



VAREJO DOMÉSTICO:
REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

ESTUDO ESPECIAL
AGOSTO 2022

Kínitro
CAPITAL



VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

INTRODUÇÃO

Em nosso último estudo especial, intitulado “os expoentes da quarta revolução industrial”, ressaltamos a importância de podermos investir parte do nosso fundo no exterior como forma de aproveitar teses seculares, que nem sempre possam estar disponíveis para o investimento no mercado doméstico. No que diz respeito a temas como o de tecnologia, e em seus nichos como o de computação em nuvem ou inteligência artificial (objeto de estudo da carta anterior), não seria possível para um fundo de ações restrito ao Brasil capturar essas tendências transformadoras já que, por razões estruturais, nosso país carece de um ambiente necessário para tais atividades florescerem. Movidos por essa inquietude, tomamos a decisão, em 2020, de expandir o nosso mandato para que até 20% do patrimônio do Kínitro FIA possa ser investido em mercados onde essas teses se fazem presentes. Acreditamos que, no longo prazo, isso será um diferencial importante para o nosso cotista.

Outra característica do nosso fundo é a opção que tomamos de evitar ou limitar a exposição da nossa carteira em teses que acreditamos serem:

- Mais arriscadas, por não se enquadrarem no conceito de *compounding*¹, que tentamos perseguir em nossas investidas;
- Mais maduras, por acreditarmos que tais nomes possam estar mais perto de sua fase natural de declínio do que de um ciclo de crescimento.

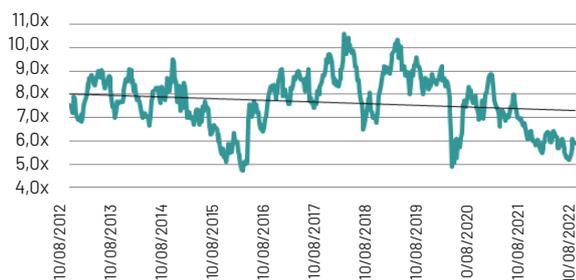
Como exemplo de teses “mais arriscadas”, historicamente, tendemos a evitar a exposição em alguns setores que possuem dificuldade de gerar retornos sobre o capital empregado de maneira adequada e perene ao longo do tempo. Normalmente, são indústrias altamente

cíclicas e/ou que possuem baixas barreiras de entrada. Sendo assim, mesmo as empresas mais bem estabelecidas acabam por demonstrar alta volatilidade em seus níveis de rentabilidade e geração de caixa ao longo do tempo. Uma vez que não acreditamos ter diferencial competitivo para acertar os momentos certos dentro desses ciclos, preferimos restringir essas histórias do nosso escopo de cobertura. Em *commodities*, pela importância que o país tem globalmente nesse segmento, pela sua representatividade na composição do índice Bovespa, e por nos posicionarmos muitas vezes na fronteira da eficiência de custos de produção em determinados nichos (além da sinergia que capturamos advindo da nossa área macro), temos colhido resultados positivos nos expondo de maneira tática em alguns momentos. No entanto, dificilmente o setor será uma participação “core” dentro do nosso portfólio por apresentar características cíclicas dentre as fases da economia global.

No que diz respeito a teses “mais maduras”, geralmente o que buscamos é evitar investir nos chamados “*value traps*”. Esse conceito se refere a empresas ou setores que aparentam ser atraídos do ponto de vista de algumas métricas de curto prazo (como múltiplos Preço/Lucro ou Preço/Valor Patrimonial) mas que, num olhar mais alongado e estrutural, acreditamos que os retornos possam ser decrescentes. Desde 2018, optamos por não investir no setor de grandes bancos por acreditar que a tecnologia tenha reduzido as barreiras de entrada. Num ambiente mais aberto e competitivo, predadores poderão extrair o excedente de rentabilidade dos *players* até então estabelecidos. Essas transformações podem levar tempo: o retorno de instituições como Itaú ou Bradesco ainda se encontram em níveis não tão distantes dos melhores históricos. Entretanto, os participantes do mercado acabam incorporando essas premissas em seus modelos e punem de maneira adiantada essas empresas na forma de múltiplos mais descontado versus o histórico.

VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

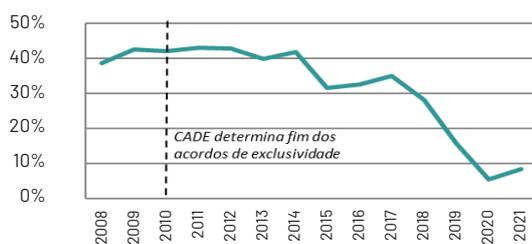
Relação Preço/Lucro - média ITUB, BBDC E BBAS



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital

Só o tempo saberá dizer se essas premissas se mostrarão corretas, mas certos paralelos existem para nos deixar atentos nesses momentos. No setor de aquisição, a eliminação de barreiras anticompetitivas que permitiam um duopólio entre a Visanet (hoje Cielo) e a Redecard se reduziram a partir de 2010, mas foram necessários vários anos para os efeitos negativos desse novo ambiente de fato aparecerem nos demonstrativos de resultados dessas companhias. Por termos um horizonte de investimento alongado em nossas investidas, essa preocupação é uma de nossas prioridades em nosso universo de cobertura.

Margem de lucro - Cielo



Fonte: Companhia. Elaboração: Kinitro Capital

Dito isso, o objetivo desta carta será debater o setor de varejo brasileiro. Há alguns anos, temos nos questionado sobre o futuro que as teses desse segmento irão enfrentar vis a vis o excelente histórico de retorno que alguns dos nomes apresentaram nos últimos 10 ou 20 anos. Em alguns casos, nos parece que o mercado acaba premiando (sob a forma de um nível de *valuation* mais alto do que deveria) algumas

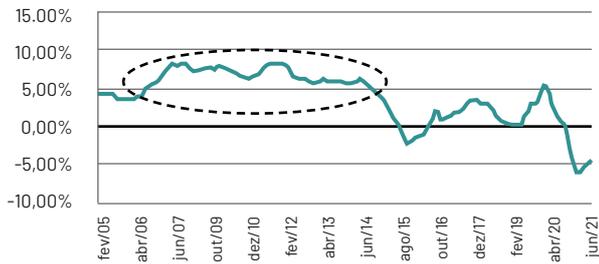
empresas com base num passado ou situação atual que talvez não se reproduza no futuro; sejam por questões macroeconômicas ou por mudanças no ambiente competitivo/setorial. Nos últimos anos, nosso fundo tem se concentrado em setores em que vemos um estrutural mais convidativo para o crescimento com rentabilidade adequada, características que, salve algumas exceções, temos dificuldade de encontrar no varejo doméstico.

