

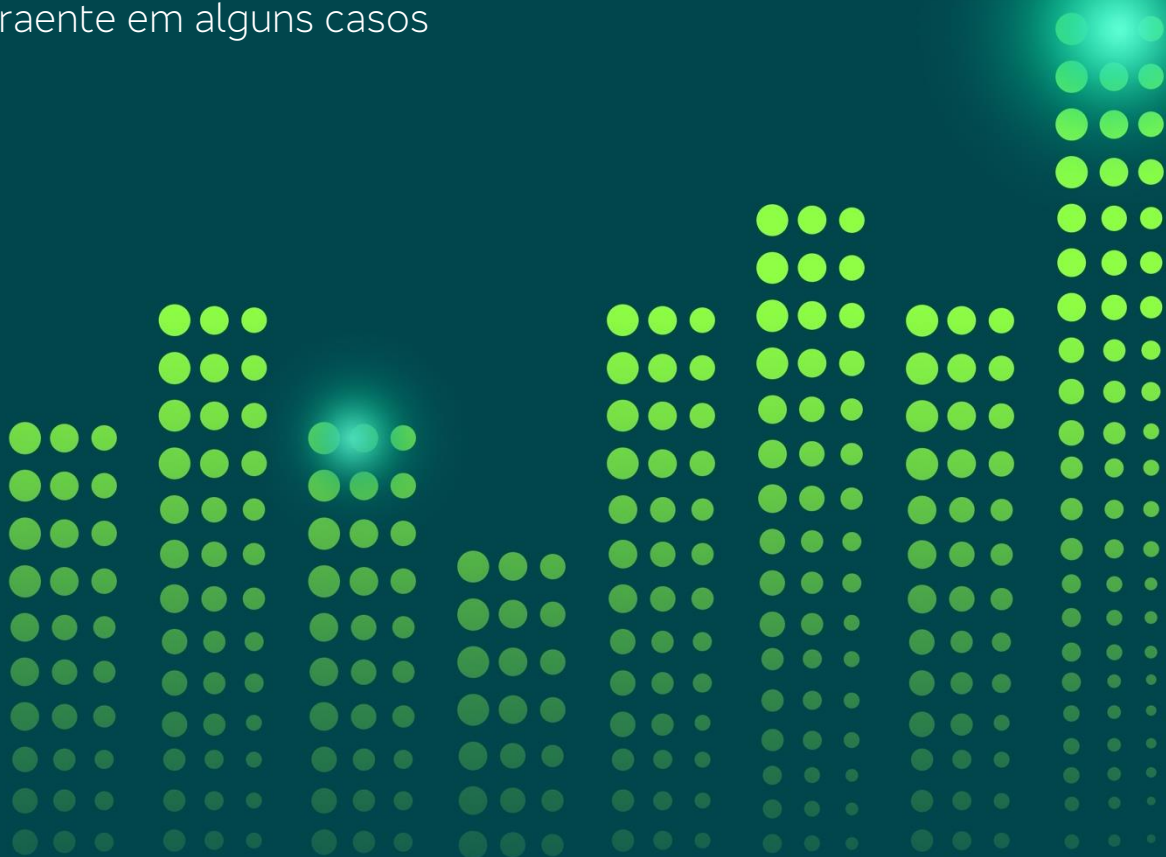
Ágora Insights

Análise Setorial

Varejo

Janeiro, 2023

Apesar de um ambiente volátil, o ponto de entrada parece atraente em alguns casos



Apesar de um ambiente volátil, o ponto de entrada parece atraente em alguns casos

- > Iniciamos a cobertura do Grupo Soma (SOMA3) e revisamos a cobertura de outras seis empresas de vestuário, sendo que a nossa ordem de preferência é ARZZ3 (Compra, preço-alvo de R\$ 100,00), SOMA3 (Compra, preço-alvo de R\$ 13,00), LREN3 (Compra, preço-alvo de R\$ 25,00), SBFG3 (Compra, preço-alvo de R\$ 15,00).
- > As empresas com recomendação de Compra geram mais valor econômico real do que o valor atualmente precificado e, negociando entre 10 a 15x o múltiplo P/L para 2023, não refletem adequadamente seu ROIC de mais de 15% e crescimento de lucros de dois dígitos a longo prazo.
- > Embora consideremos que os resultados de 2023 são altamente arriscados e enxerguemos espaço para revisões baixistas para o consenso dos lucros em geral, vemos menor risco relativo para ARZZ3.

