

Varejo de vestuário – um negócio em completa transformação

A primeira pergunta que nos fazemos, dado o crescimento do comércio online e as rápidas mudanças de hábitos de consumo, influenciados pelas redes sociais e o fácil acesso à informação, é se o modelo de Marisa, e até mesmo de outras varejistas mais tradicionais, continua viável. Para isso é inevitável tentar entender dois dos principais fenômenos, e talvez principais riscos, que tem transformado o varejo, no Brasil e no mundo, na última década.

O fim do modelo de oferta e o crescimento do Fast Fashion

Já não se faz varejo como antigamente. O modelo tradicional, onde as varejistas desenvolviam suas coleções com base no que achavam que os consumidores desejavam através de pesquisas e experiência própria, está passando por uma grande mudança. Neste antigo modelo, as marcas enviavam às suas lojas araras-padrão, com muita pouca assertividade. Muitas vezes este exercício de adivinhação resultava em altos estoques e promoções. Produtos que vendiam bem geralmente ficavam sem estoque, outros com baixa saída ficavam encalhados. De fato, era um modelo quase que de uma via da companhia para com o consumidor.

Este modelo começou a mudar com a internet. Primeiro, o rápido crescimento da base de pessoas conectadas online, transformou uma experiência de compra, que era basicamente local, para algo global.

Depois, veio a adoção do mobile (celulares com acesso a internet) e a explosão no uso de redes sociais, como o Instagram, hoje talvez a principal ferramenta de descoberta de tendências de moda. Os consumidores, cada vez mais conectados, deixaram de ver somente o que estava nas araras. Nas palavras do CFO da Renner:

“A rua ficou muito importante. Os clientes vêem uma cantora famosa, uma atriz com um look diferente e vão para a loja buscar esse look, essa peça. Aprendemos a reagir de forma rápida, e isso é uma mudança estrutural na companhia. Este é o novo varejo.”

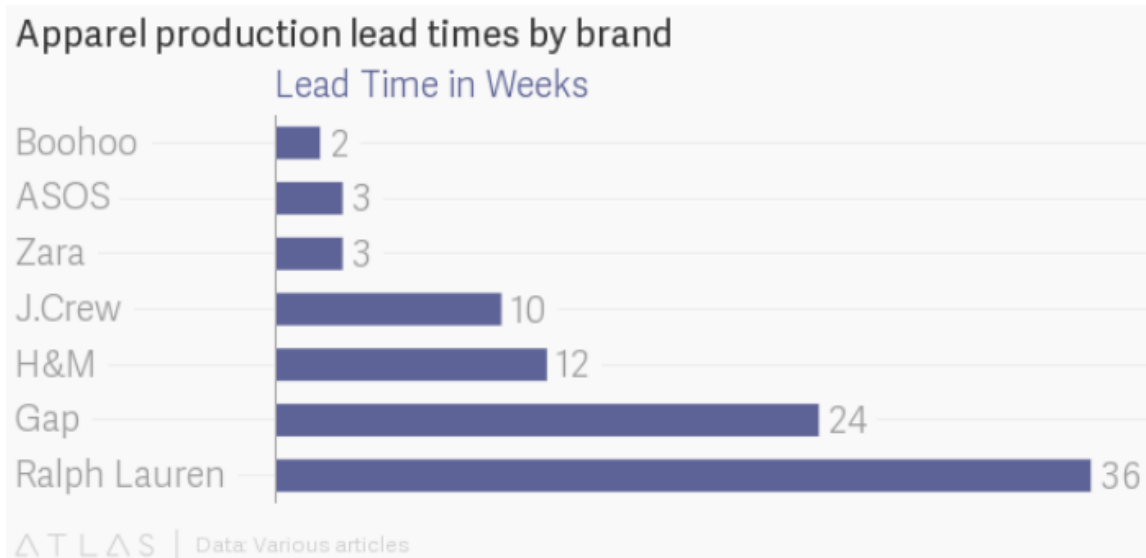
As redes passaram a ter que entender cada vez melhor dos desejos de seus clientes e responder cada vez mais rápido aos impulsos e tendências de consumo. Efetivamente, o modelo de negócio do varejo foi mudando da oferta (o que as marcas desenvolvem) para a demanda (o que os consumidores querem). O equilíbrio de força passou a ficar em favor dos consumidores. Conseqüentemente, as marcas começaram a redesenhar seus processos de desenvolvimento de coleções e cadeia de suprimentos para uma nova realidade.

A espanhola Zara e a sueca H&M talvez sejam os casos mais bem sucedidos de companhias que exploram, ao máximo, este novo conceito. A ‘moda rápida’ baseia-se em oferecer as últimas tendências da moda, de maneira constante a preços acessíveis. Redes baseadas no conceito de *fast fashion* chegam a fazer 20 coleções menores ao longo do ano, com produção e lançamento de novas peças quase que continua.

Neste modelo, o *feedback* dos clientes é constante. Muitos itens também são testados nas lojas antes de entrar em produção de larga escala. Na prática, itens são produzidos em menor quantidade para testar a demanda e, somente se o item for bem sucedido, maiores quantidades serão produzidas. Além disso, a informação de itens que estão vendendo bem é repassada à distribuição para repor os estoques (sistema *push-pull*). Este sistema cria um melhor equilíbrio entre estoques e a demanda com objetivo de vender