ANALISANDO O BOOM DE CONSUMO E SEU IMPACTO NAS EMPRESAS DE VAREJO

Após um ciclo anterior de crescimento a patamares chineses, nos anos 80, o Brasil ingressa na chamada “década perdida” devido a graves problemas em suas contas externas e uma forte inflação que insistia em desorganizar a vida econômica do país a despeito dos vários planos econômicos para tentar resolvê-la. Somente em 1994, com o Plano Real, pudemos plantar os insumos necessários para o início de uma estabilização que só floresceu realmente a partir de 2003, graças a um ambiente macroeconômico externo mais ameno e uma transição política que não fora o caos que se imaginava. A combinação dessa estabilidade (inflação e juros mais baixos) com as contas externas favoráveis (em meio a um superciclo de *commodities*) e reformas microeconômicas (privatizações, agências reguladoras, melhoria no mercado de crédito, entre outras) deu início a um ciclo de prosperidade, que inseriu o Brasil em uma realidade muito diferente das últimas duas décadas até então. Dentre os pontos que podemos destacar desse período, para fins deste estudo em questão, é a notável evolução do ambiente de consumo no país: o ciclo virtuoso daquele momento permitiu uma incrível sequência de 92 meses consecutivos de crescimento real acima de 5,0% a.a. da renda nacional disponível bruta das famílias (RNDBF) entre novembro de 2006 e junho de 2014.

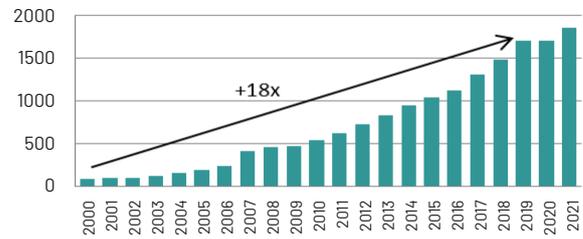
VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

RNDBF Ampla Real - acumulado 12 meses



Fonte: BCB. Elaboração: Kinitro Capital

Número de unidades Lojas Americanas

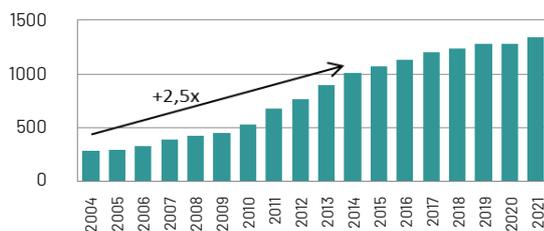


Fonte: Companhias. Elaboração: Kinitro Capital

Obviamente, essa exuberância macroeconômica acabaria se traduzindo em um ótimo ambiente para a atividade, especialmente nos segmentos ligados ao consumo interno. O forte vento a favor encontrou empresas domésticas que, após anos de ajustes para lidar com as mais severas adversidades, enfim poderiam vislumbrar aumentar seus investimentos e retomar o caminho para o crescimento.

Em vestuário, Renner, Guararapes e Marisa expandiram sua área de vendas 14% a.a. entre 2004 e 2014. Juntas, as três cresceram sua base de lojas em 2,5x ao longo dessa década, para 1005 unidades.

Número de unidades Renner + Guarapes + Marisa

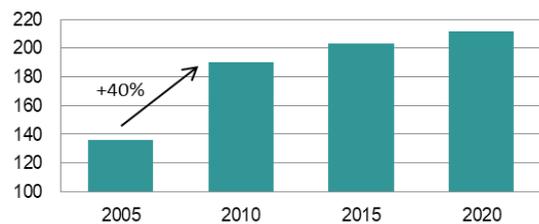


Fonte: Companhias. Elaboração: Kinitro Capital

No segmento de conveniência, as Lojas Americanas enfim tiveram o sinal verde para replicar seu modelo por todo o Brasil: em 20 anos, foram mais de 1.600 aberturas, totalizando 1.707 unidades ao final de 2020, mais de 18x o tamanho de 20 anos atrás!

Outro exemplo, a Alpargatas, dona da Havaianas, expandiu sua volumetria de vendas em 40%, passando a vender um par de sandálias da marca para cada habitante do país.

Número de sandálias Havaianas vendidas no Brasil (milhões/pares)



Fonte: Companhias. Elaboração: Kinitro Capital

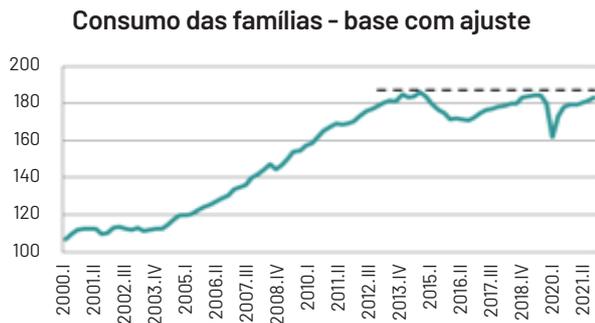
Todos esses exemplos, para ficar em apenas alguns deles, mostram como esse período foi bom para o crescimento desses negócios. Do ponto de vista do investidor, foi um período excepcional uma vez que empresas lucrativas tinham um campo aberto para reinvestir sua geração de caixa e gerar um efeito “bola de neve” (também chamado de *compounding*) que nós tanto prezamos quando buscamos alocar nosso capital.

O OUTRO LADO DA MOEDA: EXPLORANDO O CICLO PÓS 2014

Infelizmente, a dinâmica iniciada em 2003 viria a se reverter a partir do final de 2014, resultado de uma sequência ininterrupta de equívocos frutos da mudança do modelo econômico vigente através da chamada “Nova Matriz Econômica”.

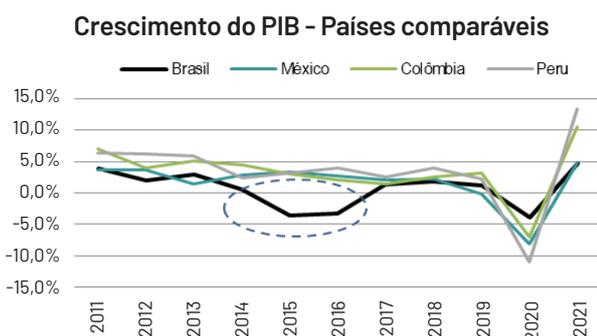
VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

Da exuberância, passamos diretamente para a pior recessão que o país viria a enfrentar em pelo menos um século de história, deixando marcas que perduram até os dias atuais: ao final do primeiro trimestre de 2022, o nível do consumo das famílias ainda não havia retomado o pico anterior atingido há oito anos.



Fonte: IBGE. Elaboração: Kínitro Capital

É certo que passamos por percalços conjunturais ao longo desse período, seja com o fim do superciclo de *commodities* ou com a crise da covid, mas, como pode ser visto no gráfico abaixo, o Brasil apresentou desempenho significativamente abaixo de seus pares latino-americanos, o que demonstra que tivemos especial responsabilidade por essa situação.

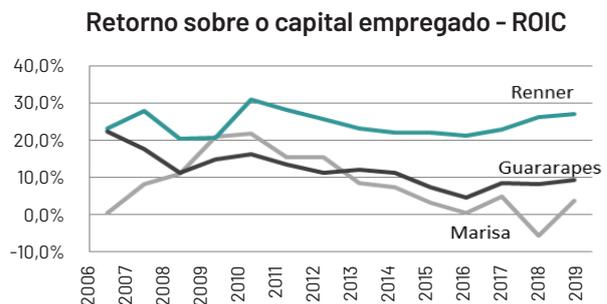


Fonte: IMF. Elaboração: Kínitro Capital

Se o ciclo anterior havia sido benéfico para a expansão das empresas domésticas, agora, num quadro de retração econômica e custo de capital elevado, somente negócios com verdadeiros diferenciais competitivos conseguiriam performar sem o vento a favor.