Ambiente pouco inspirador e ponto de inflexão pouco claro, mas vemos boas oportunidades de médio/longo prazo... As ações das varejistas de vestuário sob nossa cobertura caíram 28% nos últimos doze meses (contra um avanço de 6% do Ibovespa), refletindo o sentimento negativo que pesa sobre as teses de consumo discricionário, que normalmente sofrem mais durante os períodos incertos. Não é comum, no entanto, ver os principais players do setor negociando com múltiplos P/L baixos, enquanto, ao mesmo tempo, é difícil prever com precisão quanto tempo durará a incerteza doméstica. Tendo isso em mente, construímos uma estrutura de seleção de ações que inclui sete filtros diferentes: (i) crescimento de lucros/análise de risco (ARZZ3 e SOMA3 têm melhor equilíbrio); (ii) espaço para revisão de lucros em 2023 (ARZZ3 tem risco de alta); (iii) dinâmica de curto prazo (ARZZ3 deve ter um 4T22 forte); (iv) estrutura de capital; (v) liquidez das ações; (vi) Evolução do ROIC (ARZZ3, novamente, se destaca); e (vii) potencial de valorização em relação ao nosso preço-alvo.

Mapeando/classificando o risco: espaço generalizado para revisões para baixo, mas ARZZ3 parece ser a exceção - inclusive com risco de alta. Vemos as projeções de consenso para os lucros em 2023 como arriscadas e, neste ambiente volátil, mapeamos os impulsionadores para fazer os números superarem ou desapontarem as estimativas. No geral, estamos céticos em relação à produtividade de vendas e abaixo do consenso para este ano. Players focados em segmentos de baixa renda (itens discricionários em uma economia difícil) e/ou com alta alavancagem financeira (altas taxas de juros) têm perspectivas de lucros mais complicadas – isso inclui C&A, Guararapes e Marisa, por exemplo. Em contraste, devido ao seu posicionamento para um público de maior renda, melhor execução e balanços mais enxutos, vemos a Arezzo&Co, seguida pelo Grupo Soma e Lojas Renner, como tendo maiores chances de alcançar as nossas projeções, que já também estamos abaixo do consenso nestes casos.

Nosso estudo sobre o retorno (ROIC) confirma os vencedores: Arezzo&Co se destaca, novamente. Em geral, os retornos antes e pós-pandemia diminuíram, embora alguns players ainda continuem auferindo ROIC de dois dígitos médios, mesmo durante períodos de estresse operacional e integração de fusões e aquisições. É o caso de Arezzo&Co, Grupo Soma, Lojas Renner e Grupo SBF, que estão melhor posicionados para surfar a maturação do capital empregado entre 2020 e 2022. Notavelmente, o ROIC da Arezzo em 2022, de quase 30%, é o mais alto (SBF: 14% / Soma: 13% / Renner: 12%) e, em nossa opinião, com risco de alta, devido a uma combinação de qualidade do ativo, gestão e habilidade de execução.

Pedro Pinto 

José Cataldo 

ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.



Depois de analisar a fundo as tendências do ROIC para avaliar o valor real por trás dos descontados múltiplos, descobrimos que: (i) Arezzo&Co é a melhor alocadora de capital da categoria, com ROIC crescente, apesar do capital relevante empregado em fusões e aquisições transformacionais; (ii) A Lojas Renner foi atingida por pesados investimentos na plataforma digital e deterioração do crédito – a tendência do ROIC pode se recuperar daqui para frente, mas provavelmente será menor em relação ao pré-pandemia; (iii) A aquisição da Hering mudou substancialmente a dinâmica do Grupo Soma, mas o foco deve estar no futuro, que é promissor em nossa visão; (iv)) No Grupo SBF, a Fisia (Nike Brasil aumentou a necessidade de capital, mas mais do que compensada por seu crescimento; e, finalmente (v) Guararapes, C&A e Lojas Marisa estão enfrentando dificuldades para compensar seu custo de capital.

