

## Renner: O Percurso do Palíndromo

Na Carta anterior, descrevemos a trajetória da Renner, com ênfase no contexto do nosso investimento no período 1994-1998. Seguimos a narrativa até 2005, momento em que a JC Penney (JCP) decide deixar o país e vender sua participação na companhia. A JCP decide fazê-lo através de uma oferta pública no mercado de capitais e a Renner se tornaria então a primeira *corporation* – companhia de capital pulverizado – listada sob as regras do Novo Mercado da Bovespa. A ideia agora é seguirmos a cronologia da história da Renner até os dias de hoje, situando nosso investimento recente.

De certa forma, o “re-IPO” da Renner foi um sucesso para todos. A JCP deixa o país levando um cheque de US\$ 286 milhões, a Renner capta recursos primários para prosseguir com seus planos de expansão e os investidores, agora numa empresa sem controle definido listada no Novo Mercado, veriam suas ações seguir uma longa trajetória de apreciação<sup>1</sup>.

Os anos seguintes seriam extraordinários para a Renner. O consumidor brasileiro desfrutava de um ambiente macroeconômico benigno, de um modelo de crescimento orientado para o consumo, com crédito abundante e aumento da alavancagem das famílias, crescimento do emprego e da massa real de salários, além de políticas substantivas de transferências públicas. No âmbito micro, a Renner colhia os resultados de um planejamento estratégico cuidadoso e de uma execução meticulosa. Credenciou-se como âncora obrigatória no boom de *shoppings centers* do Brasil. Com a operação comercial acertada e eficiência de custos, a companhia mostrou ano a ano crescimento de vendas de mesmas lojas e margens operacionais em expansão.

A tabela abaixo resume alguns indicadores deste período.

Em oito anos e meio desde o relançamento de ações no mercado até dezembro de 2013, a Renner abriria

<sup>1</sup> Na época, a JCP deixou o país satisfeita, já que os experimentos internacionais no México e no Chile foram deficitários e a orientação era focar nas operações

americanas. Olhando em perspectiva, melhor para a JCP teria sido não sair da Renner. Ironicamente, hoje a Renner vale US\$ 3,6 bi e a JCP US\$ 2,3 bi...

### Lojas Renner – Indicadores 2005-2013

	Dez. 2005	Dez. 2013	CAGR nominal	CAGR real*
<b>Receita Líquida (R\$ milhões)</b>	1.136,4	3.913,8	16,7%	10,9%
<b>Ebitda Total Ajustado (R\$ milhões)</b>	142,0	837,1	24,8%	18,6%
<b>Lucro Líquido (R\$ milhões)</b>	80,3	407,4	22,5%	16,4%
<b>Mg Ebitda Ajustada</b>	12,5%	21,4%		
<b>Receita Líquida (R\$ mil)/m<sup>2</sup></b>	7,7	9,6		
<b>Área Total de Vendas mil m<sup>2</sup></b>	150,7	436,3		
<b>N. Usuários Cartão Renner (milhões)</b>	8,7	22,5		
<b>N. de Lojas: Renner</b>	66	217		
<b>Camicado/YouCom</b>		61		
<b>N. de Colaboradores</b>	6.262	16.367		

\* Acima do IPCA

153 novas lojas, uma média de 18 por ano. A margem bruta e a produtividade das lojas (medida pela métrica EBITDA/m<sup>2</sup>) seguiram se expandindo durante todo o percurso, mostrando a qualidade do crescimento marginal (gráfico 1). Ou seja, a Renner atingia novas fronteiras de clientes sem comprometer rentabilidade, o que é sempre um desafio para o varejista que avança acelerado. Ao longo deste período, a metodologia do 'estilo de vida' se aprofundou. Uma maior segmentação de estilos aumentou o *cross selling* e trouxe mais fluxo para as lojas, alavancando as vendas, melhorando a margem bruta, e ajudando a consolidar ainda mais a marca Renner.