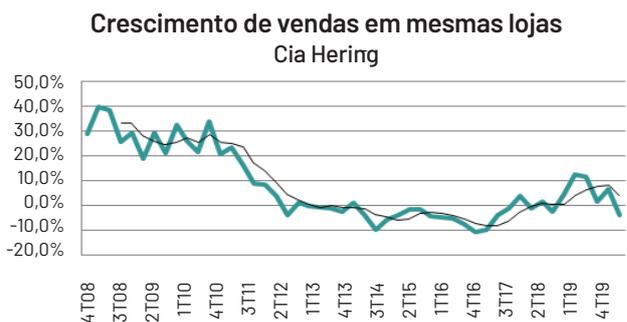
“You don’t find out who’s been swimming naked until the tide goes out” – Warren Buffet – 1994 annual meeting

Em meio a uma venda mais fraca e maior necessidade de remarcações de preços, Guararapes e Marisa viram seus patamares de retorno decrescer significativamente ao longo do tempo na medida em que perderam alavancagem operacional.



Fonte: Companhias. Elaboração: Kínitro Capital

A mesma deterioração aconteceu com a Cia Hering, Arezzo e Natura, mas o fato de operarem num modelo de baixa intensidade de capital preservou a geração de caixa dessas empresas.

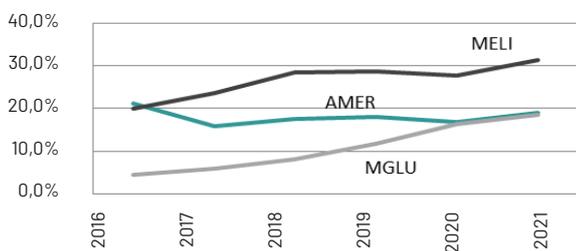


Fonte: Companhias. Elaboração: Kínitro Capital

Nas Lojas Americanas, apesar de seguir em sua expansão de unidades, a sequência de aumentos de capital em seu braço de e-commerce não foi suficiente para reverter sua perda de mercado para outros competidores como Mercado Livre ou Magazine Luiza e dragou os bons retornos da operação física.

VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

Participação do mercado no Ecommerce brasileiro



Fonte: Companhias, Neotrust, BTG Pactual. Elaboração: Kinitro Capital

Muitos outros exemplos poderiam ser dados para demonstrar que o boom de consumo catapultou um bom número de companhias para dimensões bem maiores do que há uma década. Porém, poucas haviam de fato criado, nesse ínterim, um diferencial competitivo que assegurasse um valor tangível para a perpetuidade desses negócios.

Em meio a uma estagnação macroeconômica, essas empresas se depararam com uma grande dificuldade para seguir crescendo. Nos segmentos mais competitivos, a disputa por um maior pedaço do bolo levou a piores margens e, por consequência, retornos sobre o capital empregado menores. Em outros, a geração de caixa foi reinvestida em iniciativas para crescimento que não geraram os resultados esperados. No caso da Alpargatas, as vendas de sandálias Havaianas geravam um polpudo caixa, que era reinvestido em diversificação de portfólio e de geografias com retornos marginais decrescentes e aumento da complexidade operacional. O resultado foi a venda dessas operações anos depois com o registro de perdas contábeis significativas.

Em resumo, o histórico operacional que as empresas de varejo doméstico apresentam no Brasil é bastante volátil. Apesar do bom vento a favor durante a década que seguiu o ano de 2003, poucas empresas criaram diferenciais competitivos que permitiram atravessar o período de tempestade com retornos resilientes. Com a exceção

de players como Lojas Renner ou Raia Drogasil, por exemplo, o histórico não é favorável para o setor.

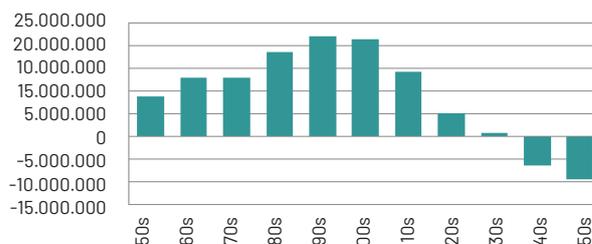
NOSSA VISÃO ATUAL

Para além de uma perspectiva histórica conturbada do ponto de vista microeconômico, acreditamos que uma exposição estrutural ao varejo doméstico também se mostra desafiadora do lado macroeconômico, já que o Brasil apresenta fundamentos que levam a um baixo crescimento potencial da economia.

Do ponto de vista de capital humano, enfrentamos um desafio bastante claro: o envelhecimento do país resultará em uma queda da população economicamente ativa que deveria ser compensada por um aumento da nossa produtividade do trabalho, fato que não tem acontecido.

Conforme o gráfico abaixo, o Brasil adicionou um contingente próximo a 20 milhões de pessoas em idade entre 15 a 65 anos ao longo das décadas de 80, 90 e 2000. A partir de 2010, esse patamar contraiu para 14 milhões e, ao longo da atual década, a adição deverá ser de somente cinco milhões de pessoas. Entre 2030 e 2040, entraremos num quadro de contração da nossa força de trabalho.

Adição de população entre 15 e 65 anos de idade - por décadas

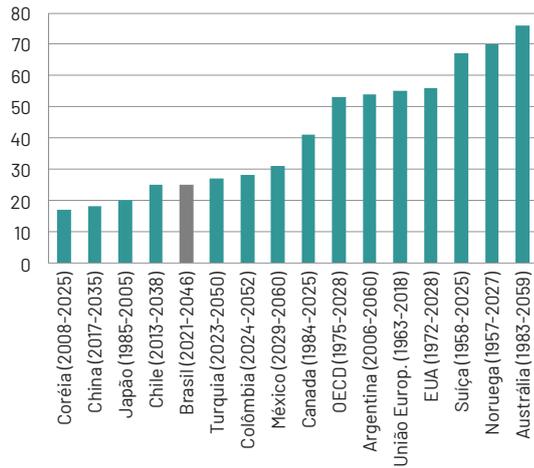


Fonte: OECD. Elaboração: Kinitro Capital

VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

O efeito natural disso será um dos maiores e mais velozes processos de envelhecimento populacional do mundo: em 2050, o contingente de população com mais de 65 anos deverá ser 2,5x maior do que foi em 2020.

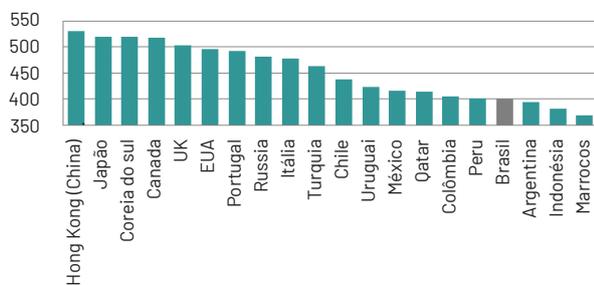
anos necessários para a população idosa sair de 10% para 20% do total do país



Fonte: OECD. Elaboração: Kinitro Capital

O ganho de produtividade que poderia compensar a redução da nossa força de trabalho não parece estar acontecendo. Do lado da educação, o país ainda apresenta dados medíocres quando medido pelo PISA, programa internacional de avaliação de desempenho de estudantes.