Apesar de um ambiente volátil, o ponto de entrada parece atraente em alguns casos. Os atuais níveis de preços refletem, em nossa opinião, premissas de custo de capital muito altas, que também usamos em nossos modelos, por enquanto. De fato, as perspectivas são pouco inspiradoras (taxas de juros de dois dígitos e diminuindo o poder de compra das famílias), e é por isso que a nossa projeção de crescimento de lucros em 2023 está abaixo do consenso. No entanto, o que chama a atenção é que Arezzo&Co, Grupo Soma, Lojas Renner, e Grupo SBF estão negociando entre 10 e 15x o múltiplo P/L para 2023, o que implica uma projeção muito conservadora de que os resultados “normalizados” seriam alcançados apenas em 3 ou 4 anos. Em nossa estimativa, isso é injustificado considerando o potencial de consolidação e habilidades de execução dessas empresas, mesmo em um cenário desafiador.

Principais Recomendações:

	Arezzo&Co (ARZZ3)	Grupo Soma (SOMA3)	Grupo SBF (SBFG3)
Recomendação	Compra	Compra	Compra
Preço-Alvo (2023)	R\$ 100,00	R\$ 13,00	R\$ 15,00
Prós	Forte conhecimento da marca + Posicionamento Defensivo	Marca mais diversificada Portfólio, incluindo a Hering	Varejista líder em artigos esportivos no Brasil
	Crescimento relativamente mais alto + perfil de retorno mais alto	Operação Internacional em crescimento	Representante exclusivo da Nike no Brasil
Contras	Risco de Moda	Risco de Moda	Mix de vendas altamente discricionário
	Comparações difíceis + Possíveis fusões e aquisições fracassadas	Recuperação da Hering pode ser um risco	Dependente das maiores marcas de artigos esportivos

Fonte: Bradesco BBI

Arezzo&CO (ARZZ3): Crescimento e retornos acima da média merecem um prêmio

A Arezzo&Co tem sido a empresa que melhor navegou as condições do mercado de vestuário/calçado no Brasil desde o início da pandemia. A empresa conseguiu complementar a sua marca e portfólio por meio de movimentações inorgânicas (principalmente o licenciamento de Reserva e Vans), aprimorar suas operações digitais e reverter as perdas das operações nos Estados Unidos, bem como reacender o crescimento e a participação no mercado em relação às marcas legadas. No estágio atual, Arezzo tem quase 2,5x seu tamanho pré-pandêmico, com crescimento e margens ainda maiores. A forte capacidade de branding da Arezzo&Co e a capacidade de identificar tendências de consumo, acompanhadas de uma resposta rápida da oferta e boa assertividade na precificação por meio de suas marcas e canais complementares, oferecem uma vantagem competitiva difícil de replicar, o que deve sustentar a liderança em seus nichos por muito mais tempo, a nosso ver.

Valuation. O atual múltiplo P/L de 15,6x implica um prêmio em relação ao restante de nossa cobertura, mas isso achamos que se justifica dada a: (i) forte dinâmica operacional; (ii) abundantes estratégias para desbloquear valor, orgânica e inorganicamente, sustentado por um sólido histórico de alocação de capital; e (iii) sua leve estrutura de capital em um ambiente de altas taxas de juros. Notavelmente, em nosso modelo, não assumimos nenhum movimento de fusão ou aquisição (M&A), embora a administração tenha dito que poderia perseguir ativos complementares. Nosso preço-alvo de R\$ 100,00 implica um múltiplo alvo de 20x, impulsionado por nossa visão de que a empresa deve continuar crescendo à frente de pares, enquanto seu perfil de retorno não apenas os supera, mas também se expande ainda mais.

O que observar em 2023? Esperamos ver com que rapidez as estratégias mais recentes evoluem. Estas vão desde aqueles projetos que são mais incipientes (e muito cedo para mover o agulha) como Carol Bassi e “Schutz Full Look”, até mais maduros (e capazes de causar impacto sobre receitas) como Reserva e Vans (ambas representam 33% da receita total, crescendo 10 pp acima da média da empresa). A parte mais desafiadora, em nossa opinião, é: (i) manter as marcas legadas (ou seja, Arezzo, Schutz e Anacapri) crescendo em um ritmo saudável (ou seja, 10 a 15% ao ano); e (ii) combinando crescimento saudável (em torno de 20% ao ano) e rentabilidade nos EUA. A agenda de fusões e aquisições continua sobre a mesa e não descartaríamos a possibilidade de aquisições adicionais nos próximos meses – o que, dependendo de sua magnitude, poderia aumentar o entusiasmo do mercado com a tese.