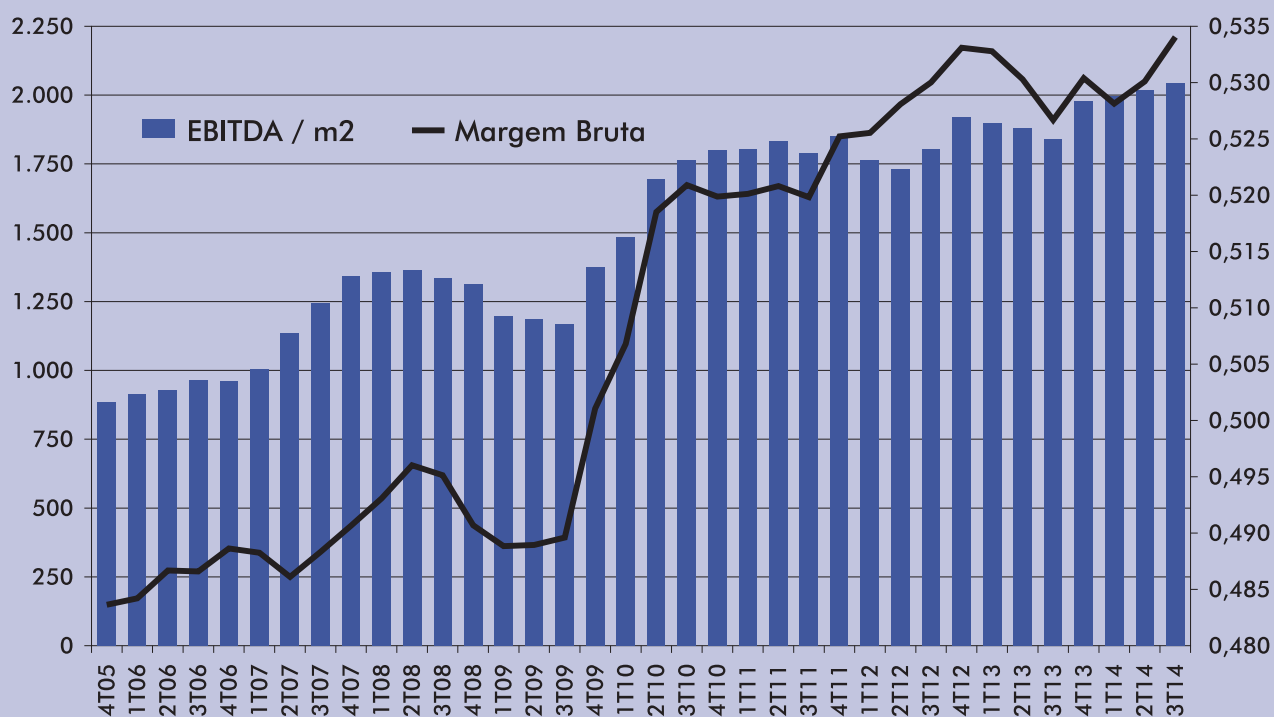
Em paralelo, avança a infraestrutura: o Retek ganha módulos adicionais integrando logística e planejamento de compras, os centros de distribuição e de serviços compartilhados se expandem, aumentam a velocidade e a reatividade da cadeia de fornecedores. O câmbio valorizado ajudava no maior mix de produtos importados. Além do tradicional cartão *private label*, neste período novos produtos financeiros são lançados com sucesso, como os empréstimos pessoais, seguros e o financiamento em 0+8 prestações com encargos. Posteriormente, chegaria a vez do cartão *co-branded* (Visa e Mastercard). Os resultados da operação financeira na Renner são muito consistentes.

Empurram as vendas sem carregá-las, mostrando que a disciplina do crédito vem incorporada ao DNA da companhia. Comparado com outras companhias do setor, como Riachuelo e Marisa, na Renner, a contribuição relativa do resultado financeiro vis-à-vis o produto do varejo é menor, sugerindo uma operação comercial mais robusta e uma menor exposição às flutuações dos ciclos econômicos. Ainda assim, com as diversas inovações de produtos e os sucessivos aperfeiçoamentos nos processos de aprovação de crédito e gestão de cobrança, a participação da operação financeira no EBITDA total dobrou neste período, saindo de 10,7% em 2005 para 20,8% em 2013.

Bem, agora a parte negativa dessa história. Durante estes oito anos e meio, desde a volta da Renner ao mercado de capitais em de julho de 2005 até dezembro de 2013, salvo duas incursões rápidas em 2005 e em 2009, nós praticamente ficamos de fora do investimento em Renner. Neste período, o retorno nominal composto das ações da Renner foi de 31,9% ao ano, superior ao do Dynamo Cougar que foi de 21,9% ao ano. Olhando em perspectiva, com o benefício da passagem do tempo, um equívoco.

Apesar de termos nos afastado da companhia no período JCP, sem no entanto perder totalmente o contato,

Gráfico 1 - Produtividade : Ebitda / m<sup>2</sup> X Margem Bruta



guardávamos uma memória privilegiada da intensa convivência anterior. No momento do IPO, tínhamos então condições de fazer um investimento importante em Renner e talvez lá permanecer ao longo desses anos todos. Mas vimos o P/L= 15x como um certo exagero – estávamos no início do ciclo de IPOs no Brasil e ainda não tínhamos vivido um período de crescimento prolongado do consumo que pudesse justificar os múltiplos “elevados”. Na altura, também não enxergamos a habilidade da Renner de produzir ganhos contínuos de eficiência, não conseguíamos imaginar que a aceleração do crescimento viria acompanhada por expansão de margem bruta. Acabamos investindo pouco no IPO. As ações decolaram rapidamente na sequência e logo nos desfizemos deste investimento. Erramos pelo engano mais comum dos *value investors* de achar que os múltiplos elevados embutem ciladas dispostas pelo excesso de otimismo dos demais investidores. Nesse mantra, a experiência – olha ela aqui novamente – sugere que oportunidades melhores nos serão oferecidas mais à frente, como prêmio pela nossa paciência. De fato, as evidências estatísticas mostram que este tipo de comportamento virtuoso de resultados muito consistentes num prazo longo são exceção e não regra no mundo dos negócios. E assim interpretamos como de competência da disciplina um deslize na disciplina da competência.

Usando a analogia dos testes de hipóteses, temos dito que aqui na Dynamo nossa forma de investir se propõe minimizar o erro do tipo II, que consiste em “aceitar” investimentos ruins. Com isso, eventualmente, podemos incorrer nos erros do tipo I, que consistem em “rejeitar” investimentos bons. Ao longo destes vinte anos, talvez Renner seja o exemplo mais emblemático de erro do tipo I que cometemos, novamente, com o benefício da análise ex-post. E não foi por displicência. Voltamos à discussão inúmeras vezes, mas concluíamos que o mercado estava sempre precificando bem as oportunidades que se apresentavam à companhia. Hoje reconhecemos também que algum viés de ancoragem espreitava teimosamente cada rodada de discussão.

O investidor financeiro tem à sua disposição preço e liquidez para transacionar ativos a qualquer momento. Temos assinalado em Cartas anteriores que esta condição, em contato com algumas características da fisiologia, do comportamento e da psicologia dos indivíduos (recompensa, ansiedade, ambição, influência social) pode produzir decisões ruins. Mas felizmente há também ângulos positivos. Por exemplo, a oportunidade de atualizar julgamentos, de rever e corrigir decisões equivocadas a

cada momento. E assim exercemos esta prerrogativa no final de 2013. No começo de 2014, o mercado nos ofereceu uma boa oportunidade para aumentarmos nossa exposição em ações da Renner. Desde então, ganhamos convicção na tese que hoje aparece como um dos principais investimentos do nosso portfólio.

Nossa confiança repousa em alguns elementos. O primeiro deles é o ambiente competitivo, onde a Renner encontra-se hoje em uma posição muito vantajosa. Seu mercado de atuação pode ser separado em dois grupos. O primeiro, das “lojas-âncora”, consiste nas companhias bem estabelecidas, operando com um número elevado de lojas (acima de 200 unidades), muitas delas de grande porte (acima de mil m<sup>2</sup>). Neste grupo se situa a Renner, ao lado da C&A e Riachuelo. Oferecem uma linha ampla de artigos de vestuário e acessórios a preços acessíveis, usando marcas próprias. Como vimos, seus clientes dispõem ainda das facilidades do cartão *private label*, que oferece a possibilidade de pagamento em um maior número de prestações. De fato, a maior parte das vendas nessas redes se dá através desta modalidade de financiamento. O segundo grupo de competidores é formado pelo varejo especializado. Comumente, são empresas familiares com poucas lojas, muitas das quais operando num modelo de franquias, algumas com uma longa história de informalidade. Predominam as lojas de pequeno porte (entre 50-150m<sup>2</sup>), focadas em atender um perfil específico de consumidor e/ou oferecer um produto de nicho.

Sabemos que as lojas especializadas costumam oferecer um produto de maior qualidade e maior apelo de moda. Algumas delas têm marcas fortes, são muito bem geridas e vem apresentando um crescimento consistente. Mas são exceções no grupo. Na nossa visão, o modelo de lojas especializadas incorre em desvantagens estruturais em relação às âncoras e esta diferença pode aumentar nos próximos anos. A falta de escala traz inúmeras dificuldades para estas empresas, como o aumento no custo de *sourcing*, a impossibilidade de estabelecer controles de qualidade nas importações, além de um custo de ocupação muito mais elevado nos *shoppings centers*, que pode chegar, em m<sup>2</sup>, de 300% a 500% do custo efetivo pago pelas âncoras. Diante destas condições de custos, estas empresas se veem obrigadas a praticar preços de venda mais elevados, perdendo competitividade relativa.

No passado, a informalidade era o principal handicap usado pelas lojas especializadas para contrabalancear este diferencial de eficiência. Com o aumento do cerco arrecadatório do governo, através de uma série de medidas, como a exigência de emissão de notas fiscais

eletrônicas, este expediente praticamente foi eliminado. Hoje, o crescimento da maior parte destas empresas está pendurado no modelo de franquias, que utiliza outra particularidade tributária: o regime do Simples Nacional. Além disso, estas companhias pelo seu porte têm menos acesso a capital ou a financiamentos a taxas competitivas. Muitas delas, aproveitando o bom ambiente macro recente, expandiram seus *footprints* para além daquilo que julgamos prudente. Neste ambiente mais difícil que estamos vivendo atualmente, há indícios de que algumas destas empresas estão tendo problemas com lojas não-rentáveis e seguem enfrentando dificuldades para manter o nível de qualidade de seus produtos e serviços necessários para justificar um preço alvo mais elevado.

O cenário mais desafiador também piora a vida daquelas empresas que baseiam seus negócios em franquias. Neste sistema, a decisão final sobre a compra de mercadorias é feita pelo franqueado e não pela companhia. O modelo de franquias funciona como uma boa alavanca operacional nos períodos de crescimento de consumo, quando as expectativas da companhia e dos franqueados estão positivamente alinhadas. Neste ambiente onde prevalece o otimismo, a companhia expande seu negócio empregando principalmente capital de terceiros. Por outro lado, no momento em que o franqueado se vê mais apertado financeiramente, ou encontra-se inseguro em relação ao futuro, tenderá a ser mais conservador em seus pedidos. Em consequência, as lojas terão menos novidades, já que as novas coleções verão um canal mais estreito de escoamento, o que pode comprometer ainda mais as vendas. Ou seja, quando o consumo arrefece, o sistema de franquias continua agindo de forma pró-cíclica, neste caso agravando a situação, já que o franqueado, elo financeiro mais frágil, costuma ser mais sensível ao ciclo negativo.

Com os ganhos de escala e a contínua melhoria operacional, a Renner vem conseguindo diminuir a distância em relação às lojas especializadas, não apenas no quesito da qualidade percebida de seus produtos, mas também no que diz respeito ao ambiente das lojas e à própria experiência do momento da compra. Com isso, a proposição de valor da companhia tem se tornado muito competitiva, conjugando uma boa qualidade de produto/experiência de compra a preços acessíveis.

O varejo no Brasil apresenta algumas características peculiares. O e-commerce e as cadeias internacionais (com exceção da C&A) ainda não ganharam relevância por aqui. Dos dez maiores varejistas de roupas no mundo,

apenas a Inditex (Zara) tem mais do que dez lojas no país. Mesmo a Zara que está por aqui há mais de quinze anos, atingiu apenas recentemente a meta de 50 lojas, quando a proposta inicial era fazê-lo em apenas três anos. As razões para tamanho atraso no plano de negócios são conhecidas por quem acompanha o assunto: a estrutura tributária complexa do país, tarifas de importação, uma infraestrutura logística terrível, além de uma burocracia generalizada. Se olharmos o padrão de abertura de lojas da Inditex nos últimos anos fica claro que a companhia está direcionando seus esforços de crescimento para a Ásia e Europa.

As companhias de e-commerce, além de enfrentar esses mesmos problemas, precisam transpor o enorme desafio logístico de atingir o consumidor final (*last mile*) no Brasil, sem falar na elevada necessidade de capital de giro. E assim, as vendas através deste canal apresentam apenas 2% de participação do mercado total. Não temos dúvidas de que estas duas forças – cadeias internacionais e e-commerce – representarão uma ameaça de longo prazo às grandes redes de varejo locais. Não obstante, num horizonte de tempo mais previsível, o ambiente competitivo vai continuar sendo determinado pela dinâmica do jogo entre lojas âncora e satélites (especializadas).

Um segundo grupo de explicações para o nosso otimismo reside no novo projeto estratégico de logística que vem sendo desenvolvido internamente na Renner há alguns anos. A ideia é otimizar toda a cadeia de distribuição, através de um redesenho completo da forma como as mercadorias são abastecidas nas lojas. Até então, o modelo utilizado nos centros de distribuição era o chamado *cross docking*. Neste conceito, todas as mercadorias chegam nos CDs e no máximo em 48 horas são distribuídas em *packs* (pacotes) para as lojas, de acordo com um critério de grades pré-determinado. Acontece que o Brasil é um país continental, com dinâmicas demográficas, sócio-econômicas e climáticas bastante dispersas. O perfil de consumo e, conseqüentemente, o padrão de vendas captura essa ampla latitude de escolhas entre consumidores espalhados por todo o nosso território. Alguns modelos/ tamanhos/ tonalidades são mais aceitos em determinados lugares, outros nem tanto. O novo conceito logístico incorpora esta resposta da ponta do varejo e alimenta as lojas de acordo com a sensibilidade das vendas. Ou seja, apenas uma parte das mercadorias é distribuída num primeiro momento – não mais em grades, mas por unidades (SKUs). As peças que ficam retidas serão despachadas conforme as demandas precisas das lojas. Trata-se do sistema conhecido como *push and pull*.