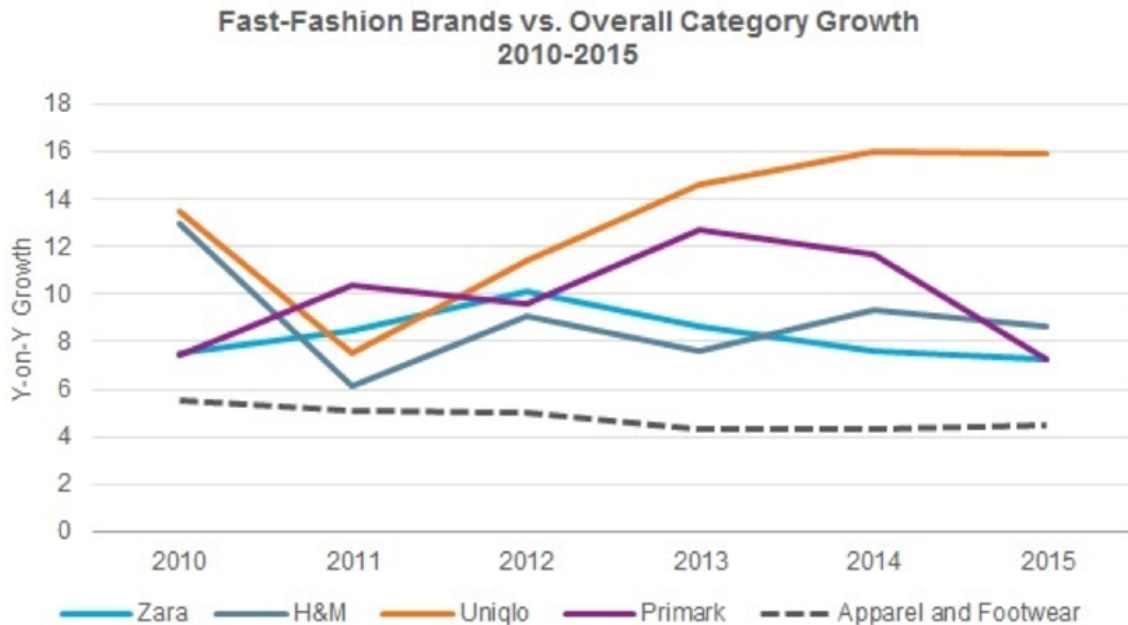
peças a preço cheio e menor descontos. No Brasil, a Renner tem implementado este modelo gradualmente com bastante sucesso.

O *lead time*, tempo entre o desenvolvimento de uma coleção até sua entrega, despencou para poucas semanas no caso de algumas marcas. A Zara, por exemplo, desenvolve novos itens e consegue entregá-los nas suas lojas em apenas duas a três semanas.



As redes de vestuário tradicionais, por outro lado, fazem de quatro a seis coleções por ano. O tempo médio entre desenvolvimento de uma coleção até a mesma chegar às prateleiras é de nove a doze meses. As companhias só sabem se vão ter ‘acertado a mão’ uma vez que a coleção chegue às lojas. O tempo de *feedback* dos clientes dura todo este ciclo, e se repete em toda temporada.

Marcas globais de *fast fashion* têm crescido a taxas bem superiores que varejistas tradicionais e devem continuar ganhando participação de mercado no segmento de vestuário pelos próximos anos. Este crescimento de *market share* tem sido à custa de marcas tradicionais como GAP, Abercrombie, J Crew, American Eagle, Esprit, Marks & Spencer etc.



Surgimento de novos modelos de negócio e competidores

Além de influenciar e mudar os hábitos de consumos, a internet também permitiu à ascensão de uma série de novos modelos de negócio, alguns exclusivamente baseados em *ecommerce*. Um dos mais interessantes modelos a surgir foi o ‘direto ao consumidor’ (direct to consumer).

A principal premissa desse modelo de negócio é eliminar os intermediários, se relacionando diretamente com seus clientes através da venda online. Através desta venda direta, esses negócios, em teoria, evitam despesas de alugueis de presença física e/ ou de repassar um pedaço de sua margem a redes terceirizadas (como lojas de departamento ou multimarcas), e podem oferecer mais qualidade e serviço a preços mais competitivos. Alguns casos de sucesso nos EUA são a Warby Parker (que vende óculos), Harry’s e Dollar Shave Club (ambas vendem lâminas de barbear). Esta última foi vendida recentemente à Gillette por mais de U\$1 bilhão. Estima-se que existem hoje nos EUA mais de 400 *start-ups* baseadas no modelo DTC que levantaram mais de U\$3 bilhões em capital em risco desde 2012.

Do lado online, os ataques às redes incumbentes vem de todas as formas. Desde sites de terceiros fazendo venda direta de multi-marcas, marcas nativas de internet que vendem direto a seus consumidores (direct to consumer) como Warby Parket e Harry’s nos Estados Unidos, *marketplaces* como Mercado Livre e Ebay com milhares de vendedores ofertando produtos, e as próprias varejistas tanto com lojas físicas e presença online. Um negócio que sempre foi feroz caminha para mais competição ainda. Muitas marcas, entrantes e tradicionais, não sobreviverão.

As redes tradicionais sobreviverão?

Dado esta série de notícias ‘ruins’ para tradicionais varejistas, vale investir em uma delas? Ao contrário da atual percepção, vemos um futuro viável para muitas delas e grandes oportunidades à frente.

Proposição de Valor e Supply Chain > Fast Fashion

Embora várias redes de *fast fashion* tenham tido estrondoso sucesso nos últimos anos este modelo está longe de ser infalível. A própria H&M, segunda maior do mundo após a Zara, tem amargado quedas de vendas e postou queda de 60% no seu lucro operacional no primeiro trimestre de 2018 quando comparado ao mesmo trimestre do ano passado. Outras empresas que tentaram seguir este modelo, como a Nasty Gal nos Estados Unidos, quebraram.

A Foverer 21, marca de moda rápida americana, com 700 lojas espalhadas pelo mundo está gradualmente abandonando o mercado australiano com fechamento de lojas. A competição neste segmento é acirrada, com marcas disputando os mesmos clientes, geralmente um público mais jovem que querem o que tem de mais novo, o que inevitavelmente leva a um jogo de rouba monte.

A Uniqlo, varejista japonesa, que prefere apostar em itens mais básicos, com melhor qualidade a bons preços, sem apostar nas últimas tendências de moda, ao contrário de Zara e H&M, tem crescido mais rápido que estas marcas nos últimos anos.

Por isso, mais importante que atender os últimos anseios da moda, a proposição de valor de uma marca associada a uma cadeia produtiva eficiente e de baixo custo sejam ainda mais importantes.

Neste sentido, a Marisa tem uma proposta de valor muito clara; oferecer uma moda atual e de boa qualidade a preços bastante atrativos às suas consumidoras. Sem público-alvo é a mulher brasileira de 25 a 65 anos, predominantemente de classe C. Ao longo das décadas, a companhia desenvolveu uma grande identificação com os desejos e necessidades dessa mulher e sua marca.

Ao contrário do que se imagina, Zara e Renner não possuem fábricas próprias; suas produções são todas terceirizadas. Acreditamos, então, que um modelo verticalizado (como o de Riachuelo) não traz nenhuma vantagem competitiva. A maior barreira aqui é cultural, uma vez que é uma maneira completamente de se fazer varejo do que se fazia pelos últimos cinquenta anos.