Principais gatilhos. Em linha com o que sustentou o múltiplo premium de ARZZ3 no último ano, uma revisão para cima no crescimento traria impacto positivo. M&A foi também um importante catalisador e movimentos inorgânicos adicionais podem estimular ainda mais os investidores. Em relação às operações nos Estados Unidos, indícios mais claros de um mix mais saudável de crescimento e rentabilidade seria um bom presságio para a tese.

Principais riscos. À medida que as bases de comparação ficam difíceis, espera-se uma desaceleração suave do crescimento. Ainda assim, as expectativas são altas e, dependendo da magnitude da desaceleração das vendas, esperaríamos uma redução de múltiplos. Resultados decepcionantes das operações nos Estados Unidos, principalmente do ponto de vista de rentabilidade, pesariam negativamente. Além disso, uma potencial revisão dos benefícios fiscais no Brasil impactaria os resultados.

Arezzo&CO					
R\$ Milhões	2022E	2023E	Δ %	2024E	Δ %
Receita Líquida	4.254	4.911	15,4%	5.517	12,3%
EBITDA Ajustado	664	797	20,0%	941	18,1%
Margem EBITDA	15,6%	16,2%	0,6 p.p.	17,1%	0,8 p.p.
Lucro Líquido	438	536	22,4%	637	18,8%

Fontes: Bradesco BBI

Grupo Soma (SOMA3): Queda recente oferece um ponto de entrada atraente

O Grupo Soma tem realizado com maestria um percurso notável relacionado com crescimento orgânico e inorgânico. Agora composto por 10 marcas, o grupo desfruta de uma trajetória de sucesso e modelo bem ajustado em que a “plataforma” não interfere no processo criativo de cada marca – pelo contrário, pode ser um provedor de alavancas de execução para fazê-las prosperar em cada contexto de maturação e proposta de valor. Desde a aquisição da Hering, em 2021, o Grupo Soma tornou seu portfólio de marcas ainda mais abrangente, com diferentes nichos (por exemplo, feminino, masculino, infantil), de renda muito alta ao posicionamento de mercado de massa. É importante ressaltar que o Grupo Soma (particularmente a marca Farm) tem uma operação crescente no exterior, que registra grandes índices de crescimento e retornos acima da média – respondendo por 8% das receitas consolidadas em 2022.

Valuation. O múltiplo estrutural das ações daqui para frente dependerá, principalmente, de sua capacidade de reanimar as operações da Hering: se der errado, será difícil ver reclassificações altistas. Por outro lado, se correr bem, a oportunidade de ganhos é enorme. A preços atuais, vemos pouca (ou nenhuma) disposição do mercado para pagar a maior parte das sinergias e, apesar de nossas projeções conservadoras (esperamos crescimento médio de receita de 11% entre 2022 e 2026), vemos um ponto de entrada atraente agora. Em nossa análise, vemos o perfil de retorno do Grupo Soma mostrando importantes mudanças após a absorção da Hering. No entanto seu ainda considerável potencial de crescimento não parece devidamente incorporado nos atuais múltiplos, daí nossa recomendação de Compra. Nosso preço-alvo implica em P/L alvo ao redor de 19x, impulsionado por nossa visão de que a empresa poderia manter a dinâmica positiva em marcas principais, além da recuperação da Hering.

O que observar em 2023? Esperamos que o crescimento continue a ser impulsionado, principalmente, pela Farm Global (de 25 a 30% ao ano), NV (ao redor de 20%) e Farm Brasil (em torno de 15%). À medida que as bases de comparação ficam mais difíceis e as condições econômicas não apontam para um cenário de céu azul, somos um pouco mais conservadores do que consenso sobre o crescimento de receita (usando a mesma abordagem para outras empresas também) – assumindo 12% em nossas estimativas. Esperamos que a Hering (quase 42% das receitas consolidadas) continue sua jornada de aprimoramento de suas operações, melhorando as cobranças, o abastecimento e assertividade de estoque, para assim reforçar os canais, principalmente multimarcas, onde o déficit é maior na fase atual. Em relação ao Grupo Soma excluindo a Hering, esperamos que a Farm Global abra três novas lojas e abocanhe mais participação no canal de atacado. No Brasil, esperamos que a Farm Brasil abra 15 novas lojas e a NV potencialize o digital e aumente a importância da multimarca nas vendas.

Principais gatilhos. Entre todas as marcas, o desempenho da Hering é o principal indicador para justificar revisões de estimativas e, portanto, uma reclassificação – assim, recuperar a proposta de valor da marca é chave para entregar uma boa sustentabilidade do crescimento, e melhorar a rentabilidade é chave neste processo. Sobre a portfólio de marcas “legado”, a manutenção de fortes níveis de crescimento por mais tempo para Farm Global, Farm Brasil e NV acrescentaria mais confiança aos investidores. A participação de mercado de um dígito da Animale em seu nicho, em meio a uma frágil cenário competitivo, pode desencadear uma surpresa de crescimento, sendo também um potencial gatilho.

Principais riscos. Destacamos: (i) recuperação mais lenta do que o esperado das operações da Hering; (ii) potencial desaceleração significativa no crescimento da Farm Global/Brasil e NV; e (iii) uma revisão potencial de benefícios fiscais, o que afetaria os lucros e o *valuation*.

Grupo Soma					
R\$ Milhões	2022E	2023E	Δ %	2024E	Δ %
Receita Líquida	4.880	5.499	12,7%	6.101	10,9%
EBITDA Ajustado	732	868	18,6%	1.018	17,3%
Margem EBITDA	15,0%	15,8%	0,8 p.p.	16,7%	0,9 p.p.
Lucro Líquido	398	518	30,2%	666	28,6%

Fontes: Bradesco BBI

Lojas Renner (LREN3): Valuation descolado dos fundamentos

A Lojas Renner possui um dos mais longos históricos de execução entre as empresas listadas. De fato, desde seu IPO em 2005, a Lojas Renner construiu uma próspera combinação de (i) expansão da área de vendas (base de lojas aumentou 5x), (ii) retornos atraentes (com ROIC em nível de loja consistentemente acima de 20%) e (iii) serviços financeiros (20% do EBITDA e sempre um impulsionador para vendas no varejo), que são essenciais para sustentar um crescimento anual médio de 20% entre 2005 e 2019. Esta jornada não seria possível sem uma proposta de valor consistente, bons processos, execução e uma estratégia com visão de futuro. A partir de 2020, algumas mudanças da Lojas shopping Renner foram exigidas para sustentar esse bom crescimento dos lucros, já que a principal alavanca de crescimento (expansão de lojas em centers) não foi suficiente para manter o ritmo anterior. Entre as mudanças, aprimoramento profundo nos canais digitais, aceleração da expansão das lojas de rua e a reformulação da proposta de serviços financeiros da Realize foram os principais condutores para mantê-la crescendo de forma consistente.

Valuation. No estágio atual, a Lojas Renner está no meio da jornada – o digital já representa 14,5% das vendas totais e uma pequena amostra de novas lojas de rua mostra um potencial desempenho inicial. Nesta transição, os retornos foram pressionados contra o que costumavam ser antes da pandemia, mas, importante, permaneceram em níveis saudáveis e devem apresentar tendência de alta, já que grande parte do capital investido já está alocado e a empresa começa a colher os frutos a partir de agora. Negociando a 13,7x o múltiplo P/L, perto de suas mínimas nos últimos 10 anos, o perfil consolidador da Lojas Renner, aliado ao seu ROIC estruturalmente atraente (e ascendente), requer uma reavaliação, a nosso ver – portanto, temos recomendação de Compra para LREN3.