Os benefícios são inúmeros. Otimiza-se o frete com o menor volume de transferências internas, diminui-se o estoque e a área de armazenagem nas lojas, reduz-se o *stock out* – a venda frustrada por falta de produto –, além da necessidade de remarcações (*mark downs*) ao final de cada coleção. A idéia é que cada loja receba apenas os SKUs que se adequam ao seu perfil de vendas, melhorando o giro de estoques a alocação de produtos na ponta de venda. Como o sistema é inteligente, aprende com os feedbacks, o que deve produzir uma crescente sintonia fina com as demandas específicas das lojas ao longo do tempo, melhorando não apenas a gestão de entrada das coleções, mas também a assertividade das entregas ao incorporar informações sobre características dos SKUs, das marcas próprias, dos estilos de vida, das estações do ano e por aí vai.

Esta dinâmica CDs/lojas também será aplicada para trás na cadeia, no vetor fornecedores/CDs. A Renner já vem trabalhando e certificando seus fornecedores para que também eles consigam entregar as mercadorias com qualidade no tempo de resposta adequado para alimentar as demandas do CD mais próximo. A ideia é reduzir o *lead time* entre a compra colocada pela Renner e a entrega feita pelo fornecedor, aumentando a reatividade da cadeia. Hoje o fornecedor local (70% do suprimento) entrega em 35-50 dias, o que gera ineficiências, já que é muito difícil prever com precisão qual será o comportamento das vendas mês e meio à frente. Reduzir o *lead time* é chave para se obter um mix ótimo de mercadorias. Não se trata de tarefa fácil, já que a maior parte destes investimentos e destas melhorias de processos recairá sobre ombros dos próprios fornecedores. A Renner vem proporcionando todo o suporte necessário para ajudá-los, construindo uma relação de confiança e de parceria de longo prazo.

A implementação do *push and pull* se dá em paralelo com o aprofundamento do conceito *fast fashion*, que é estratégia de oferecer mini-coleções quinzenais sob a premissa de provocar uma sensação de exclusividade e fomentar a percepção de escassez na cliente, além de reduzir os riscos de perdas das coleções. A combinação destas duas iniciativas é a grande aposta da Administração da Renner. Além de melhorar a gestão dos estoques, com uma distribuição mais aderente ao perfil de vendas das lojas, a ideia é que todas as áreas da companhia passem a reagir de forma mais rápida aos sinais que estão sendo emitidos na ponta pela cliente. A resultante final destas melhorias devem se traduzir em aumento das vendas, da produtividade das lojas e da margem bruta. Assim como no caso dos 'estilos de vida' – cujos resultados se fizeram

sentir de verdade a partir de 2009 –, estes aperfeiçoamentos também devem demorar a produzir efeitos. Em compensação, descortinam uma agenda de trabalho que se desdobra no tempo, oferecendo um painel de sucessivas oportunidades. Por exemplo, a Renner vem aproveitando o ambiente de mudanças para implementação do projeto para enfatizar a importância da 'simplicidade' como valor corporativo. Com isso, tem-se eliminado uma série de tarefas internas desnecessárias, rotinas que pouco afetam o nível de satisfação do cliente ou o desempenho final do negócio.

Sabemos que o novo programa logístico é complexo e exige um esforço coletivo das diversas unidades de negócio da companhia, envolvendo riscos de execução relevantes. Tudo, desde o desenho das coleções até o treinamento dos atendentes nas lojas, deve ser adaptado para tornar-se consistente com a filosofia do modelo *push and pull/fast fashion*. Ao mesmo tempo, justamente por sua abrangência e profundidade, pode promover um novo deslocamento para cima da margem operacional da companhia, a exemplo de outras iniciativas anteriores bem sucedidas.

Esta combinação de ganhos contínuos de produtividade e expansão de margens num ambiente competitivo favorável proporciona à Renner um horizonte promissor de crescimento rentável. A companhia ainda vislumbra grande potencial de expansão, projetando chegar em 2021 com 408 lojas, sem falar na aposta na Camicado (casa e decoração) e na YouCom (moda jovem). Ou seja, os ganhos de eficiência operacional permitem à Renner se estabelecer em regiões cujos *economics* podem não se

### *Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa* Desempenho em R\$ até dezembro de 2014

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
<b>60 meses</b>	85,5%	-4,5%	-27,1%
<b>36 meses</b>	40,6%	5,1%	-11,9%
<b>24 meses</b>	13,2%	-5,8%	-18,0%
<b>12 meses</b>	6,6%	-2,8%	-2,9%

Valor da cota em 31/12/2014 = R\$ 456,671033174



mostrar atrativos para empresas com margens menores. Neste modelo, eficiência, escala e crescimento produzem feedbacks positivos, se autoalimentam, fazendo com que a Renner consiga reinvestir seus lucros a taxas de retorno bastante elevadas ao longo do tempo.