Sem se transformar em uma marca de *fast fashion* acreditamos que a Marisa consegue melhorar processos para redução de seu lead time e adequação da sua cadeia produtiva. Este é um processo que leva tempo e demanda esforços e foco mas não é uma barreira à entrada em si.

Potencial simbiose entre presenças física e online:

O cliente cada vez mais quer procurar, comprar e receber sua mercadoria quando e aonde preferir. Desta maneira, as grandes redes podem alavancar as sinergias entre suas bases de lojas com respectivas operações online. Opções como compra online e coleta na loja (*pick up in store*), enviar da loja (*ship from store*) podem ser grandes propulsores de vendas para os incumbentes já que existe uma crescente aproximação entre os canais de venda para grande parte dos novos consumidores.

Desta forma, redes com capilaridade e que souberem integrar suas operações (física e online) em uma experiência quase única tem uma vantagem sobre modelos puramente online e ou físico. Não por acaso que a própria Amazon, a maior do comércio eletrônico mundial, tem aberto lojas físicas de livros, Amazon Go (mercearia) e adquiriu o ano passado a rede de supermercados Whole Foods por U\$ 12 bilhões. Outras companhias que começaram puramente ‘digitais’, como a Warby Parker, também passaram a abrir lojas próprias.

Dados recentes de varejo nos EUA têm trazido *insights* interessantes sobre esta simbiose entre presença física em um local e vendas online na mesma região. Alguns dados nos EUA apontam que varejistas que abriram lojas físicas viram suas vendas online na região subirem, contra intuitivamente. Alguns casos, começando com Amazon:

So why is Amazon so focused on growing its physical presence?

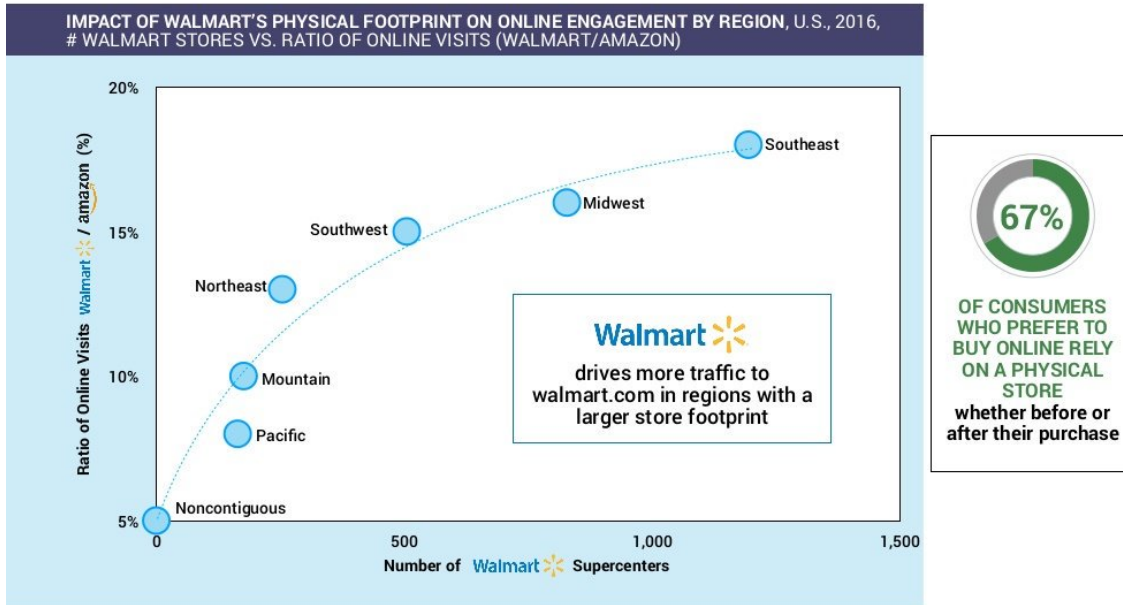
One person familiar with the matter previously told CNBC that Amazon is seeing an uptick in online sales in the regions where it already has a physical outpost. While sales from each bookstore or pop-up store may not be incremental, they are fueling more purchases on the Amazon.com website. In fact, Amazon already sold about \$500,000 worth of Whole Foods branded products online in the first week of making them available, [according to Bloomberg](#).

No caso da American Eagle, 70% das vendas online acontecem aonde a marca possui alguma loja:

And just on Jen's point as far as store and market focus, Jen and the team are very focused on expanding within markets, really leveraging the existing presence we have with one-off, two-off stores and digital there. I think I'd pointed out the statistic last quarter, where 70% of Aerie's digital revenues came from the markets where they had a brick-and-mortar presence. So just to exemplify Jen's point where we have a brick-and-mortar presence, digital pops and shows up in a big way.

No Walmart não é diferente. Supreendentemente, o tráfego no site walmart.com é maior do que a Amazon em regiões aonde a cadeia de supermercados tem uma base de lojas ainda mais densa.

Walmart and other physical retailers are likely to take advantage of their physical presence, ultimately driving higher revenue per shopper



Sources: Activate analysis, Alexa, comScore, eMarketer, i-scoop, RetailDive, UPS, Walmart

THE WALL STREET JOURNAL
D.LIVE 121

Finalmente, a Nordstrom vê um aumento de 20% nas vendas online em alguma localidade quando abrem uma unidade na região:

Of course, e-commerce and stores now need to feed business to each other, rather than compete. For instance, by processing online returns in stores, such chains drum up more traffic, as they do by offering in-store pick up for online orders. Such visits can add 25% to a sales transaction. And physical stores also raise a brand's visibility: Nordstrom said at the WWD conference that when the chain opens a new store in a market, online sales there get a 20% lift.

No Brasil, estimamos que a representatividade do online no total das vendas ainda é tímida. Mas redes como Marisa podem também se beneficiar dessa recente aproximação entre os canais de venda. A companhia foi a primeira das grandes marcas no Brasil a ter uma loja virtual (lançada em 1999) e está investindo recursos em um modelo de atendimento integrado, com várias experiências de integração já em curso (como *pick up in store* e *shipping from store*).

