nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações desta companhia por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações desta companhia por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses. O Santander prestou, presta ou poderá prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório. O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório. O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender a exigência regulatória prevista na Instrução nº 388 da CVM, de 30 de abril de 2003 e alterações posteriores, segue declaração do(s) analista(s):

Eu, **Tobias Stingelin**, com relação aos valores mobiliários alvo de análise no presente relatório, declaro:

- que as recomendações refletem única e exclusivamente as minhas opiniões pessoais, e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado;
- que não mantenho vínculo com qualquer pessoa natural que atue no âmbito das companhias; que não sou titular, direta ou indiretamente, de valores mobiliários de emissão da companhia objeto da minha análise, que representem 5% (cinco por cento) ou mais de meu patrimônio pessoal, e que não estou envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;
- que não recebi remuneração por serviços prestados e não apresento relações comerciais com qualquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise no presente relatório, ou pessoa natural ou pessoa jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse desta companhia;
- que a minha remuneração ou esquema de compensação do qual sou integrante não está atrelado à precificação de quaisquer dos valores mobiliários emitidos por companhias analisadas no relatório, ou às receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela instituição a qual estou vinculado.

O Banco Santander (Brasil) S.A., assim como suas empresas, bem como os fundos, carteiras e clubes de investimentos em valores mobiliários sob sua administração, declara:

- que possui participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% (um por cento) do capital social das seguintes companhias: BM&F Bovespa, CESP, CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos, Gafisa S.A. e Renova Energia S.A. cujos valores mobiliários são ou podem ser alvo de análise pelo Banco Santander (Brasil) S.A.;
- que pode estar envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;
- que recebe remuneração por serviços prestados ou apresenta relações comerciais com qualquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise no presente relatório, ou pessoa natural ou pessoa jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse desta companhia.

As informações constantes do relatório são para uso reservado do Grupo Santander Brasil. Sua divulgação a terceiros ou ao público em geral depende de autorização prévia, por escrito, do Grupo Santander Brasil.

© 2010 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados.