

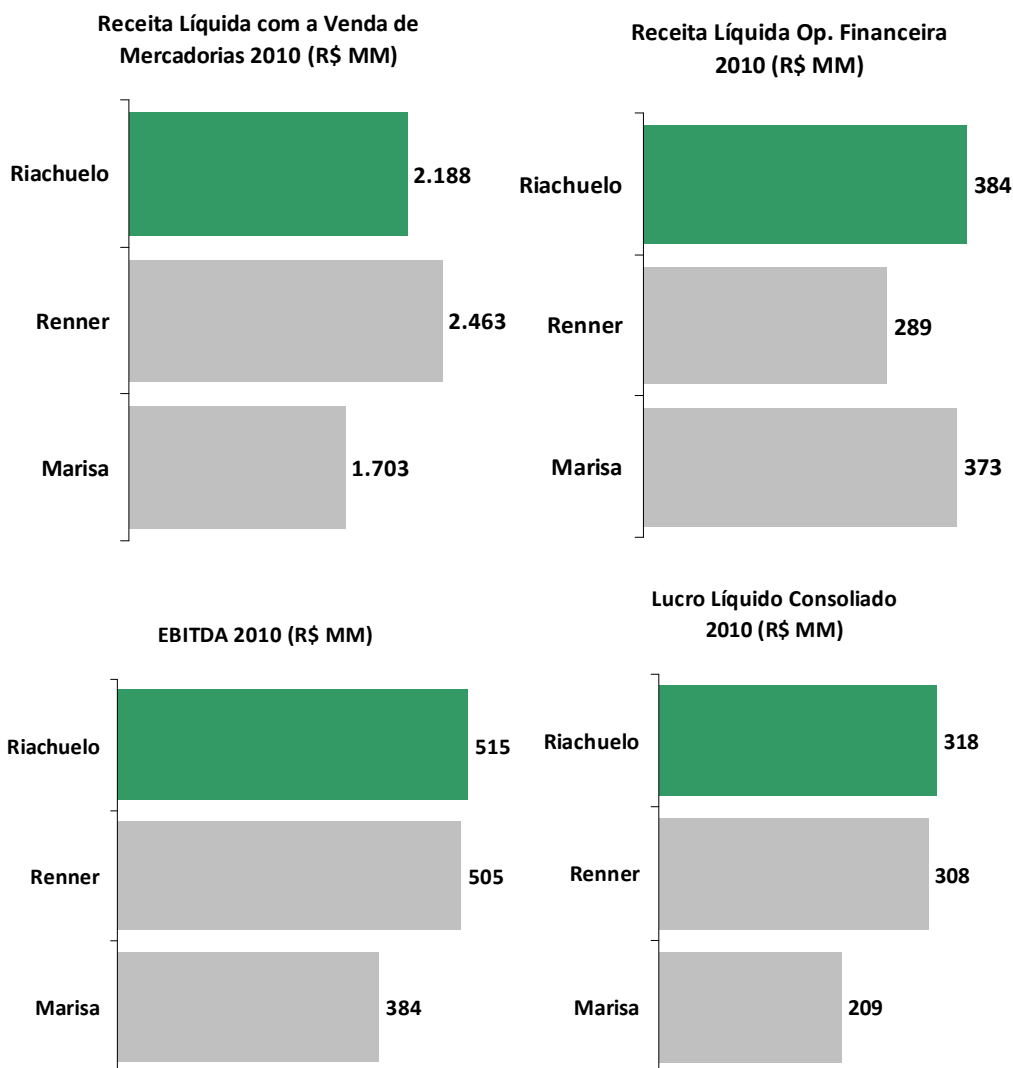


### Riachuelo (Guararapes)

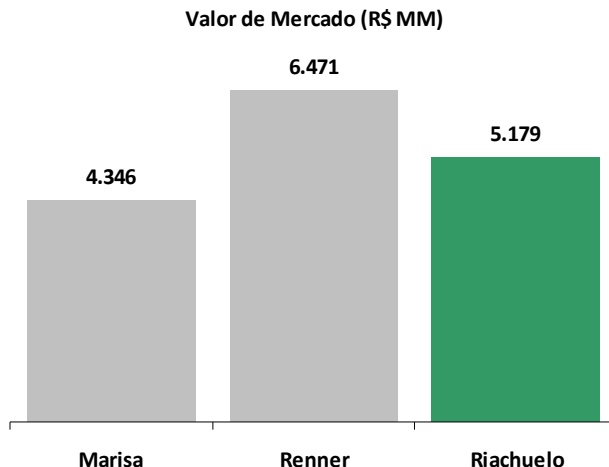
A Guararapes está entre os principais grupos empresariais da moda no país, é controladora da rede varejista Riachuelo que está entre as maiores lojas de departamento de vestuário no Brasil juntamente com C&A, Renner e Marisa. Por ser o nome da loja de departamentos mais familiar aos nossos clientes, optamos por nos referir à empresa ao longo deste relatório como Riachuelo.

A empresa opera 6 unidades fabris no Ceará e Rio Grande do Norte num modelo integrado, por meio do qual 100% da produção da Guararapes Confeções é destinada para as lojas Riachuelo. Além disso, o grupo é proprietário da financeira Midway e do shopping Midway Mall. Dentre as varejistas citadas acima, é a única que opera de forma exclusiva as 3 vertentes do negócio: indústria, varejo e financeira.

A título de comparação, colocamos as principais métricas da empresa em comparação com as demais empresas listadas. Vale mencionar que para efeitos de comparação, desconsideramos os números do Midway Mall (shopping center) tanto na receita, quanto nas linhas de EBITDA e Lucro Líquido.



Fonte: Perfin, dados de 31 de Outubro de 2011



Fonte: Perfin, dados de 31 de Outubro de 2011

O último gráfico, em especial, é o que mais nos intriga e foi o que nos motivou a olhar a empresa no detalhe. O valor de mercado da Riachuelo é aproximadamente 20% inferior ao da Renner, apesar da empresa reportar números EBITDA e Lucro Líquido muito próximo aos da Renner em termos absolutos. Desde então nos dedicamos a procurar aspectos que justificassem essa distorção por parte do mercado na percepção de valor entre as empresas.

No presente relatório analisamos o que consideramos fontes de ruído que contribuiriam para uma menor disposição do mercado em precificar melhor a empresa e o que consideramos atitudes transformacionais de onde deriva toda nossa expectativa de geração de valor no negócio.

Fontes de Ruído	Atitudes Transformacionais
Estrutura Acionária	Maior Integração na Cadeia
Governança Corporativa	Oportunidades de Crescimento
Ativos Imobiliários Próprios	Operação Financeira

Nos últimos quatro anos a empresa vem passando por transformações importantes que colocam a execução de sua operação integrada entre as melhores do país. Notamos também o rompimento gradual de algumas barreiras culturais muito fortes que se faziam presentes até então, bem como a implementação de mudanças relevantes na forma de conduzir o negócio. Tais iniciativas, com o tempo, deverão gerar bastante valor aos seus acionistas.

Apesar de ainda sutis aos olhos de um mercado carregado de pré conceitos, essas iniciativas que destacaremos a seguir colocam a empresa em condições de melhorar substancialmente sua competitividade e sua rentabilidade, além de também possibilitar a recente aceleração da expansão da área de vendas.

Nossos clientes de longa data e mais próximos sabem da importância que damos a aspectos qualitativos das empresas por entendemos que, no longo prazo, impactam substancialmente o lado quantitativo do investimento. A seguir, vamos destacar uma série de aspectos qualitativos deste investimento, sem deixar de mencionar alguns aspectos quantitativos, que nos levam a conclusão de que estamos diante de um bom investimento.

### Governança e Estrutura Acionária

Esta questão, juntamente com a baixa liquidez, é o ponto de maior ruído no mercado, tendo em vista que há ainda muito o que avançar em matéria de governança corporativa. A empresa está listada em duas classes de ações (ON/PN) numa proporção de 50% para cada uma das classes e o controle é exercido pelo Sr. Nevaldo Rocha, fundador da empresa, juntamente com seus três filhos. Vale mencionar que a empresa não está listada em nenhum segmento específico de Governança Corporativa da BM&F Bovespa.



Nosso investimento se concentra todo nas ações PN apesar destas não garantirem direito a voto ressalvadas as hipóteses previstas em lei. Entendemos que as ações ON não merecem todo o prêmio de valor atribuído pelo mercado em relação às ações PN, tendo em vista que os atuais controladores possuem mais ações PN (82,75% do total em circulação) do que ações ON (75,78% do total em circulação), o que reduz as chances dos minoritários da PN serem prejudicados por alguma medida do controlador, além destas garantirem dividendos 10% superiores aos atribuídos a cada ação ordinária.

A empresa possui um Conselho Administrativo formado por apenas três membros, todos da família controladora, deixando claro que se trata de uma empresa com “dono”. Esse tipo de estrutura, apesar de impossibilitar a interferência direta de terceiros (leia-se minoritários) na condução do negócio, de certa forma, pode ajudar a evitar excessos por parte de diretores. Além disso, a empresa possui um Conselho Fiscal com 3 membros e, neste caso, a participação de terceiros independentes.

No que diz respeito ao tema, a experiência nos mostrou que a governança se constrói por meio de atitudes e nem sempre investimentos listados em segmentos de alto nível de governança estão imunes à criatividade de controladores e bancos de investimento mal intencionados. Neste sentido é nobre destacar que o Sr. Nevaldo e mais um dos filhos tem um mútuo com a empresa no valor de R\$ 55 milhões pelo qual recebem 99% do CDI, mesmo sem a empresa necessitar. Este mútuo corresponde a dividendos distribuídos por direito a estes acionistas, mas que, na visão do Sr. Nevaldo, não deveriam estar investidos em outro local que não na própria empresa. Mantemos uma relação estreita com a empresa, realizando reuniões freqüentes com o *management* das mais diversas áreas.

### **Ativos Imobiliários Próprios**

As operações de varejo, sobretudo as de capital aberto, são caracterizadas por serem *asset light*. Isso significa que, por princípio, imobilizam o mínimo possível de capital em imóveis próprios de lojas de modo a liberar recursos que serão reinvestidos na própria operação ou devolvidos aos acionistas sob a forma de dividendos ou outro mecanismo qualquer. De maneira geral, o mercado parece premiar esse modelo por oferecer taxas de retorno sobre o capital investido (ROIC) mais altas, afinal, é mais fácil lidar com os “padrões” do que realizar uma análise racional e detalhada do investimentos.

Ao longo de sua história, a Riachuelo optou por um modelo misto que combina imóveis alugados e um portfólio representativo de lojas em imóveis próprios. Essas lojas próprias possuem 117,6 mil m<sup>2</sup> de área de vendas (35% do total da empresa) e possuem uma receita líquida estimada para 2011 ao redor de R\$ 1 bilhão. Esse percentual de área de vendas própria deve continuar caindo ano após ano, tendo em vista que a empresa nos últimos anos revisou sua estratégia e não mais investe em imóveis próprios para lojas. Isso significa dizer que o ROIC marginal dos investimentos realizados nos últimos anos, com o caixa gerado na empresa, é muito superior ao ROIC consolidado e em linha com outros concorrentes locais.

Como a Riachuelo não paga o aluguel sobre esses imóveis, decidimos por não ajustar o potencial valor de mercado desses imóveis ao valor de mercado da empresa, tendo em vista que não fizemos também esse ajuste no EBITDA.

Mas a distorção de valor em relação aos pares locais se torna mais evidente quando estimamos o valor de mercado potencial para o Midway Mall, do qual a Riachuelo é detentora de 100%. O Shopping tem área construída de 231.000 m<sup>2</sup> dividida em 3 pavimentos e uma Área Bruta Locável de 65,7 mil m<sup>2</sup> e o investimento total na construção e terreno foi da ordem de R\$ 265 milhões. Suas atividades iniciaram-se em abril de 2005 e atualmente conta com 287 empreendimentos assim distribuídos: 226 lojas satélites, 13 lojas âncoras, 36 *fast food*, 4 restaurantes, 7 salas de cinema e um teatro.



### Shopping Midway Mall



Fonte: Empresa

A correta avaliação do ativo seria possível aplicando uma taxa (*cap rate*) de 9% sobre o NOI (*Net Operating Income*) da operação. Como a Riachuelo não divulga o NOI do Midway Mall decidimos utilizar de forma conservadora o EBITDA reportado, que é impactado por despesas de G&A, diferentemente do NOI.

Se analisarmos o *cap rate* pago nas aquisições recentes de um dos principais consolidados do setor, a BRMalls, notamos uma média entre 9% e 9,5%, conforme tabela abaixo. Num ativo como o Midway esses consolidadores poderiam até pagar um *cap rate* melhor (menor) dada a capacidade de alavancar as vendas com simples iniciativas como, por exemplo, a cobrança de estacionamento hoje gratuito, realocação do *call center* da Riachuelo que fica no próprio prédio, entre outras iniciativas.

Midway Mall ( R\$ Milhões)	2009	2010	2011E
Receita Líquida	32,5	35,6	40,3
EBITDA	32,5	31,3	35,3
Lucro Líquido	18,4	18,0	20,0

Fonte: Empresa

BRMalls	2007	2008	2009	2010	2011	Média Pond.
Cap Rate (Entrada)	9,0%	8,5%	11,6%	9,9%	9,4%	9,5%
Valor de Transações (R\$ MM)	1.507	366	232	1.301	905	4.311

Fonte: BRMalls

Cap Rate Midway	9%
NOI Midway	35,3
Valor de Mercado	392,4

Outra fórmula de calcular o valor potencial do Midway Mall é analisar o múltiplo de Preço / FFO, sendo que FFO corresponde ao lucro líquido da operação somado a depreciação. A tabela abaixo considera os múltiplos atuais das empresas de capital aberto. Na tabela seguinte, calcularmos o valor de mercado do Midway aplicando um desconto de 25% para o múltiplo médio de negociação do setor no Ibovespa.

Empresa	Multipan	BRMalls	Iguatemi	Aliance	Média
P/FFO 2010A	28,4x	15,1x	17,0x	30,8x	22,8x
P/FFO 2011E	22,2x	19,2x	17,6x	20,4x	19,9x
Yield Implícito	4,5%	5,2%	5,7%	4,9%	5,1%

Fonte: Credit Suisse, 1 de Nov. de 2011.



Análise Midway ( c/ 25% de desconto)	Múltiplo	Valor
P/FFO 2010A	17,1x	458,1
Yield Implícito	5,8%	
P/FFO 2011E	14,9x	437,7
Yield Implícito	6,7%	

Analisando os números reportados pelo Midway Mall em 2009 e 2010, comparando aos múltiplos verificados nas últimas aquisições do setor e ao valor de mercado apurado pela empresa e auditado pela Deloitte, estimamos o valor justo do shopping como sendo aproximadamente R\$ 450 milhões.

Considerando que hoje o mercado não reconhece devidamente o valor desses ativos no valor de mercado da empresa, a propriedade desses ativos comerciais pode ser interessante sob dois aspectos: i) um *hedge* num cenário inflacionário ou num cenário de redução na taxa real de juros e, o mais relevante no nosso ponto de vista, ii) oferecem algum conforto contra perdas patrimoniais neste tipo de negócio que está cada vez mais exposto a operações financeiras e a recebíveis de cartão de crédito próprios e, portanto, sujeitos a perdas futuras.

Reconhecemos que essa imobilização de capital, no entanto, é um dos pontos de ruído no mercado, sobretudo a propriedade do shopping que é considerado um investimento que foge à atividade principal da empresa. Ao invés de absorvermos esse pré-conceito, optamos por visitar a operação do shopping para constataremos que o mercado de fato não paga por este ativo.

### Integração da Cadeia

Os benefícios de uma operação integrada entre indústria e varejo foram consagrados por grandes empresas globais como Inditex (dona da operação de lojas da marca Zara) e H&M. Atualmente, 100% dos produtos da Guararapes são destinados a Riachuelo e isso corresponde a aproximadamente 50% das vendas totais da Riachuelo. Excluindo o segmento de cama mesa e banho que corresponde a aproximadamente 10% da Receita Líquida, esse índice sobe para 56% aproximadamente.

O modelo de produção evoluiu bastante nos últimos anos. Com investimentos e readequação de processos a empresa está próxima de atingir o completo domínio do modelo integrado, sendo capaz de gerar respostas mais rápidas a área de vendas.

Enquanto no modelo anterior a indústria empurrava produtos ao varejo, mantendo a plena utilização da sua capacidade dividida em grandes linhas de produção, no modelo atual as grandes linhas foram substituídas por células de produção capazes de responderem com maior flexibilidade a demanda gerada nas lojas. No novo modelo, a produção passou a ser puxada pelo comportamento das vendas. Em outras palavras, o varejo deixou de trabalhar para a fábrica e a fábrica passou a trabalhar para o varejo.

É importante mencionar que todos os elos da cadeia devem estar bem alinhados, ou seja, a operação industrial precisa estar bem alinhada com a operação de logística e distribuição, que precisa também estar em sintonia com a operação de loja. A flexibilidade na produção de nada adiantará se a empresa não tiver o completo domínio da operação logística a ponto de atender com agilidade as necessidades de movimentação de produtos da Riachuelo. Neste sentido, foram concluídos no ano de 2010 os investimentos na automação dos três centros de distribuição (CD) da empresa, que passaram a trabalhar com um estoque comum para as lojas atendidas, em substituição a um estoque de reserva que cada loja possuía. A consequência é o aumento da disponibilidade de produtos e a melhoria substancial da capacidade de expedição. Essa velocidade é fundamental nas operações de varejo chamadas *fast fashion* em que pequenas apostas de produtos bem sucedidas precisam de rápida reposição nas lojas.

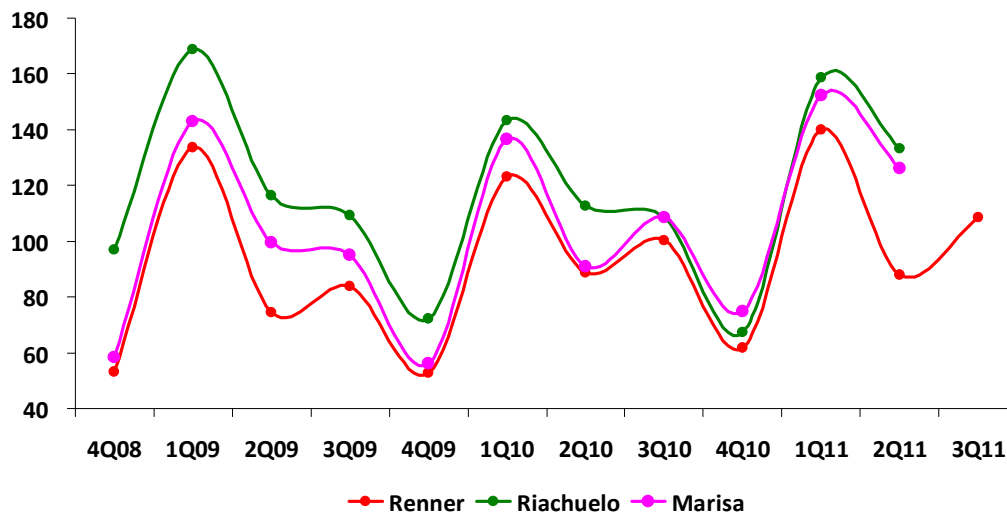
Quanto aos impactos das iniciativas descritas acima, devemos esperar uma melhor distribuição dos estoques na cadeia com transferência dos estoques das lojas para os centros de distribuição. A vantagem de concentrar estoques nos CD's está na capacidade de responder melhor e com mais flexibilidade ao desempenho das vendas. Mas isso implica uma



melhor capacidade de expedição e logística, caso contrário há um risco de faltar produto na loja e custo da venda perdida é muito superior ao custo de carregamento do estoque. A total automação dos três Centros de Distribuição foi finalizada em 2010.

Devemos também registrar nos próximos anos a redução gradual dos estoques consolidados, isso poderá ser notado com a redução dos prazos médios de estoques de produto acabado. O gráfico a seguir compara o desempenho da Riachuelo com outros *peers* locais que não operam no modelo integrado, reforçando que há espaço para buscar melhorias.

Dias de Estoque de Produtos Acabados (em dias de CPV de Mercadorias)



Fonte: Riachuelo, Marisa, Renner e Perfin

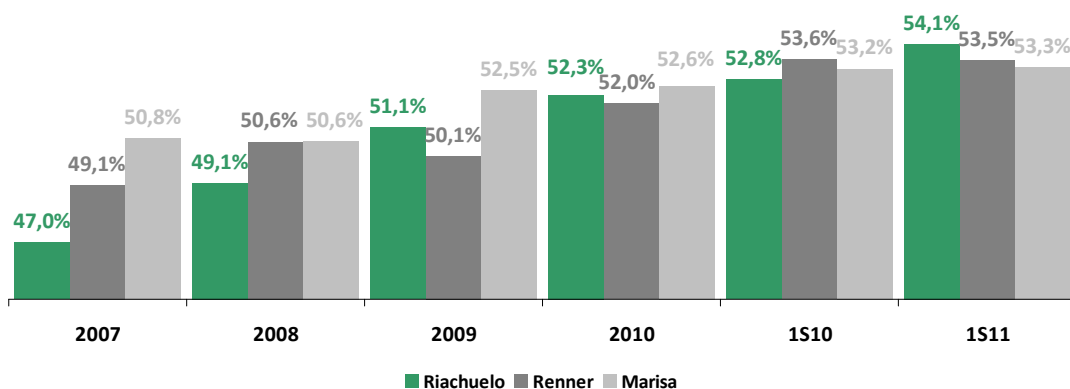
Outra contribuição importante da maior agilidade e flexibilidade na produção e movimentação de produtos na cadeia está na melhoria da assertividade e possibilidade de sucesso das coleções, a medida que possibilita responder e abastecer as lojas de forma mais rápida com produtos *best sellers*.

Um dos grandes vilões do varejo são as demarcações, que significam a redução nos preços (*mark ups*), muito comuns em períodos de liquidação, realizados para estimular a venda e reduzir os estoques, abrindo espaço para a entrada da nova coleção. Roupas com o alto componente de moda têm prazo de validade muito curto nas lojas, erros de coleção podem comprometer a venda e forçar grandes demarcações, a consequência final é a redução substancial da rentabilidade do negócio. As liquidações são sadias e um “mal necessário”, mas o volume de sobras de mercadorias que serão demarcadas e submetidas para liquidações é ponto de atenção. Ao melhorar o índice de acertos na coleção, em função de permitir respostas mais rápidas ao desempenho de vendas, o modelo integrado ajuda no controle das sobras e, por consequência, nas demarcações.

É possível notar os resultados das questões acima na margem bruta da operação. Como podemos notar, essa métrica na Riachuelo registrou evolução ano contra ano e hoje atinge patamares superiores ao de outras empresas com capital aberto.



### Margem Bruta na Venda de Mercadorias



Fonte: Renner, Marisa, Riachuelo e Perfin

Vale destacar, no entanto, que enquanto na Riachuelo o incremento de margem se deu muito mais como consequência dos esforços de integração, enquanto nas outras empresas uma parte considerável da evolução também registrada teve como componente principal um volume maior de importados no mix.

Essa iniciativa de compor o mix de venda com um volume maior de produtos importados passou a fazer parte da agenda da Riachuelo no ano de 2011 somente, quando a empresa decidiu abrir um escritório de prospecção próprio em Xangai. Portanto, à partir deste ano e de forma mais intensa em 2012 a empresa passa a se beneficiar do incremento de margem bruta derivado dessa iniciativa. Em 2010, por exemplo, o percentual de importados na receita correspondia a aproximadamente 9% e espera-se que atinja algo próximo a 20% ao final de 2012. A estratégia consiste em importar produtos básicos mitigando o risco de coleção e manufaturar ou comprar de terceiros os produtos de moda, a gestão do *sourcing* é fonte importante de geração de valor.

Todas essas modificações em busca de uma operação integrada melhor estruturada foram finalizadas entre os anos de 2009 e 2010, portanto, a empresa ainda atravessa sua fase de aprendizado e com a maturação desses investimentos nos próximos anos os benefícios deverão aparecer de forma ainda mais evidente nos resultados.

O mais interessante é que, ao conversar com outros *peers* do segmento e até mesmo com prestadores de serviços, vemos que a Riachuelo é pioneira nas iniciativas apresentadas acima, trabalhando desde 2008 para que fosse possível atingir o completo domínio das operações, enquanto alguns *peers*, inclusive de capital aberto, sinalizam agora a implementação de iniciativas similares.

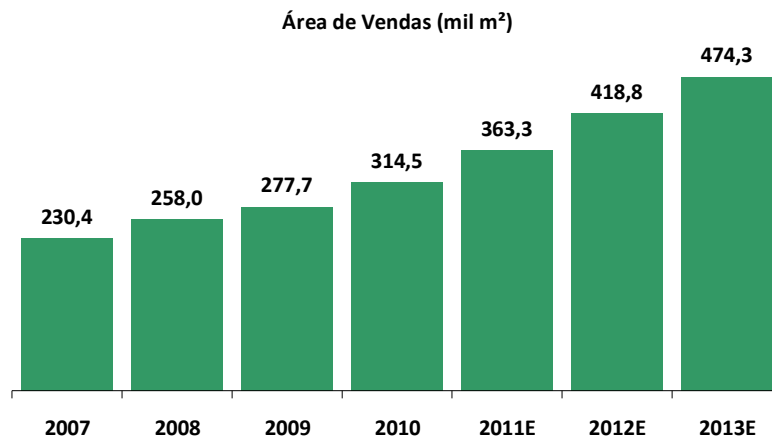
A última etapa de todo esse projeto corresponde a implementação de um sistema responsável por monitorar os estoques por SKU (unidade de estoque) nas lojas e “puxar” produtos do centro de distribuição e fábrica. Ao final do processo, estimado para o primeiro trimestre de 2012, a empresa será capaz de monitorar a velocidade de venda dos produtos por SKU, detectar aqueles considerados campeões e reagir imediatamente aumentando o estoque destes produtos na retaguarda, ao mesmo tempo em que promove substituições daqueles com baixa performance.

Mas toda a implantação destas mudanças não vem sendo fácil e num primeiro momento, como todo período de readequação e de investimentos em operação, traz impactos pontuais em um trimestre ou outro. No entanto, entendemos que a empresa está cada vez adiantada no domínio da cadeia e parte dos resultados já se fazem presentes, apesar de ainda haver espaço para evoluir.



## Oportunidades de Crescimento e Área de Vendas

Outro aspecto que reforça nosso argumento de mudança de postura da empresa diz respeito a estratégia de crescimento. Como comentado anteriormente, desde 2008 a empresa vem investindo na integração das operações e, durante este período, optou por adotar uma política de crescimento menos agressiva quando comparada a outras empresas do segmento e focar no projeto de integração. No entanto, diante dos resultados e dos avanços observados no modelo integrado, o *management* entendeu que era hora de voltar a pisar no acelerador. Em função disto, anunciou sua expectativa de aumentar em aproximadamente 45% sua área de vendas atual (considerando o número do 2º trimestre de 2011) até o final de 2013, mesmo assumindo conservadoramente que o *management* será capaz de entregar apenas 75% do *guidance* anunciado de inaugurações previstas.



Fonte: Riachuelo e Perfin

As vendas no varejo, nas palavras do próprio CEO da empresa Flávio Rocha, são resultado de encontros bem sucedidos entre cliente e produto. A operação mais integrada vem permitindo a Riachuelo trabalhar com uma maior variedade e menor profundidade de produtos na loja. Esta questão, aliado ao investimento em visual *merchandising*, tem melhorado substancialmente a experiência de compra do consumidor, o que se traduz em uma maior e melhor exposição de produtos por metro quadrado de loja. A consequência é o aumento do número de encontros, o que aumenta a possibilidade de sucesso e, portanto, de se realizar a venda. Claro que isso parte do pressuposto que o produto exposto tem reconhecida qualidade, como é o caso da Riachuelo.

De acordo com a empresa, ainda há potencial para promover abertura de lojas no modelo tradicional, com 2.400 m<sup>2</sup> de área de vendas, e o plano anunciado pelo *management* de abrir entre 60 e 80 lojas nos próximos dois anos dará prioridade a esse modelo. De qualquer forma, a empresa coloca em operação a partir de 2012 a Riachuelo Mulher, um projeto de lojas com menor área de vendas (aproximadamente 1.400 m<sup>2</sup>) e dedicado ao público feminino, muito similar as iniciativas em curso da Renner e da Marisa. Por questões estratégicas, a empresa ainda não divulgou detalhes dos *economics* deste formato, mas garante que irá proporcionar retornos sobre o capital investido superiores aos observados no modelo tradicional. Além disso, a menor metragem permite acessar regiões que antes eram inviáveis a operação de uma loja tradicional com 2.400 m<sup>2</sup>.

Além disso, existem outras frentes de crescimento a serem exploradas e uma delas, discutida internamente, consiste em explorar melhor a força da marca Pool por meio de uma operação de loja própria da marca. Mas esta iniciativa, diferentemente do Riachuelo Mulher que já está em implementação, ainda é um projeto em estudo que poderá se tornar realidade nos próximos anos.

A disposição em buscar um crescimento mais agressivo levou a empresa a romper outra barreira cultural bastante forte, a captação de recursos de terceiros para financiar o plano de abertura de lojas. A estrutura de capital melhorou substancialmente e, graças a importância do grupo na cadeia têxtil do país, foi possível obter quase a totalidade dos recursos junto ao BNDES em condições, prazos e taxas altamente atrativas. A liberação da linha foi estabelecida em R\$ 450 milhões com juros de TJLP mais spread de 0% a 3,7%.



É importante destacar que o varejo têxtil como segmento, ainda oferece um potencial importante de consolidação, tendo em vista que os cinco maiores players na ordem: C&A, Renner, Riachuelo, Pernambucanas e Marisa possuem apenas 16% do mercado FORMAL e as estimativas apontam ainda para um mercado informal da ordem de 40%.

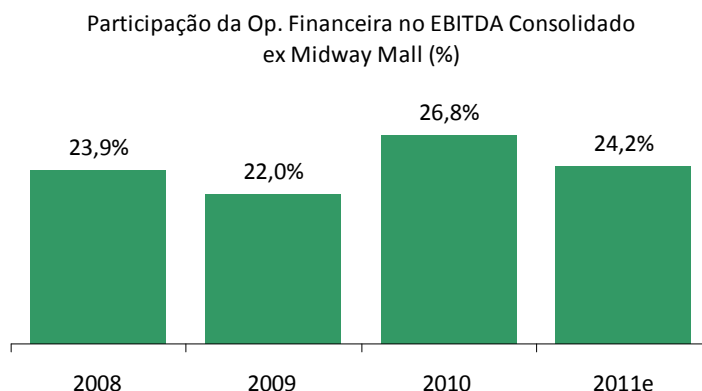
### Midway Financeira

A operação de varejo de lojas de departamento como a Riachuelo, Renner, C&A, entre outras é altamente dependente da venda a crédito. Para melhor estruturar o negócio, o grupo criou a Midway Financeira em Janeiro de 2008, dando início as suas operações em julho deste mesmo ano.

Historicamente as opções de parcelamento oferecidas ao cliente na compra de produtos da Riachuelo são basicamente duas: i) em até cinco vezes sem juros e sem entrada ou ii) em 8 vezes sem entrada com juros. Essas opções de financiamento são oferecidas por meio do Cartão Riachuelo, seja marca própria (*private label*) seja embandeirado (Visa ou Mastercard). Além disso, a empresa também oferece um amplo leque de produtos e serviços financeiros, dentro os quais:

- Crédito Pessoal
- Saque Fácil
- Seguro Desemprego
- Assistência Odontológica
- Assistência 24h veículo
- Assistência 24h residência
- Proteção Perda e Roubo
- Seguro Residencial

Uma parcela considerável do resultado dessas empresas deriva da operação financeira. O gráfico abaixo apresenta, em termos percentuais, a participação do resultado da Midway Financeira no EBITDA consolidado da Riachuelo, desconsiderando o EBITDA do shopping center.



Fonte: Riachuelo e Perfin

Essa representatividade pode aumentar relativamente, tendo em vista a substituição do modelo de cartões embandeirados para cartões com bandeira (visa / mastercard) no longo prazo.

Trata-se de uma operação bastante rentável e que nos últimos anos foi bastante assediada por instituições financeiras interessadas em obter uma participação no negócio. É possível destacar inúmeros exemplos de parcerias envolvendo bancos e varejistas. O Itaú, por exemplo, possui parcerias com Pão de Açúcar, Marisa, Magazine Luiza, entre outras. Uma das transações de maior destaque neste sentido envolveu a compra do Banco IBI, controlado da rede varejista C&A, pelo Bradesco em Junho de 2009. Por não conhecermos detalhes dessas operações, é difícil mapear com exatidão os múltiplos de aquisição, no entanto, abaixo destacamos um resumo das principais transações dos últimos anos:



**Outubro de 2008:** Marisa e Itaú firmam um acordo comercial pelo prazo de 10 anos para a criação de um novo cartão de crédito (co-branded).

Investimento do Itaú: R\$ 120 milhões.  
Participação Itaú: 50%

**Junho de 2009:** Bradesco adquire 100% do Banco Ibi (C&A)

Investimento do Bradesco: R\$ 1,4 bilhão

**Agosto de 2009:** O Grupo Pão de Açúcar e o Itaú revisaram o acordo de associação da FIC de forma a excluir a obrigação de exclusividade do Itaú, tendo em vista que por ocasião da fusão o Itaú passou a ser parceiro na operação financeira do Walmart, herdada do Unibanco. Além disso, o acordo previa a renovação da parceria com o Ponto Frio, que venceria em 2011, além de contemplar a extensão do prazo da associação mais 5 anos, até 2029.