Lojas como canal de aquisição: se por um lado negócios baseados em internet não precisam investir em lojas físicas, ter grandes despesas com aluguéis, ou usar redes independentes para distribuir seus produtos ainda sim precisam adquirir seus consumidores de alguma maneira.

Sem presença física, estas companhias dependem hoje quase que exclusivamente de marketing online para crescer. No início dos negócios *online*, a demanda por publicidade digital era uma pequena fração do que é hoje. Muitas empresas que começaram lá atrás tiveram despesas com este tipo de marketing que simplesmente não podem ser replicadas hoje. Com o surgimento de milhares de empresas baseadas em *ecommerce* além de companhias de economia mais tradicional migrando parte de seus orçamentos de publicidade para a mídia online, a demanda e, conseqüentemente a competição por esse espaço, não para de crescer.

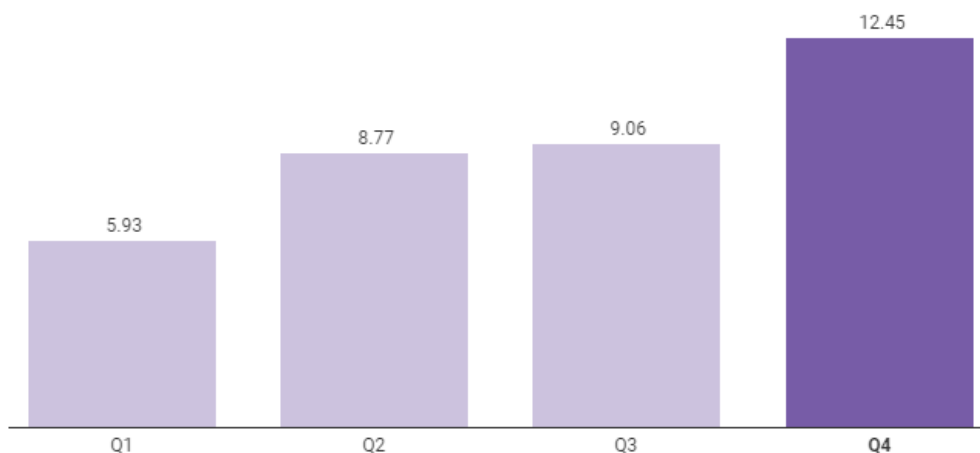
Para se ter uma idéia, o número de anunciantes mensais no Facebook pulou de 3 milhões em Março de 2016 para 6 milhões em Março de 2018, dobrando em um prazo de dois anos.

Segundo dados de Zenith Media, a publicidade online passou a televisão como principal meio de mídia em 2017, sendo responsável por 37,6% de todos os gastos em anúncios no mundo. Para 2018, espera que anunciantes irão dedicar 40,2% de seus orçamentos em mídia online.

Conseqüentemente, o custo por clique vem aumentando a cada ano uma vez que mais e mais empresas começam a fazer campanhas digitais e inflam os leilões. Em 2017, o custo por mil impressões (CPM) no Facebook subiu nada menos que 110%, de US\$5,93 no primeiro trimestre para U\$12,45 no último.

Q4 Facebook CPM Increased 37% QoQ

2017 Average Facebook CPM by Quarter



Source: AdStage - Get the data - Created with Datawrapper

Se isso não bastasse, Facebook (e sua subsidiária Instagram) e Google dominam o mercado de mídia digital. Juntas, elas detêm aproximadamente 60% de todos os dólares gastos em anúncios online no mundo. Qualquer negócio de *ecommerce* está sujeito hoje, então, a este duopólio para crescer. Ambas empresas comandam, cada vez mais, o preço do custo por impressões e cliques.

Além da demanda cada vez mais alta de empresas por mídia digital e o poder de Google e Facebook, o custo marginal de aquisição (custo marginal de aquisição) online tem se mostrado, na prática, crescente. As marcas nativas de internet conseguem 'adquirir' uma base inicial de clientes com perfil de *early adopters*. A partir de certo ponto, entretanto, precisam gastar muito mais dinheiro para atingir outros

potenciais consumidores, com menor conversão. Embora seja barato para atingir uma base inicial de clientes pode se tornar ineficiente para se atingir escala.

Consequentemente, muitos negócios baseados neste modelo de DTC (direct to consumer) nos EUA, dependentes de anúncios online e ‘influenciadores digitais’ ou fecharam às portas ou capitularam para outro modelo de negócio devido ao alto custo de aquisição de clientes que por sua vez leva a um modelo econômico insustentável, com prejuízos recorrentes e queima de caixa. Sai o *barriers to entry* (barreiras à entrada) e entra o *barriers to scale* (barreiras à escala).

Este novo fenômeno, nos EUA, está sendo chamado de ‘o custo de aquisição de clientes (via mídia digital) é o novo aluguel’. Ou seja, o custo de adquirir clientes pagando pela exposição online é análogo a ter de pagar por operar lojas físicas do modelo de varejo tradicional. Este fato joga por água uma das principais premissas deste modelo de negócio, que sem ter custo de lojas próprias ou usar intermediários, estas companhias poderiam oferecer produtos de qualidade similar por preços bem inferiores.

O corolário é que se o CAC marginal continuar subindo nestas taxas talvez a abertura de pontos físicos seja uma opção mais barata como canal de aquisição de clientes. Por isso acreditamos, que marcas estabelecidas, com presença física e que integrem bem experiência online, não só tem chances de sobreviver como também de crescer, pois as lojas não só tem sinergias com o canal online como também voltam a ser tornar canais de aquisição com custo competitivo.

Resumo

Apesar do fenômeno das marcas de *fast fashion*, acreditamos que a proposição de valor de uma marca continua como principal diferenciador.

Embora existam riscos pela ascensão do comércio eletrônico, redes tradicionais, como Marisa, podem ganhar vantagens ao alavancar sua base física com o online. Lojas, acima de tudo, continuam relevantes como canal de experiência, logística, e aquisição de clientes.

Adicionalmente, uma maior penetração de vendas online, com mudança de fluxo de pessoas nas lojas para o fluxo de visitas em sites e mobile, poderá permitir uma melhor otimização do número de lojas de algumas marcas, através tanto do fechamento de unidades não lucrativas e/ou redução da área de vendas.