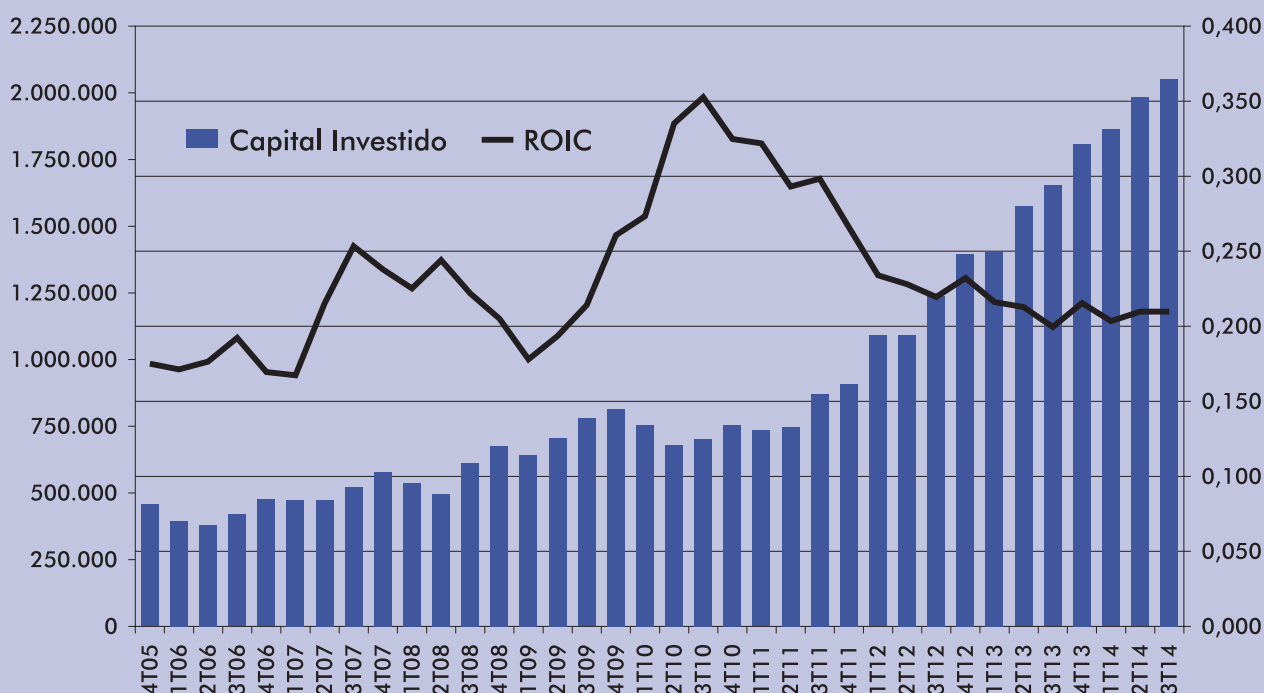
Vejamos então os riscos e os principais contra argumentos da nossa tese.

No Gráfico 2, vemos o capital investido da Renner multiplicar por três nos últimos quatro anos comprimindo o ROIC da companhia de 32% para 21%, fato que tem gerado algum desconforto entre investidores, principalmente aqueles mais preocupados com os resultados de curto prazo. Sabemos que este aumento de recursos comprometidos impõe um desafio adicional à companhia, para torná-los rentáveis precisamente num momento econômico desfavorável para o país. Nosso reflexo é o de olhar este fenômeno numa perspectiva mais ampla, entendendo-o como um esforço de adiantamento de recursos no presente para colocar a companhia em condições de capturar ganhos consistentes no futuro, conforme descrevemos acima. O ambiente macro sugere ajustes, redução das transferências, possivelmente com queda do poder de compra do consumidor e eventualmente até algum efeito

no emprego. Sem dúvida, um contexto desafiador que deverá impactar as vendas. Mas não acreditamos que as mulheres deixarão de comprar moda e, na briga pelo *share of wallet* da consumidora, vemos a Renner com uma proposta de valor mais interessante. Um impacto mais preocupante numa eventual deterioração do ambiente macro seria no aumento da inadimplência da carteira da Renner. Como toda operação de crédito, está sujeita às flutuações dos ciclos econômicos. Aqui, novamente, vemos a Renner com uma longa história de comprovada disciplina e conservadorismo na gestão financeira, mas é um tema a ser acompanhado.

Além disso, pairam no ar as ameaças competitivas descritas acima. Principalmente, o e-commerce, trazendo os novos conceitos do varejo *omni-channel*, uma ruptura que já se tornou realidade lá fora. A transformação do online é tão aguda que até mesmo o investimento recente do projeto *push and pull* se tornaria anacrônico, já que a logística nas vendas nesse canal obedece dinâmica diversa. A ameaça de ruptura provocada pelo e-commerce é algo que nos preocupa. Sabemos que a companhia acompanha este movimento, confiamos na capacidade de adaptação da Renner, mas seguimos atentos à velocidade de desdobramentos desse fenômeno.

Gráfico 2 - Retorno Sobre o Capital Investido



Outro tema recorrente de preocupação entre os investidores diz respeito à sucessão do Galló. A Renner conta hoje com executivos qualificados, um grupo de líderes que está na companhia há bastante tempo e conhece profundamente o negócio. Já há, portanto, um ‘depósito’ genuíno de talentos sendo preparados, de onde espera-se fluir uma indicação, digamos, mais orgânica à companhia. Pela sua ascendência, nos parece natural esperar que o próprio Galló lidere este processo, conferindo-o ainda mais legitimidade. A exemplo de outras experiências de sucessão bem conduzidas, uma etapa importante deste gradualismo deve se dar com a presença do atual CEO no Conselho de Administração, a partir do momento em que a transição estiver encaminhada. De qualquer forma, o item merece orbitar desde já a pauta deste Conselho de Administração, principalmente no momento em que se desenha o pacote de remuneração dos principais executivos da companhia.

Nesse aspecto, nossa recomendação como investidor participativo seria de lembrar que, pelo histórico de acertos, Galló e sua equipe merecem o benefício da dúvida. Ou seja, a estrutura de governança deveria ser tal que permita aos executivos propor com autonomia as iniciativas, ficando o Conselho da Administração a cargo do monitoramento de sua execução. Ao Conselho cabe também a importante tarefa de desenhar o sistema de remuneração. Além de perseguir os objetivos gerais de atrair, reter e motivar talentos, a arte de um bom pacote de remuneração consiste em especificar as metas de cada colaborador, conectando-as aos propósitos do planejamento estratégico. Não temos espaço nem intenção de desenvolver este assunto aqui. Postos a escolher uma única recomendação no caso da Renner, sugerimos que este núcleo de *top managers* seja beneficiário de um pacote de opções que lhes dê maior exposição econômica à companhia. Parece anacrônico, no momento em que as classes diferenciadas de ações viram moda, com os Google, Facebook e Alibaba, onde se pretende dar mais voto aos acionistas com pouca *ownership*, em relação à Renner defendemos precisamente o contrário, dar mais *ownership* aos executivos com pouco voto.

O *valuation* da Renner hoje já não é mais aquela barganha lá de trás. Nem poderia ser. A companhia negocia hoje num P/L 2015 ao redor de 17x, o que significa que algum crescimento para os próximos anos está contratado no valor de mercado da companhia. A análise por múltiplos é uma fotografia simplista e não captura a dinâmica do ciclo de investimentos recentes que mencionamos há pouco. Na nossa visão, dado o histórico bem sucedido

de *ramp up* operacional na abertura de lojas da Renner, faz sentido ajustar este múltiplo pelos investimentos das lojas não maduras – capex já incorrido, mas ainda sem reflexo positivo no demonstrativo de resultados.

Elementos externos à parte, no varejo de moda, a competência do *management* faz especial diferença. Negócio que depende em última instância de uma decisão de consumo onde concorrem inúmeras variáveis fluidas: preferências e gostos dos indivíduos, elementos subjetivos como sensação de *empowerment* e exclusividade, experiência do momento do ato da compra, oscilações de clima. A oferta de produtos deve se adequar aos caprichos dessa realidade cambiante. E toda cadeia produtiva tem que se movimentar com agilidade para atualizar os sinais instantâneos emitidos pelos pontos de vendas. Trata-se de um negócio intensivo em gestão.