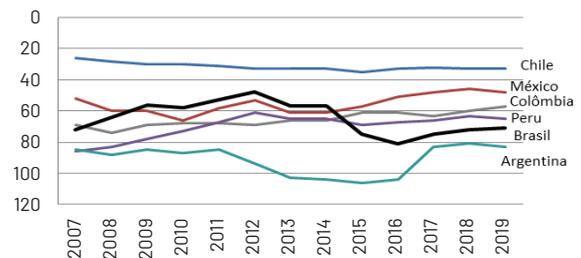
Resultados no PISA 2018
média de matemática, ciências e leitura



Fonte: OECD. Elaboração: Kinitro Capital

Do ponto de vista do ambiente de negócios, o Brasil ainda aparece como um dos piores países da América Latina, quando medido pelo Global Competitiveness Index do Fórum Econômico Mundial.

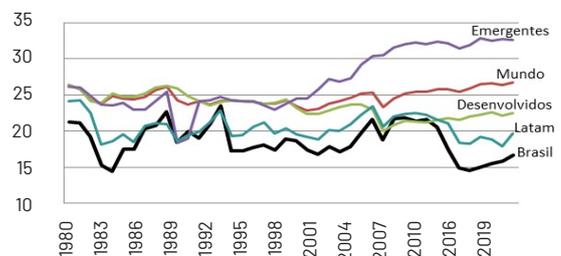
Global Competitiveness Index - Ranking



Fonte: WEF. Elaboração: Kinitro Capital

E, por fim, do ponto de vista da taxa de investimento, o baixo nível de poupança dificulta a formação de capital fixo, igualmente importante para compensar o menor crescimento do fator trabalho.

Taxa de investimento - % do PIB



Fonte: FMI. Elaboração: Kinitro Capital

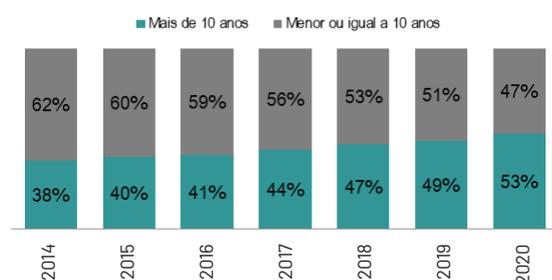
Para alterar o quadro de baixo investimento, o Brasil precisará da iniciativa privada, uma vez que a maior parte do orçamento governamental é comprometida com despesas obrigatórias que incluem benefícios previdenciários, folha de pessoal e encargos sociais. Será fundamental que haja sequência na agenda de reformas para criar um ambiente propício para a atração desse capital.

VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

Somente seremos capazes de transpor os gargalos, que inevitavelmente irão limitar o nosso potencial de crescimento, se enfrentarmos de fato os problemas estruturais da nossa economia, como foi o caso através da reforma da Previdência, reforma trabalhista, agenda de privatizações, lei do saneamento, entre outras.

Nessa lógica, preferimos buscar oportunidades de investimento em temas que poderão contribuir para a questão da produtividade no país. Por exemplo, em logística e transporte, nossa forte dependência de um modal rodoviário ineficiente e poluidor poderá ser uma oportunidade para empresas que possam contribuir para a sua renovação.

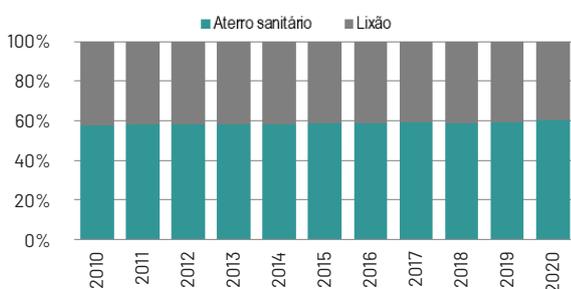
Idade média da frota de caminhões no Brasil



Fonte: Sindipecas/Abipeças. Elaboração: Kínitro Capital

Em saneamento, o Brasil em nada evoluiu nos últimos dez anos no que diz respeito à disposição final de resíduos.

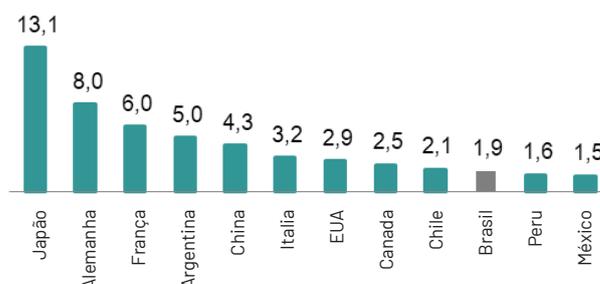
Participação na disposição final de resíduo sólido urbano (RSU) coletado no Brasil



Fonte: Sindipecas/Abipeças. Elaboração: Kínitro Capital

No setor de saúde serão necessários grandes investimentos para aumentar a infraestrutura dos provedores, dado o óbvio aumento de demanda induzido pelo envelhecimento da população. Além disso, essa oferta haverá de buscar mais eficiência dado o descompasso histórico entre a inflação médica e a inflação geral da economia. O movimento de consolidação parece ser um bom caminho para reduzir os custos da falta de escala na indústria: juntos, os operadores de hospitais listados possuem apenas 11% de participação nos leitos privados do país.

Leitos hospitalares por mil habitantes - 2020

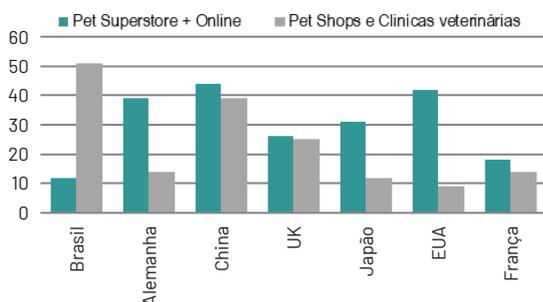


Fonte: FBH, Rede D'or. Elaboração: Kínitro Capital

No que diz respeito ao varejo propriamente dito, acreditamos que possam se sair vitoriosas, mesmo em um fundamento macro desafiador, as teses que envolvem ganhos de participação de mercado de maneira sustentada. Isso pode se dar através de mudanças estruturais em determinados segmentos ou via movimentos de aquisição. Como exemplo do primeiro caso, o setor de pet shop encontra-se hoje muito bem posicionado para transferir participação de mercado dos pequenos comércios de bairro para as grandes varejistas (*pet superstores*), capazes de combinar venda física e online com serviços médicos e de estética em um só lugar. Ao comparar com outras geografias pelo mundo, percebe-se a oportunidade por aqui.

VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

Venda de produtos para pets por canal (%) - 2019



Fonte: Euromonitor, Petz. Elaboração: Kinitro Capital

No entanto, essa ótima perspectiva tem sido observada por uma gama variada de empresas: tanto Petz, quanto Cobasi, Petlove e várias redes regionais se encontram atualmente super bem capitalizadas e estão expandindo sua área de influência nacionalmente. O ambiente competitivo resultante desse movimento conjunto será interessante de acompanhar.