Investimento do Itaú: R\$ 600 milhões  
Participação: 50%

**Novembro de 2009:** O Magazine Luiza e o Itaú celebraram um acordo de associação, por meio da Luizacred, para comercialização de produtos e serviços financeiros com exclusividade até 2029.

Investimento Itaú: R\$ 250 milhões.  
Participação: 50%

**Dezembro de 2010:** As Lojas Maia (controlada pelo Magazine Luiza) e o Itaú celebraram um acordo de associação, por meio da Luizacred, para comercialização de produtos e serviços financeiros com exclusividade até 2029.

Investimento Itaú: R\$ 160 milhões.  
Participação do Itaú: 50%

A tabela a seguir destaca o *valuation* implícito de algumas das transações e destaca alguns múltiplos calculados com base nos balanços do trimestre imediatamente anterior ao anúncio. Vale mencionar que a situação do Banco Ibi era delicada na ocasião da operação, tendo em vista a má gestão e a imprudência na concessão de crédito, o que inclusive foi um dos motivadores da transação. Isso reduz significativamente o poder de barganha do vendedor e, por consequência, os múltiplos justos da operação.

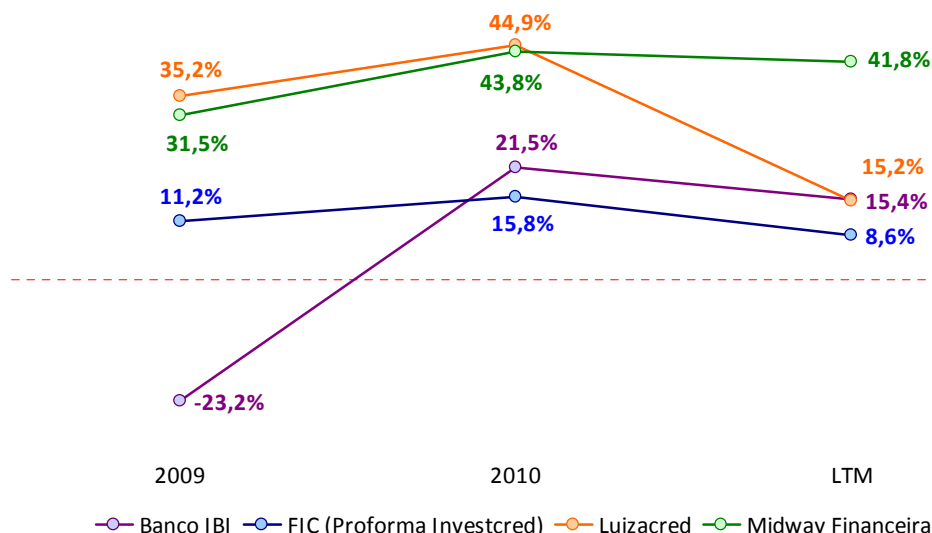
R\$ Milhões							
Financeira	Valor Implícito	Patrimônio Líq.	Carteira Bruta	Carteira Líquida	Ativo Total	Lucro Líquido 2008	Lucro Líquido 2009
Banco IBI	1.368,0	862,7	4.108,0	3.109,1	4.408,7	58,6	N/A
FIC (Proforma Globex)	1.200,0	406,7	3.905,8	3.013,9	2.681,2	45,1	86,0
Luizacred	500,0	69,3	1.478,0	1.225,0	1.357,6	-46,7	29,4

Financeira	Preço / PL	Preço / Carteira Líquida	Preço / Carteira Bruta	Preço / Ativo	Preço / Lucro 2008	Preço / Lucro 2009
Banco IBI	1,39x	0,44x	0,33x	0,31x	23,35x	N/A
FIC (Proforma Globex)	2,95x	0,40x	0,31x	0,45x	26,63x	13,96x
Luizacred	7,22x	0,41x	0,34x	0,37x	N/A	17,03x
<b>Média</b>	<b>3,85x</b>	<b>0,42x</b>	<b>0,33x</b>	<b>0,38x</b>	<b>24,99x</b>	<b>15,49x</b>

Fonte: BCB e Estimativas Perfin



A tabela abaixo apresenta as rentabilidades, na forma de Retorno sobre o Patrimônio (ROE), de cada uma das operações destacadas acima, como podemos observar a rentabilidade da Midway Financeira está entre as maiores, além de registrar a menor volatilidade de resultados no período.



Fonte: BCB e Perfin

Apesar da pequena amostra de transações, consideramos os múltiplos associados a rentabilidade (Preço / Patrimônio Líquido e Preço / Lucro Líquido), que em nossa opinião traduzem melhor o valor do negócio, para estimar o valor da Midway Financeira. Para o cálculo do P/PL desconsideramos o valor pago no Banco IBI tendo em vista que o patrimônio do Banco Ibi, na ocasião da transação, não refletia as perdas esperadas na carteira de recebíveis. Essa questão fica clara quando analisamos o balanço de 2009, pós *deal*, e observamos uma despesa de provisão para perdas de crédito de R\$ 1,2 bilhões, correspondente a 63% das receitas de intermediação financeira.