Do ponto de vista de experiência e serviços, lojas provêm uma compra diferenciada e atingem um público muitas vezes fora da internet, consumidores que circulam em ruas e shoppings. Além disso, passam a atuar como um *hub* de distribuição, com coleta ou envio de produtos. A visita à loja por um cliente que vá pegar o produto que comprou em outro canal (site ou telefone) pode gerar oportunidades de mais vendas.

Finalmente, com relação a preços, estas redes podem continuar competitivas vis a vis o online dado o crescente custo de aquisição que empresas de *ecommerce* tendem a enfrentar, tirando sua principal vantagem inicial.

Ao invés de entrar na briga com as grandes de *fast fashion*, Marisa deve realmente focar em seu nicho e entregar uma proposta de valor clara. Vai precisar ajustar sua parte de desenvolvimento e cadeia de

suprimentos, melhorar a experiência de compra e integrar seus canais de venda de maneira simples e eficiente.

Pelaz razões acima, acreditamos ainda que seu modelo, com o perdão do trocadilho, está longe de estar 'fora de moda'.

A Marisa

Fundada 70 anos atrás, a Marisa é uma das maiores varejistas de vestuário do Brasil e a principal rede de moda feminina e lingerie do país.

A companhia tem uma proposta de valor bem clara; oferecer uma moda atual e de boa qualidade a preços bastante atrativos às suas consumidoras. Sem público-alvo é a mulher brasileira de 25 a 65 anos, predominantemente de classe C. Ao longo das décadas, a companhia desenvolveu uma grande identificação com os desejos e necessidades dessa mulher e sua marca

A companhia possui 388 lojas e faturou mais de R\$ 2,8 bilhões em 2017.

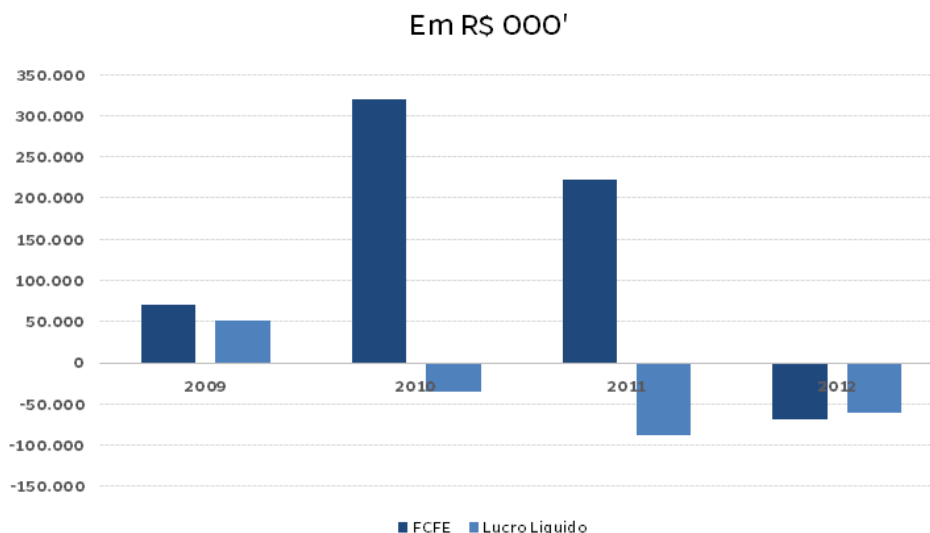
De controle familiar, a companhia veio a mercado em 2007 em um período de bonança para IPOs no Brasil. A partir dali, começou um agressivo plano de expansão no número de lojas e área de vendas, bem como geográfica. De 2007 a 2013, a base de lojas mais que duplicou de aproximadamente 160 para 407 unidades. A receita líquida cresceu 157% no período e pulou de R\$ 1,2 bilhão para aproximadamente R\$3,1 bilhões em 2013. Além da expansão física das lojas, a companhia se beneficiou por um período extremamente benéfico para o consumo, especialmente para classes mais baixas, com queda no desemprego, melhora de renda e disponibilidade de crédito.

De 2014 para cá, a economia brasileira entrou em uma severa recessão, atingindo de maneira mais dura o público-alvo da Marisa uma vez que consumo discricionário é um dos maiores afetados no orçamento das famílias brasileiras em períodos como esse. Com esse cenário, os indicadores de SSS (same store sales), produtividade por m2, que haviam crescido em uma trajetória interrupta desde o IPO, começaram a fazer o caminho inverso. O crescimento mesmo das lojas caiu de 10,2% em 2012, para 1,5% em 2013 para 0,2% em 2014. Com uma base de lojas cada vez maior e as vendas totais estagnadas a receita por m2 continuou a cair e a alavancagem operacional, que havia levado a empresa a postar recordes de margem e EBITDA no crescimento, começou a afetar os resultados agora no caminho inverso.

Ademais, a Marisa tentou se aproximar de um público mais novo e de classes mais altas, competindo com Renner e Riachuelo, se afastando de seu público-alvo tradicional. Esta estratégia não só malsucedida em atender esse novo tipo de consumidora, tirou o foco da companhia em satisfazer os desejos de suas principais consumidoras. Esta combinação de problemas macro com erros de comissão da gestão foram desastrosos para os resultados. A ação, que atingiu um pico de mais de R\$30 em 2013 se encontra hoje na casa de R\$4.

Apesar da recessão nos últimos anos, e que atingiu de maneira ainda mais severa seu público-alvo e levou a uma brusca queda de receita, a companhia foi relativamente resiliente. De 2014 para cá, quando as vendas começaram a cair, a Marisa deu mais de R\$ 130 milhões em prejuízo contábil, mas gerou aproximadamente R\$ 545 milhões em fluxo de caixa livre. De fato, a dívida líquida caiu de R\$ 636 milhões para R\$ 536 milhões neste período e a companhia passou uma das piores recessões de nossa