No que diz respeito ao crescimento via aquisições, o varejo tem sido palco de movimentos importantes por parte de players como Centauro, Arezzo, Soma, Natura e Alpargatas. Em alguns casos, a expansão do mercado endereçável, ao permitir alcançar novos nichos, poderá se mostrar assertiva, mas resulta em uma estratégia que adiciona complexidade à tese de investimento e

cujo retrospectivo histórico não parece tão favorável no Brasil, dado os inúmeros casos passados de má alocação de recursos em tais movimentos.

Em suma, concordamos que o setor não se encontra hoje em níveis de *valuation* que nos pareça caro, ao contrário do período pré-covid, principalmente. Entendemos que incentivos de curto prazo podem ser dados por governos interessados em estimular a economia, criando eventualmente algum vento a favor conjuntural. No entanto, temos dificuldade de selecionar histórias, dentro dessa temática, que possam ser capazes de apresentar crescimento relevante a base de motor próprio e diferenciais competitivos que permitem rentabilidade adequada, estruturalmente.

Relação Preço/Lucro - média LREN, ARZZ, SOMA, VIVA, ALPA E SBFG



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital

VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO



O CURIOSO CASO DAS LOJAS RENNER – ESTUDO DE CASO

É inegável que a Renner tenha sido um dos casos de maior sucesso na bolsa nos últimos dez anos. Entre 2012 e 2019, mais especificamente, a ação da empresa teve uma valorização de 6x, ou 24% ao ano. Mesmo considerando o período pandêmico, onde seu valor de mercado foi duramente impactado pelas restrições de circulação, a Renner ainda conseguiu uma valorização de 11% ao ano (2012-2021), o que a coloca bem situada no ranking relativo dos melhores retornos da bolsa.

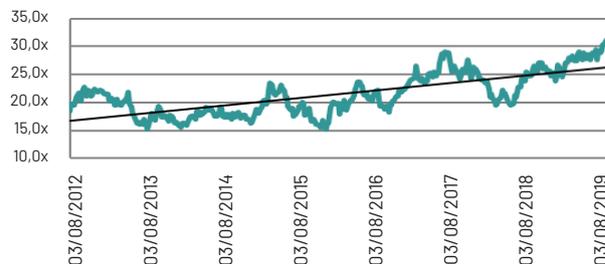
LREN3 - Preço/ação R\$



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital

Destrinchando essa valorização, temos que nesses oito anos até a pandemia (2012-2019), a empresa mostrou crescimento médio do seu lucro de 17% a.a., mas também foi ajudada por um processo gradual de re-rating que foi fundamental para gerar o forte desempenho em suas ações. Ao final de 2011, a empresa negociava a 18x lucros dos próximos 12 meses, comparado aos mais de 30x ao final de 2019. Esse “prêmio” dado pelo mercado à companhia foi fruto do seu desempenho invejável mesmo em meio a um cenário macro que não foi dos melhores.

Relação Preço/Lucro próximos 12 meses - Renner



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital

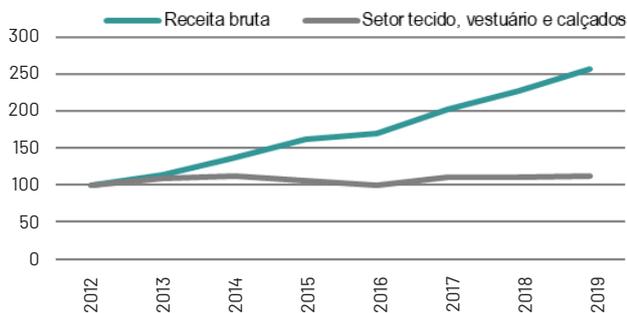
Os detalhes microeconômicos talvez já sejam bem conhecidos: em meio a uma cultura forte, a empresa soube se posicionar na vanguarda do que se tornaria o varejo de vestuário moderno, consolidando-se entre os melhores operadores do planeta em termos de eficiência. Num momento em que muitas das atuais varejistas ainda tentam se adaptar a uma série de novos conceitos (*ship from store*, *retire loja*, *self checkout*, *push & pull*, RFID, etc.) a Renner parece se encontrar alguns anos à frente e caminha em sua nova empreitada: aprofundar de verdade sua operação digital, transformando-a no principal indutor de crescimento, ao invés de apenas compor parte da sua operação. Para isso, a empresa captou quase R\$ 4 bilhões via aumento de capital em abril de 2021.

EXPANSÃO FÍSICA

A destacada competência operacional da companhia permitiu que a Renner crescesse sua venda de mercadorias em 160% entre 2012 e 2019, enquanto o mercado em que ela está inserida pouco evoluiu nesse período. Isso foi possibilitado pelo processo de expansão física, uma vez que o número total de lojas triplicou, cumprindo religiosamente o planejamento divulgado no investor day de 2012, quando se esperava atingir 368 lojas bandeira Renner em 2019 (o realizado foi 388).

VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

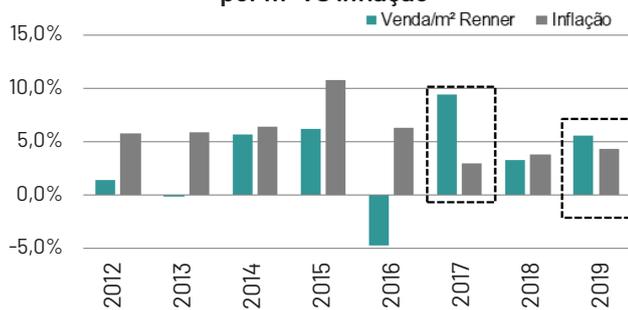
Evolução da receita bruta da Renner VS o setor - base 100



Fonte: Companhia, IBGE. Elaboração: Kinitro Capital

Quando decomparamos o crescimento médio da receita de mercadorias da empresa entre crescimento de área de vendas e crescimento da venda por m², percebemos que quase 2/3 do crescimento de receita total foi impulsionado pela expansão física em si. A venda por m² foi superior à inflação apenas nos anos de 2017 e 2019, enquanto na média do período, a companhia acumulou um desempenho abaixo do indicador. Podemos entender isso como um reflexo direto do período macroeconômico adverso que o Brasil atravessou durante essa janela de tempo e a necessidade de maturação para as metragens recém-abertas.

Evolução da receita bruta de mercadorias por m² VS inflação



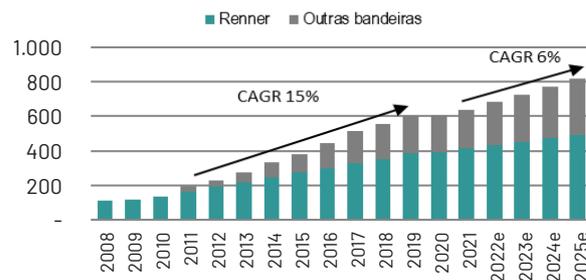
Fonte: Companhia, IBGE. Elaboração: Kinitro Capital

Dito isso, vale a pena gastarmos tempo analisando o parque atual de lojas e as oportunidades que ainda existem nesse aspecto, dado a importância que o tema teve historicamente.