Midway Financeira	R\$ milhões	Múltiplo	Valor Imp.
Lucro Líquido 2011	103,6	15,5x	1.605,2
P/BV	256,3	5,1x	1.303,2
<b>Média</b>			<b>1.454,0</b>

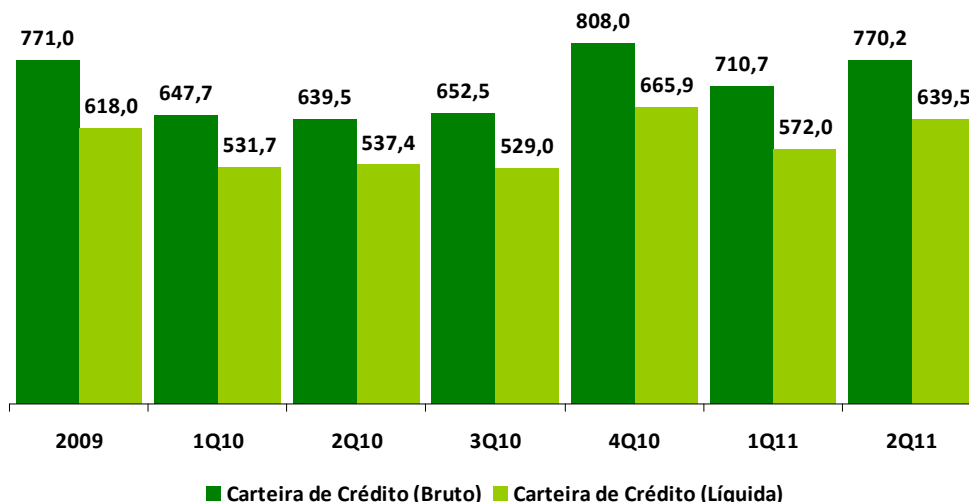
Fonte: Perfin

A tabela acima nos faz acreditar numa expectativa de valor superior a R\$ 1,3 bilhão para a operação financeira da Midway. Um dos maiores ativos que estas operações possuem e que atrai o interesse dos bancos é justamente a quantidade de clientes que não possuem conta em banco, mas que possuem o cartão da varejista.

Vale mencionar que recentemente estivemos reunidos com os diretores da operação financeira e ficamos impressionados com *know how* na gestão de crédito ao consumo, adquiridos ao longo de mais de 10 anos a frente da operação. Nos últimos anos a empresa fez investimentos importantes nos sistemas de Credit Score, Collection Score e Behaviour Score, responsáveis por analisar o comportamento do cliente, a possibilidade deste se tornar inadimplente e parametrizar modelos de cobrança, em paralelo aperfeiçoaram a régua de cobrança. Isso trouxe mais eficiência na concessão de crédito com redução substancial no índice de recusa, ao mesmo tempo em que era possível reduzir o índice de inadimplência.



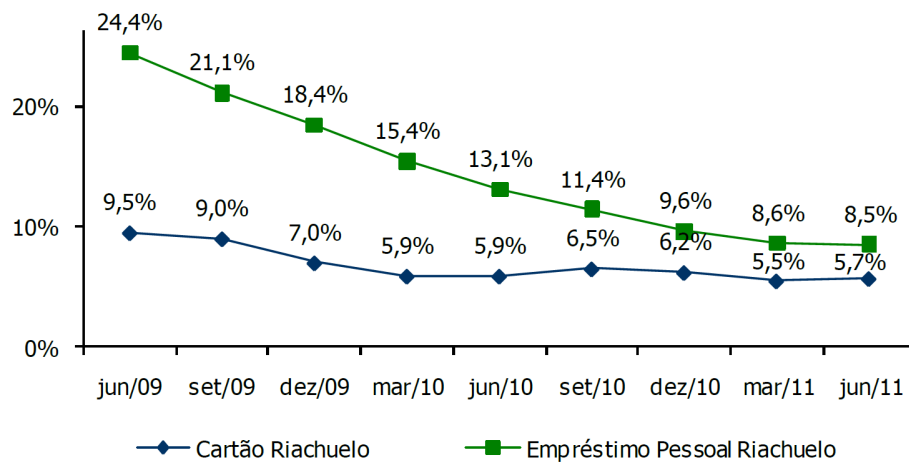
Carteira de Crédito Midway Financeira - R\$ MM



Fonte: Riachuelo e Perfin

Todo o software de gestão e administração do cartão foi desenvolvido pela própria Riachuelo e já possui mais de 24 anos de uso, sendo aperfeiçoado e revisado constantemente. Vale mencionar que na ocasião do lançamento do cartão embandeirado, a própria Midway contratou duas consultorias para analisarem esse software e compará-lo a outros existentes no mercado. A conclusão foi a de que o produto próprio era, de fato, muito bom e que pequenos ajustes seriam necessários para rodar a operação do cartão embandeirado.

Nível de Perda das Operações de Empréstimo Pessoal e Cartão Riachuelo



Fonte: Riachuelo



## Conclusão

Entendemos que o investimento na Riachuelo possibilita estar exposto ao potencial de crescimento do segmento de varejo têxtil a múltiplos muito inferiores aos negociados por empresas do mesmo segmento listadas, como Renner e Marisa. Se ajustarmos o valor dos ativos não *core* essa atratividade fica ainda maior. Mas ao mesmo tempo reconhecemos que tais ativos pode ser uma importante proteção ao Patrimônio num cenário de *stress* com eventuais perdas na operação de varejo.

Apesar de não termos sinalização alguma por parte do atual controlador de modificações na estrutura acionária ou evoluções nas questões de governança, entendemos que essa será a evolução natural do negócio a medida que novas gerações assumam as rédeas da operação.

Também não temos qualquer expectativa em relação a venda de ativos como o shopping center, fábricas sob o regime de *sale lease back*, ou até mesmo dos imóveis de loja próprios, mas não podemos fechar os olhos ao valor de mercado desses ativos.

O que, em primeiro lugar, nos motiva investir é o potencial valor existente apenas no fluxo de caixa futuro da operação consolidada, considerando todo o potencial de crescimento da operação de varejo destacado anteriormente. Ou seja, pela metodologia de desconto de fluxo de caixa, o investimento é atrativo por si só, enquanto todos os ativos embaixo do grupo só trazem a percepção da realização de um negócio ainda melhor.