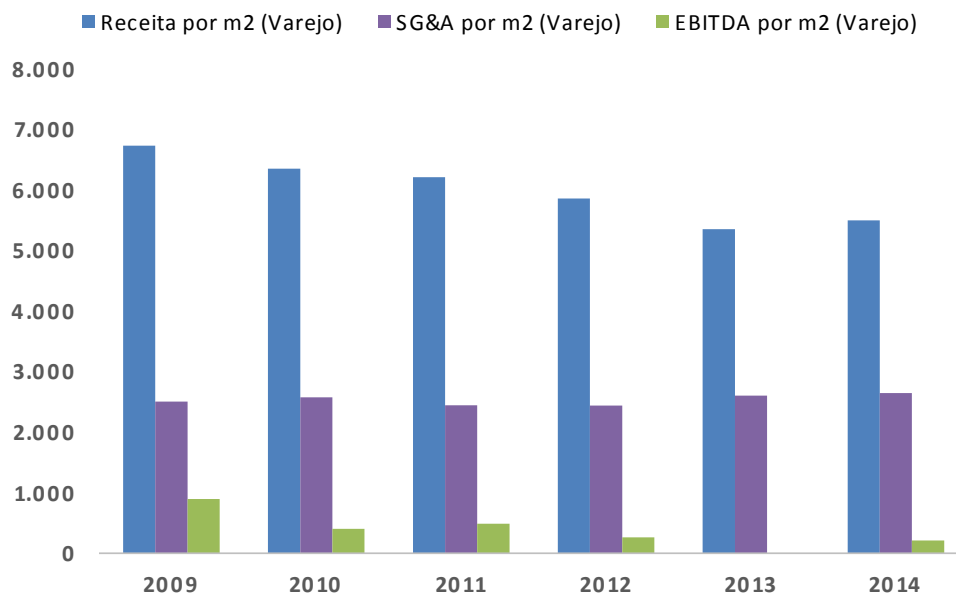
história sem necessidade de emitir novas ações. O nível de endividamento está em patamar aceitável de aproximadamente 2,5x EBITDA.



A margem bruta sofreu no período, mas em magnitude bem menor. A companhia apresenta ainda margens saudáveis na casa dos 50%. O principal problema, de fato, é que a estrutura atual é para uma empresa que fature na casa de 10 a 20% mais que o atual. A Marisa tem ‘rolado’ esta opção, bancando lojas e overhead acima do idealmente necessário hoje, aguardando uma retomada no poder de compra de suas consumidoras, com maior fluxo em suas lojas, para que se beneficie de alavancagem operacional quando isto ocorrer.

A destruição no resultado pode ser facilmente observada nos resultados por m2. Embora o SG&A por m2 esteja relativamente controlado nos últimos anos, a queda de vendas por m2 apresentada no mesmo período praticamente evapora os resultados do varejo. Acreditamos que se a companhia tiver que se adequar em um novo patamar de vendas, haverá espaço para maiores cortes de despesas e ganho de margem operacional. Se as vendas não se recuperarem a estrutura da empresa hoje está sobre dimensionada para este ‘novo normal’. A receita bruta hoje é 20% abaixo do pico em 2014. Se a companhia fosse hoje fechar 20% de sua área de vendas, isso representaria aproximadamente 80 mil metros quadrados. Com o SG&A por m2 quadrado na casa de R\$ 2,6 mil, estaríamos falando em mais de R\$200 milhões em cortes de despesas. Mesmo que só 50% disso fossem captáveis sem afetar as operações da companhia, estamos falando em R\$ 100 milhões adicionais em EBITDA.

Nossa maior aposta, entretanto, é em uma modesta recuperação na produtividade por m2, levando a companhia a sua média histórica de margem, não dependendo então que Marisa volte a ser o que uma vez já foi em tempos áureos.



O negócio de vestuário

Apesar da intensa competição, o varejo de vestuário geralmente apresenta bons *unit economics*. As margens brutas, especialmente, são relativamente altas em comparação a outros tipos de negócios. De fato, as principais varejistas brasileiras tem margens brutas recorrentes na faixa ou acima de 50%. Apesar das liquidações e perdas de estoque, esta alta margem é explicada pelo alto *mark-up* dos produtos.

As principais redes também não demandam altos investimentos em ativos fixos, uma vez que grande parte de suas produções são terceirizadas (não possuem fábrica própria) e os imóveis das lojas são em sua maioria, ou em sua totalidade, alugados. O corolário é que se os resultados (vendas e geração de caixa) estão adequados, o retorno sobre capital investido é atraente.

Apesar do alto lucro bruto, o negócio demanda altos investimentos em vendas e publicidade uma vez que novas coleções são lançadas constantemente e as marcas precisam estar ‘presentes’ na cabeça das consumidoras. Por isso, o negócio é ‘leve’ no *COGS* mas ‘pesado’ no *SG&A*.

Além da venda de mercadorias, as principais redes de vestuário possuem outro negócio, o de produtos e serviços financeiros. De dez anos para cá as varejistas, diretamente, se transformaram nas principais financiadoras de seus consumidores através da emissão de cartões *private label* (com parcelamento nas compras) e concessão de empréstimo pessoal. Além disso, oferecem cartões *co-branded* com algum grande banco emissor (como Itaú ou Bradesco) e também vendem seguros e outros produtos associados. Devido ao alto juro cobrado no país, este negócio tem se tornado cada vez mais relevante nos resultados das grandes varejistas. Na Renner, já representa 42% do EBITDA consolidado. Na Riachuelo, por sua vez, 31%.

Além da rentabilidade das operações financeiras no consolidado, os cartões também servem como instrumento de fidelização através da concessão de linhas de crédito e promoções especiais para os portadores.

Se por um lado as redes não demandam muito ativo fixo, por outro o saldo de recebíveis é relevante em seus balanços pois demanda de capital para financiar seus consumidores.

No geral, é um negócio extremamente competitivo mas que com escala e eficiência operacional gera bons resultados aos acionistas.

Está barato?

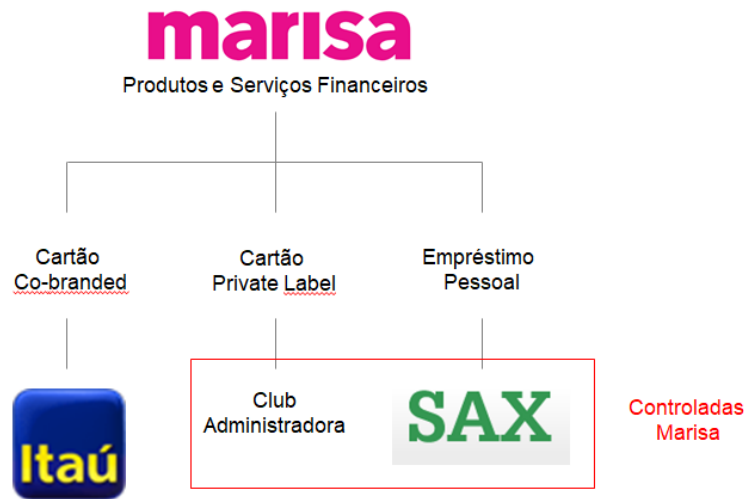
Nossa estimativa para *Earnings Power Value* (baseado em lucros normalizados) gira em torno de R\$15-20 por ação com base na premissa que a companhia, após retomar ligeiramente sua receita e implementar melhorias de eficiência, volte a sua média histórica de margens de lucro.