A meta atual de expansão para 2022 (segundo a apresentação institucional de junho/2022 da companhia) tem como objetivo abrir até 45 lojas entre as várias bandeiras. Expandindo esse ritmo para frente, teríamos 816 pontos de ven-

da em 2025, sendo 493 para a Renner e cerca de 323 entre Camicado/Youcom/Ashua. Deste modo, temos um CAGR (crescimento anual composto) de expansão de lojas de 6% entre 2021 e 2025, patamar equivalente a 40% do que foi no período de 2011 a 2019.

Base de lojas Renner

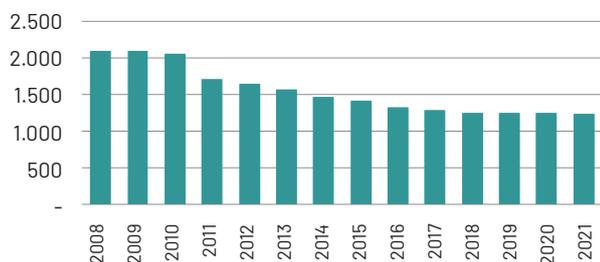


Fonte: Companhia. Elaboração: Kinitro Capital

Entretanto, é preciso fazer uma observação adicional. Quando comparamos o tamanho da expansão de loja com o tamanho da expansão da metragem de venda em si, temos que esta última foi 2/3 do que foi a primeira nos últimos dez anos. O motivo é que a Renner, ao longo do tempo, foi diminuindo a área média das novas lojas. Em 2012, a companhia abriu unidades que tinham 2,9 mil m² de área, mas essa média foi caindo gradualmente até atingir 1,9 mil m² nas aberturas mais recentes. Além disso, as outras bandeiras, baseadas num modelo de menor metragem (400 a 100m²), começaram a ganhar mais peso dentro do mix de aberturas. Esse fenômeno possui duas motivações: ao mesmo tempo genuína e forçada. O lado genuíno é que, numa operação omnicanal mais desenvolvida, a capilaridade torna-se importante diferencial para trazer um maior nível de serviço para o cliente (ter pontos de troca/retirada e *ship from store* por perto). Dessa forma, abrir lojas em cidades menores, muitas vezes sem estrutura de shopping center similar ao de grandes centros, acaba demandando mais lojas de rua ou com metragens inferiores: em 2012, a Renner abriu lojas em cidades com uma mediana de população de 920mil habitantes. Em 2021 e 2022, esse número caiu para 117 e 107mil, respectivamente.

VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

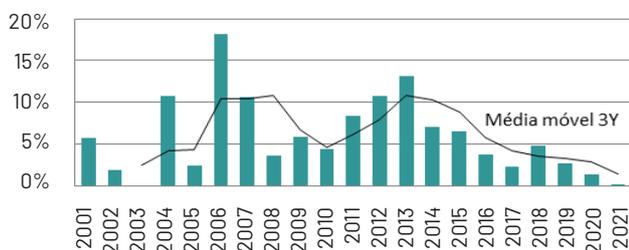
Área média de vendas por loja - m²



Fonte: Companhia. Elaboração: Kinitro Capital

Mas há também outro lado da moeda. A Renner é a varejista de vestuário brasileira com a maior capilaridade entre os seus pares, isto é, ela tem mais lojas e está presente em mais cidades. Sendo mais específico, 79% das cidades com mais de 150 mil habitantes possuem ao menos uma loja Renner. Nas cidades com mais de 100 mil habitantes, esse número é de 61%. Nesse pool de cidades, existem 173 delas em que não há uma loja da companhia. Ao olhar a presença em shoppings centers (onde 90% de suas lojas se encontram), temos que a companhia está presente em ao menos 60% deles. Na medida em que a construção de novos shoppings (greenfields) diminuiu significativamente nos últimos anos, a companhia precisou encontrar um modelo mais enxuto para continuar crescendo sem ficar refém dessa situação.

Crescimento da área bruta locável dos shoppings centers no Brasil



Fonte: Abrasce. Elaboração: Kinitro Capital

Em histórias similares no varejo, expansões em cidades de “tiers” inferiores acabaram por diminuir a produtividade marginal das vendas

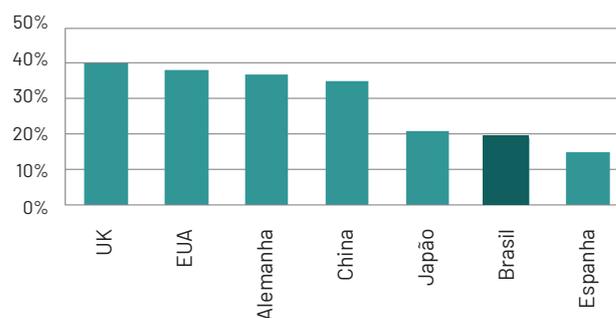
e canibalizar o resultado da empresa. Na Renner, não parece ser o caso já que o retorno sobre o capital empregado continuou bom, ao menos até 2019.

De todo modo, a conclusão desse ponto é que se a companhia apresentou CAGR de expansão de área de 10% quando cresceu lojas em 15% entre 2011 e 2019, provavelmente o crescimento da área de vendas nos próximos anos deverá ser de 4% a 5% a.a, uma vez que a expansão física será de 6% a.a. Ciente de que a base de comparação ficou mais difícil para continuar crescendo loja e metragem no mesmo ritmo de antes, e dada a importância que essa métrica teve no crescimento histórico da companhia, entendemos a importância que o online agora possui.

A OPORTUNIDADE DO ONLINE

Desde 2010 a Renner já opera no online. Naquela época, esperava-se que em 2022 a empresa teria 5% de suas vendas no digital. Já sabemos que a pandemia elevou esse patamar para cima: hoje já representa perto de 15%. Olhando o mercado brasileiro, o pós-covid transformou profundamente o varejo de vestuário: o online saiu de apenas 6,4% das vendas em 2019 para 16% em 2021. Já é um patamar que nos deixa um pouco mais perto de alguns comparáveis.

Penetração online do mercado de vestuário e calçados - 2021



Fonte: Euromonitor. Elaboração: Kinitro Capital

VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

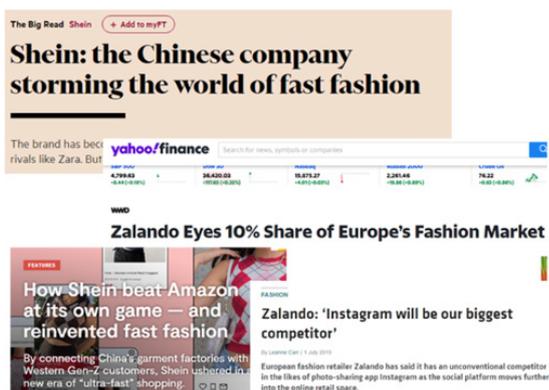
Nesse campo de jogo, as habilidades demandadas mudam. Por isso, a Renner tem passado por uma fase importante de investimentos para se adequar a esses novos tempos. Tudo começou com a logística há alguns anos, passando pela readequação de suas lojas (para se adaptar à omnicanalidade) e agora passa por uma fase mais intensiva em despesas operacionais (OPEX), ao invés de investimento em capital (CAPEX), relacionada à formação de recursos humanos em TI, despesas comerciais com aquisição de clientes, estruturação da Realize, sua financeira, entre outros. Tudo isso acaba por pressionar a linha de despesas operacionais, com a expectativa de que a mesma voltará ao patamar anterior, em % das vendas, no médio prazo. Mas falaremos de margem mais à frente.