Neste ambiente volátil, impressiona a consistência da Renner e a assertividade de diversos *insights* precoces, revelados já lá em 1992. O princípio do “encantamento” – elevado à condição de ‘missão’ corporativa – poderia ser visto como recomendação típica de um texto de neuromarketing atual, na fronteira das pesquisas aplicadas de psicologia do consumo: a necessidade de se criar uma “conectividade neurológica” com o consumidor, uma identidade emocional, uma ligação psicológica profunda. Assim como outros elementos tão presentes hoje nas discussões dos modelos de negócios das empresas de consumo, como a preocupação com a experiência da compra, estímulo ao consumo por impulso, autoatendimento, tudo isso já estava na pauta da Renner lá atrás. O acerto do reposicionamento estratégico na época, e a execução precisa posterior, respeitando o gradualismo necessário até que os 4 Ps (preço, produto, ponto de venda e promoção), descritos na Carta anterior ficassem harmonicamente dispostos, é uma aula de *turnaround* de varejo, algo que ironicamente, a própria JCP não seria capaz de executar vinte anos depois<sup>2</sup>. A visão de que o futuro da companhia dependeria do desenvolvimento da cadeia de fornecedores, de uma infraestrutura tecnológica no estado da arte, de uma cultura corporativa construída na base de intenso treinamento, de que a Renner deveria

---

2 Em novembro de 2011, Ron Johnson, credenciado pelo seu background bem sucedido na Target e na Apple, tornou-se CEO da JCP com a missão de revitalizar a companhia. Johnson anunciou um plano ambicioso visando adaptar a JCP às novas exigências do consumidor moderno, a chamada geração millennial. Na sua visão, era preciso reconfigurar todo o conceito das lojas, promovendo uma transformação radical na experiência de consumo. Johnson alterou do dia para noite a política de preços da companhia, tradicionalmente baseada em descontos. O resultado, um fracasso absoluto. Mexeu no Preço, sem antes entregar o Produto. A JCP de 2012 parece não ter aprendido com a Renner de 1992.

# DYNAMO COUGAR x FGV-100 x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMOCOUGAR*		IBOVESPA***	
	NoAno	Desde 01/09/93	NoAno	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	-1,4%	914,5%
2013	-7,3%	1.7456,8%	-26,3%	647,9%
2014	-6,0%	1.6401,5%	-14,4%	540,4%

2014	DYNAMOCOUGAR*		IBOVESPA***	
	NoMês	NoAno	NoMês	NoAno
JAN	-7,3%	-7,3%	-10,7%	-10,7%
FEV	3,4%	-4,2%	2,8%	-8,2%
MAR	6,9%	2,5%	10,4%	1,3%
ABR	3,1%	5,6%	3,6%	5,0%
MAI	-0,2%	5,4%	-0,9%	4,1%
JUN	4,7%	10,4%	5,5%	9,8%
JUL	-1,7%	8,4%	2,0%	12,0%
AGO	6,0%	14,9%	11,1%	24,5%
SET	-12,5%	0,5%	-19,3%	0,4%
OUT	2,0%	2,5%	1,2%	1,6%
NOV	-1,6%	0,9%	-4,5%	-2,4%
DEZ	-6,8%	-6,0%	-11,8%	-14,4%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 2.099.201.428

(\*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (\*\*) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (\*\*\*) Ibovespa Fechamento.

tornar-se um player nacional, que a expansão se daria acompanhando os *shoppings centers* principalmente, e num primeiro momento ocupando espaço de outros varejistas, são outros exemplos de insights certos. De mãos dadas aos sucessivos acertos estratégicos, uma execução precisa, refletida nos resultados operacionais e financeiros. Nesses vinte e poucos anos à frente da Renner, Galló e sua equipe parecem ter o dom de domesticar aquelas variáveis rebeldes do consumo, transformando-as em geometrias conhecidas, os quatro vértices do varejo, conferindo à trajetória da Renner a mesma consistência do palíndromo, expressão de seu próprio nome.

“A Renner é um empresa que se reinventa”, dizia a Administração no relatório anual de 2005, quando a JCP deixava a companhia e a Renner se transformava numa *corporation*. Chama a atenção que uma empresa tenha sofrido mudanças societárias tão radicais em tão pouco tempo sem acusar qualquer reflexo no dia a dia das operações. Controle familiar, passando a subsidiária de multinacional até finalmente transformar-se em *corporation*, tudo isso em menos de uma década. Sem qualquer inércia ou paralisia. Ao contrário, desde então uma trajetória contínua de crescimento de receita e de lucro operacional.

Só há uma explicação razoável para o fenômeno. Enquanto a propriedade das ações trocava de endereço, o papel de “dono da companhia” foi preenchido pela atuação de executivos competentes. Este grupo concebeu e executou todas as grandes decisões estratégicas da companhia, subvertendo livros-texto e o *establishment*. Na história da Renner, o Agente é o principal. E o Principal, coadjuvante do agente.

Rio de Janeiro, 19 de janeiro de 2015.

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

[www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

**DYNAMO**

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720