Além disso, nossa estimativa para custo de reposição é de aproximadamente R\$16 por ação. Como vimos criar e escalar uma companhia de varejo de vestuário é muito difícil, muitas ficam no caminho. Por isso, a companhia tem um ativo valioso, a marca Marisa, não avaliada em seu balanço, e que certamente outros concorrentes e entrantes têm que arcar para competir em condições similares. Para companhias de *retail*, este custo, em publicidade e distribuição, geralmente é de 60 a 120 centavos por cada real de receita. Se avaliarmos somente a marca Marisa no faixa de baixo (60 centavos por R\$ de receita), sob sua receita de R\$ 3 bilhões, teríamos um *brand value* de R\$1,8 bilhão, maior que o *enterprise value* da companhia hoje. Isso sem contar todos os demais ativos como capital de giro e ativos fixos, hoje também depreciados no balanço.

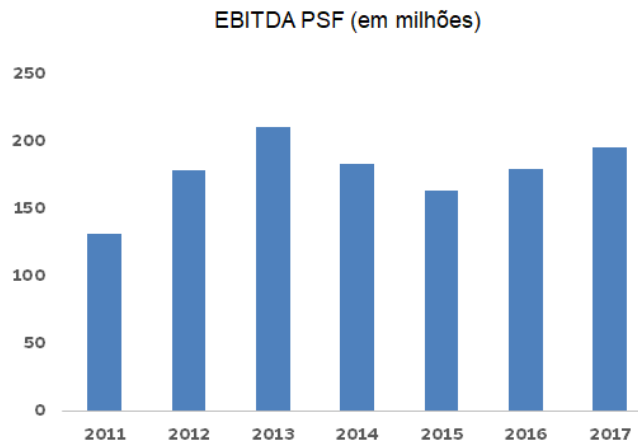
Fizemos ainda um exercício alternativo que mostra a atratividade do preço da ação hoje. Essa visão sobre a precificação das ações de Marisa baseia-se em dois principais aspectos, o negócio de varejo gerando resultados muito abaixo de seu potencial e o de produtos e serviços financeiros (PSF) não sendo bem nem bem precificado e nem bem aproveitado ao máximo pela gestão da companhia. Explicamos esse rápido racional abaixo.

A unidade PSF (Produtos e Serviços Financeiros) oferece cartões *co-branded* (em parceria com Itaú), cartões private label Marisa e empréstimos pessoais. Os cartões *co-branded* são administrados pelo Banco Itaú; a Marisa vendeu direito de exclusividade e uso da base de clientes Marisa ao banco em um contrato que é válido até 2029 (a parceria teve início em 2008 com vigor até 2018. O acordo foi renovado em setembro de 2015 e estendido por mais 10 anos). Neste contrato, o Itaú pagou adiantado a Companhia R\$ 120 milhões; os resultados da operação destes cartões é dividido igualmente entre as ambas as empresas.

Para os demais produtos, a Marisa conta com duas empresas próprias. O cartão private label (Cartão Marisa) é administrado pela Club Administradora de Cartões enquanto a unidade de empréstimos pessoais é operada pela Sax Crédito S.A. Ambas são integralmente controladas pela Marisa.



A unidade de PSF tem entregado excelentes resultados ao longo dos últimos anos, apesar da queda de vendas na unidade de vestuário da companhia. Além disso, o negócio tem margem de lucro e retornos elevados dado o baixo capital empregado e as altas taxas de juros nestes tipos de produtos no Brasil.



Acreditamos que o mercado não avalia este segmento da companhia separadamente e isto não se reflete no preço da ação. Tampouco achamos que a estrutura atual do negócio atenda os acionistas da melhor maneira. Existem diversos modelos para monetizar e alterar o modelo de negócios da Marisa PSF, que podem reduzir sua exposição ao negócio financeiro e ao mesmo tempo passar a gestão deste segmento para instituições financeiras com melhor *know how* e escala com o objetivo de aumentar sua rentabilidade.

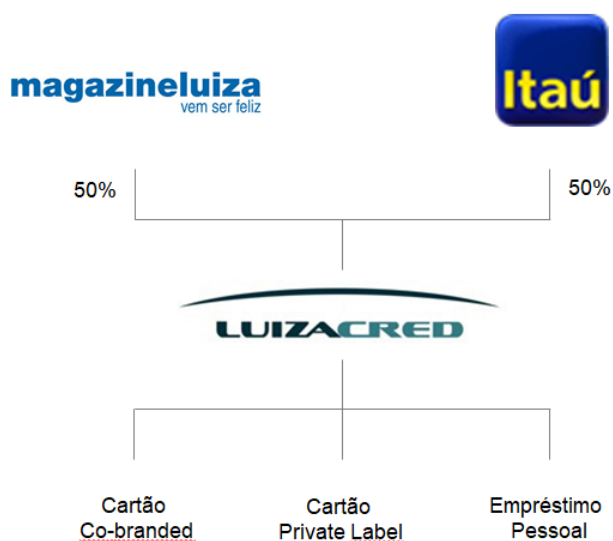
Para ‘avaliar’ a unidade de PSF de maneira separada (*stand alone*), nossa suposição é de quanto um comprador/ parceiro informado estaria disposto a pagar por um *stake* relevante neste negócio. Dado que a unidade gera margens EBITDA na casa de 30% e requer pouco capital empregado avaliamos esta unidade com um múltiplo de 10x EBITDA. Trabalhar com múltiplos é sempre arbitrário, optamos por 10x, pois hoje está abaixo da mediana da bolsa brasileira apesar de ser um negócio de melhor qualidade,

tanto em estabilidade de resultados, margens, retorno sobre capital investido, e conversão de EBITDA em caixa.