Segundo a companhia, 98% das trocas no online são feitas na loja enquanto 32% dos pedidos são efetuados no modelo *ship from store*. Em pesquisas, as categorias de calçados, acessórios e roupas são as que os clientes mais valorizam o contato físico com o produto antes da compra. A partir disso, a capilaridade de lojas que a Renner segue construindo poderá ser um diferencial nesse mundo online, mas não vence por si só a batalha. Do ponto de vista competitivo, a Renner disputará clientes, não apenas com seus competidores tradicionais como C&A, Riachuelo, Marisa, Hering, ou Soma, mas também enfrentará grandes players nativos digitais que souberam construir presença relevante, como Dafiti, Amaro, Zattini ou a Shein. É como se a Renner abrisse loja em um shopping com mais competidores do que até então ela estava acostumada e esse fenômeno tem acontecido com varejistas em vários mercados pelo mundo.

Casos como o da chinesa Shein ou da alemã Zalando, para ficar apenas em dois exemplos, têm sido marcantes em demonstrar como varejistas tradicionais e super bem estabelecidas, como Zara, H&M ou Forever 21, têm enfrentado certas dificuldades para defenderem suas participações de mercado em algumas regiões. Mais do que entrar nesses exemplos, já que há bastante material na internet analisando esses fenômenos, a reflexão que fica é que, voltando à Renner, no mundo físico, a competição se dava contra os informais e alguns players estabelecidos que nitidamente foram perdendo tração ao longo do tempo (Riachuelo, C&A etc.). Com isso, a empresa veio ganhando *market share* pouco a pouco, até atingir algo como 9% em 2020. A tese é que ela continuará a subir essa régua com o tempo, mas agora que o crescimento marginal se dá, principalmente, no online, a competição também muda. Disputar a atenção de gerações mais novas num ambiente de custo de aquisição de cliente altamente inflacionário e de comparação de preços/produto mais intenso certamente representará um desafio muito maior. Pode ser que o modelo da Shein, social-like, que permite com que os usuários gastem 2x mais tempo navegando em seu site do que em sites concorrentes, não seja o vencedor, mas o online reduz drasticamente as barreiras à entrada e possibilita que a competição se renove a um ritmo cada vez maior (conforme explorado em nosso último estudo especial): outras “Sheins” não vão parar de surgir. Logo, e-commerce é sim uma oportunidade, mas não deixará de ser uma constante ameaça.

O CRESCIMENTO FUTURO

Juntando os últimos dois tópicos, temos um CAGR de receita bruta de mercadorias da Renner entre 2012 e 2019, de 14%, tendo parcela importante de contribuição na própria expansão física de 10% a.a. da área de vendas no período. Entendendo que para os próximos anos, pelo menos, a Renner deverá crescer área de vendas num patamar inferior a metade disso (4-5% a.a.), a empresa para manter o mesmo crescimento de



VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

receita precisará gerar um crescimento da venda por m² bem acima do apresentado até aqui. Na medida em que a base de lojas fica mais madura (70% da base atual), cada vez mais o on-line terá que contribuir para gerar esse efeito.

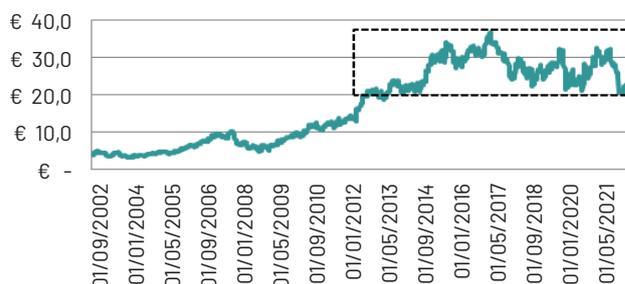
Então, parece fazer total sentido os investimentos mais intensos que a companhia está fazendo nesse campo. A grande questão, a saber, é se o macro e a forte competição do mundo digital irão permitir esse feito.

O lado bom é que a Renner possui gente, cultura e recursos para isso. Nesse último quesito, tem se ventilado a aquisição de algum grande player com o caixa levantado no aumento de capital recente, mas passados vários meses desde então, o único movimento foi o da Repassa, pequeno player nichado de itens de segunda mão e o da Uello, de logística *last mile*.

Outra oportunidade que a Renner vem explorando, assim como a Inditex o fez em sua história, foi diversificar em geografias e em marcas. Hoje a companhia já possui lojas na Argentina e no Uruguai e também atua com as bandeiras Youcom, para o público mais jovem, Camicado, de itens para casa, e Ashua, de feminino plus size. No caso da Inditex, a empresa já se tornou verdadeiramente global, com vendas representativas fora da Europa. Já as vendas ex-Zara representam por volta de 40% da receita total. No caso da Renner, esses movimentos ainda são muito incipientes: as vendas ex-Renner foram de 10% em 2019. Poderá a empresa usar recursos para consolidar algum outro player físico? Talvez sim, mas o assunto ainda é apenas uma especulação.

De toda maneira, é interessante notar que após um período de forte expansão e, conseqüente valorização, a Inditex encontrou dificuldade para se renovar após atingir certa maturidade e entrar nesse ambiente mais ofensivo de competição digital. Capítulos a seguir.

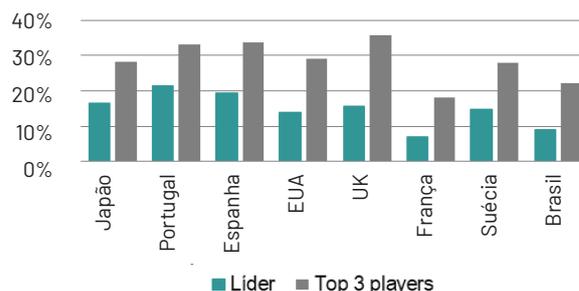
Inidtex - Preço/ação EUR



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital

A conclusão desse item é que a Renner deve continuar a ganhar participação de mercado gradualmente, assim como tem feito nas últimas décadas. No entanto, deve-se considerar que o varejo de vestuário parece uma categoria intrinsecamente fragmentada, ainda mais num país com informalidade alta (35% das vendas do setor, segundo a Associação Brasileira do Varejo Têxtil) e renda per capita mais baixa do que mercados comparáveis. Existem ganhos, mas não serão óbvios e nem rápidos.

Participação de mercado 2020 - Vestuário



Fonte: Euromonitor. Elaboração: Kínitro Capital

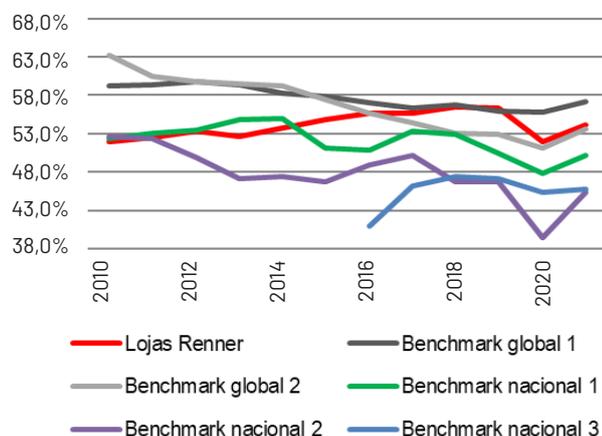
VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

DINÂMICA DE MARGENS

Como explicado no início do texto, temos dois componentes que explicam a valorização da ação da empresa nos últimos 10 anos: o crescimento do lucro líquido (que pode ser quebrado em crescimento de receita e expansão de margem) e o processo de *re-rating*. Uma vez que abordamos a tendência para o *top line*, discutiremos a dinâmica das margens da companhia.