Com geração de aproximadamente R\$ 200 milhões em EBITDA em 2017, a unidade de PSF valeria algo como R\$ 2 bilhões. Temos que somar ainda, R\$ 600 milhões em contas a receber que hoje provém da Marisa, totalizando R\$ 2,6 bi.

Como o negócio do braço financeiro é bom, a Marisa não deve desinvestir completamente de sua participação. Uma sociedade nos moldes do que Magazine Luiza e Itaú fazem na LuizaCred faria bastante sentido.

A Luizacred foi criada em 2001, em parceria com o Itaú Unibanco, para deter a exclusividade dos direitos de comercialização de produtos e serviços financeiros para a base de clientes do Magazine. Através da participação de 50% na Luizacred, o Magazine Luiza participa de 50% dos lucros e perdas associados a estas operações. Como podemos ver abaixo, ao contrário de Marisa, que terceiriza o cartão *co-branded*, mas opera tanto seu cartão próprio quanto à parte de empréstimos pessoas, a Luizacred administra todos os produtos financeiros para o varejo do Magazine.



No nosso exercício, então usamos como premissa a venda de 50% da unidade de produtos e serviços financeiros a uma instituição financeira.

Valuation unidade PSF	
EBITDA PSF '17	200.000
Múltiplo (x)	10
Enterprise Value	2.000.000
+ Recebíveis	600.000
= Valuation total	2.600.000
Venda 50%	1.300.000

Após a venda, com a entrada de R\$ 1,3 bilhão no caixa da companhia, seu *valuation* da companhia seria completamente alterado. O Enterprise Value de Marisa seria praticamente zerado, implicando que a parte operacional da companhia, não valeria nada.

Valuation Marisa pós-venda 50%	
Valor ação	3,84
Valor de mercado	781.649
Dívida Líquida	535.749
Enterprise Value	1.317.398
+ Caixa da venda	1.300.000
EV pós-venda	17.398

A companhia ficaria 'de graça' com um EBITDA inicial, somente na área de produtos e serviços financeiros, de R\$ 130 milhões. Este EBITDA seria composto por de 50% da geração de EBITDA desta unidade (R\$ 200 milhões) mais aproximadamente R\$ 31 milhões em redução de despesas, uma vez que as despesas administrativas deste negócio estão hoje na casa de R\$ 62 milhões.

Além do negócio de PSF, a parte de *Retail*, uma das maiores varejistas de vestuário do Brasil, com 388 lojas e uma das mais fortes marcas de modas e acessórios do país também viria sem custo nenhum. Embora tenha feito somente R\$ 62 milhões em EBITDA em 2017, se as margens normalizarem para sua média histórica de 10% e produtividade por m2 subir muito pouco, a unidade de Retail pode fazer R\$ 250 milhões ao ano. Para se ter uma idéia, a companhia já chegou a fazer no varejo R\$ 320 milhões, e 16% em margem EBITDA. Renner e Riachuelo, em comparação, têm margens na parte de venda de mercadorias (varejo) na casa de 17-18%.

Valuation Consolidado	
EBITDA PSF '17	131.000
EBITDA Retail	260.000
= EBITDA Consolidado	391.000
x Múltiplo	8
= Valuation total	3.128.000
/ número de ações	204.059
= Valor por ação	15,3
Valor atual	3,84
Múltiplo	4,0

Acreditamos que a ação da Marisa, aos preços atuais, oferece potencial de ganho de 4-5x o capital investido, usando diferentes metodologias de avaliação. Embora a área de *Retail* continue passando por imensas dificuldades achamos que a avaliação da empresa apresenta excelente relação de risco e retorno. Em comparação a demais varejistas no Brasil, então, este preço é muito pouco *demanding*. Enquanto o múltiplo de Preço sobre Vendas de Hering e Riachuelo, se encontram, respectivamente em 1,46 e 0,9x, Marisa negocia a 0,25x sua receita.

O *downside* também nos parece bem truncado. Se o varejo fracassar em recuperar a média histórica de lucro e permanecer nos patamares atuais, a companhia assim mesmo geraria aproximadamente R\$ 200 milhões em EBITDA no consolidado. A um múltiplo de 8x teríamos R\$1,6 bilhões em Enterprise Value, o que implicaria em um preço de ação na casa de R\$8, um *upside* de mais de 100% sob o valor atual.

Este não é um exercício meramente teórico, uma joint venture, além de capitalizar a Marisa e melhor avaliar a capitalização de mercado da empresa tem grande atributos operacionais. Por exemplo, na Luizacred, o principal papel do Magazine Luiza é a gestão dos colaboradores e o atendimento dos clientes, ao passo que o Itaú Unibanco é responsável pelo funding da Luizacred, elaboração das políticas de crédito e cobrança e atividades de suporte como contabilidade e tesouraria. O Magazine cuida de clientes e atendimento enquanto se beneficia do conhecimento e experiência do Itaú Unibanco em matéria de aprovação de crédito, *funding* e escala.

As opções, entretanto, não se esgotam aí. Além de uma venda, total ou parcial da unidade de PSF, a Companhia pode fazer para os demais produtos (*private label* e empréstimos) o que já faz com o cartão *co-branded*. Encontrar parceiros que 'adquiram' exclusividade para oferecer estes respectivos produtos para a base Marisa pagando um investimento na frente e dividindo ou não resultados futuros. Este modelo vem sendo empregado por varejistas há bastante tempo; a ViaVarejo, por exemplo, renovou sua parceria com o Bradesco em 2015 recebendo R\$ 550 milhões em adiantamento de comissões em troca da exclusividade na oferta de cartões e serviços financeiros. Isso também permitiria a Marisa monetizar sua base de clientes, converter os recebíveis em caixa uma vez que a carteira atual ao vencer não precisa ser renovada, e finalmente reduzir despesas operacionais hoje associadas a estes negócios.

Em resumo, acreditamos que a Marisa é uma marca com uma clara proposta de valor, forte presença física, grandes oportunidades de ganhos (como na parte logística, ainda muito aquém do trabalho que Renner e Riachuelo já fizeram) e opcionalidades em seu modelo de negócio (desde crescente integração entre canais físico e online como na parte de produtos e serviços financeiros).

A Marisa ainda depende de uma melhora no cenário macro e uma série de ajustes internos que levarão tempo para se materializar.

Entretanto, em nossa visão, investidores com paciência e visão de longo prazo serão devidamente recompensados.