Conforme a empresa foi avançando em sua agenda de eficiência, as margens se expandiram de maneira muito sustentada: entre 2011 e 2019, a margem ebitda ajustada, ex IFRS, saiu de 18% para 21%, muito em função da assertividade comercial que diminuiu muito a necessidade de remarcações, um grande pesadelo dessa indústria. Desse modo, a Renner passou a apresentar margens de operação em patamares de *benchmarks* globais.

Margem bruta - Player comparáveis



Fonte: Companhia. Elaboração: Kinitro Capital

Quando caminhamos para o online, temos dois caminhos possíveis:

1. Na venda própria (1P), o online costuma ser mais competitivo em margem bruta e demandar mais OPEX com TI, marketing e logística. No entanto, como há uma menor pressão por capital de giro e CAPEX de loja física,

o ROIC pode se manter igual se um efeito compensar o outro.

2. Na venda por *marketplace* (3P), a plataforma passa a colher ganhos de diluição de custos fixos ao prover escala a *players* interessados em vender através desse canal (recebendo para isso um *take rate* da venda). Se essa estratégia vier a ser vencedora para a Renner, a empresa poderá sustentar margens maiores ao longo do tempo.

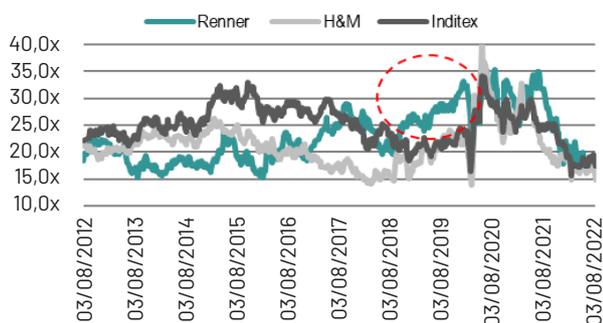
Ou seja, ainda parece cedo para definir uma tendência nesse quesito. Se o online da Renner se parecer mais com o que ela já faz, concentrando as vendas em mercadorias próprias (1P), há um risco de as margens de operação serem menores em troca de um *top line* um pouco mais robusto. Se o conceito de *marketplace* ganhar força, com o modelo 3P sendo o principal impulsionador, a Renner se transformaria mais em um business do tipo plataforma, com diluição de custos fixos ao longo do tempo. Por enquanto, a percepção passada pela empresa é que o online será um misto dos dois, com o 3P atuando de forma a complementar o nível de sortimento onde ela talvez não tenha tanta representação (como acessórios, perfumaria, artigos esportivos, entre outros). Mas a reflexão principal é que a Renner já entregou muitos ganhos de eficiência ao longo dos últimos 10 anos. Pode ser que os ganhos marginais sejam cada vez mais difíceis de colher, principalmente quando se leva em consideração o ambiente hostil onde ela quer crescer marginalmente. Assim sendo, o crescimento para o lucro líquido ficaria mais dependente do *top line* do que foi no passado.

RE-RATING

Conforme a Renner foi entregando resultados consistentemente, o mercado foi premiado a empresa pouco a pouco. Ao longo de uma década, houve uma considerável expansão de múltiplos da empresa, passando a negociar em patamares bem superiores à própria Inditex ou H&M, conforme mostra o gráfico abaixo.

VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

Relação Preço/Lucro próximos 12 meses

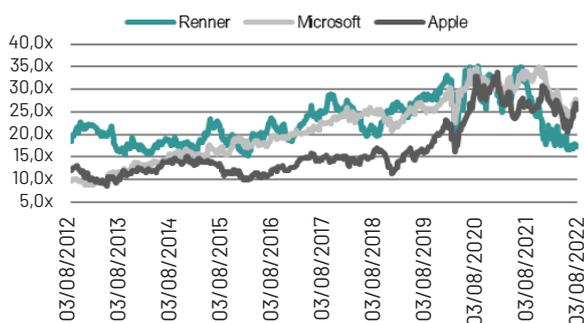


Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital

Neste momento, a empresa parece negociar em patamares ligeiramente abaixo do seu histórico pré-2019, quando a média era de 20x lucro. No entanto, acreditamos que esse desconto se mostra justo na medida em que a companhia apresenta perspectivas de crescimento marginal decrescente e ambiente mais adverso para conseguir expandir/manter margens historicamente altas. Algum *re-rating* do nível atual poderia ocorrer por uma melhoria do ambiente macro, mas dificilmente será um vetor de valorização na mesma proporção do que foi nos últimos dez anos.

Estressando ainda mais o raciocínio, é curioso notar que a Renner apresentou patamares de múltiplo superior ao das melhores companhias do mundo ao longo dos últimos dez anos. Em nossa visão, não há fundamento que sustente isso quando se compara crescimento na perpetuidade, ROIC estrutural e custo de capital.

Relação Preço/Lucro próximos 12 meses



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kinitro Capital

CONCLUSÃO

Podemos resumir os pontos abordados no texto da seguinte forma:

1. A Renner apresentou, ao longo dos últimos dez anos, uma das melhores valorizações da bolsa, graças a um time competente e uma cultura forte, pontos esses devidamente reconhecidos pelo mercado sob a forma de um contínuo *re-rating* de múltiplos ao longo do tempo.

2. O crescimento robusto do lucro deveu-se a um crescimento de *top line* sustentado principalmente pela expansão física e por ganhos de margem. A área de vendas da companhia vai continuar crescendo à frente, embora a um ritmo inferior à metade do que foi durante esse período. Já as margens, em patamares comparáveis aos melhores operadores do mundo, terão dificuldade de se expandir mais.

3. Para compensar um menor crescimento físico, a Renner parte para uma estratégia de aprofundar o seu canal online. Como característica, esse ambiente normalmente é mais competitivo e aqui haverá uma linha tênue entre ameaça e oportunidade.

4. O múltiplo que a empresa negociava em 2019 não parece fazer sentido quando consideramos essa perspectiva futura. Será mais difícil a empresa ganhar apoio de *re-ratings* para seguir apresentando valorização adicional. Sem muito apoio da expansão de margens, dependerá então basicamente do crescimento da receita para crescer seu lucro.

Sem por em dúvida o qualitativo que trouxe a empresa ao patamar atual, a despeito das adversidades macroeconômicas do período, entendemos que a Renner terá tempos mais difíceis à frente.



VAREJO DOMÉSTICO: REFLEXÕES E ESTUDO DE CASO

NOTA:

¹: Conceito de *compounding*: Empresas que apresentam (1) crescimento sustentado de resultados, (2) boa geração de caixa, (3) bom nível de retorno sobre o capital empregado e (4) oportunidades para reinvestir esses resultados a taxas igualmente atraentes.

Kínitro
CAPITAL



KINITRO.COM.BR