O que observar em 2023? Esperamos a retomada da expansão da área de vendas da Lojas Renner em níveis mais normalizados (40 novas lojas), que deve ser mais direcionada para lojas de rua em vez de baseadas em shopping. Na frente digital, esperamos ver o impacto gradual do novo centro de distribuição trazendo eficiência tanto para o frete quanto para os prazos de entrega – grande efeito por trás de nossa expansão de margem EBITDA de varejo de 1,3 pp em 2023 –, além de desbloquear mais vendas. Os resultados da Realize são um grande ponto de interrogação – seja de níveis de portfólio ou de tendências de provisão – e trazem volatilidade para o EBITDA – assumimos R\$ 104 milhões nessa frente.

Principais gatilhos. Indicações sólidas de crescimento nominal do EBITDA do varejo – provenientes de um crescimento mais rápido ou recuperação de margem mais rápida – é o que mais impulsionaria os lucros e o sentimento do mercado. Além disso, evidências mais rápidas de consistência na economia, tanto no canal de comércio eletrônico quanto as novas lojas de rua, reduziriam o risco da percepção de crescimento futuro sustentável.

Principais riscos. Desempenho de receita mais fraco do que o esperado, bem como um caminho de evolução lento para os números de EBITDA de varejo e serviços financeiros seriam os principais indicadores antecedentes para o mau desempenho das ações. Uma possível revisão dos benefícios fiscais, incluindo juros sobre capital próprio e outros incentivos fiscais, podem afetar substancialmente também.

Lojas Renner					
R\$ Milhões	2022E	2023E	Δ %	2024E	Δ %
Receita Líquida	11.628	12.888	10,8%	14.201	10,2%
EBITDA Ajustado	2.382	2.615	9,8%	3.250	24,3%
Margem EBITDA	20,5%	20,3%	-0,2 p.p.	22,9%	2,6 p.p.
Lucro Líquido	1.259	1.399	11,1%	1.792	28,1%

Fontes: Bradesco BBI

Grupo SBF (SBFG3): Oportunidades atraentes de expansão de margem

O Grupo SBF é um dos principais varejistas de artigos esportivos do Brasil, reunindo a marca Centauro com operações de varejo omnichannel (233 lojas), e a Fisia, que é representante exclusiva do Marca Nike no Brasil (distribuição de produtos, lojas Nike e operações de e-commerce). Por um lado, a criação de valor da Centauro é semelhante à maioria dos tradicionais varejistas e depende principalmente da expansão da área de vendas (espaço deve quase dobrar), desbloqueando alavancagem operacional e aprimoramento do digital/omnichannel. Por outro lado, a Fisia está no meio dessa jornada estratégica, que contempla maior participação dos canais direto ao consumidor nas vendas.

Valuation. Vemos um importante caminho de crescimento dos lucros no médio a longo prazo, dado que: (i) a marca Nike continua com uma pista de crescimento no Brasil, pois ainda é pouco penetrada em alguns indicadores em comparação com outras regiões, como consumo per capita, além das oportunidades para produtos femininos, de vestuário e casuais, etc.; (ii) A Fisia continua avançando em sua reequilíbrio contínuo dos canais para desbloquear ainda mais as margens; (iii) A Centauro ainda tem potencial para quase dobrar sua base de lojas, que deve ser acompanhada de alavancagem operacional ao longo do tempo. Também reconhecemos que os mais recentes trimestres foram decepcionantes e não são um bom presságio para o momento, mas, apesar do ciclo de baixa, a empresa continua com um bom perfil de retorno, tendo espaço para crescimento de dois dígitos por muitos anos – esperamos que seja, em média, de 26%. No geral, esse mix parece ter um preço injusto no atual múltiplo P/L de 9,2x – e, portanto, temos uma recomendação de Compra.

O que observar em 2023? Esperamos que a estratégia do Grupo SBF mude um pouco, passando de uma abordagem mais voltada para o investimento – vista em 2022 – para uma abordagem mais voltada para a lucratividade/fluxo de caixa. O caminho para que essa meta seja alcançada deve ser, principalmente, por meio de menos aberturas de lojas (esperamos 14 aberturas para o grupo como um todo) e melhor eficiência de custos, elevando a margem EBITDA para 14,6%, em nossos números. Em termos de estratégia, vemos a administração colocando esforços em: (i) aumentar a estratégia de marketplace na Fisia; (ii) lançamento do aplicativo da Fisia; (iii) desbloqueio de mais benefícios fiscais das operações da Fisia; e (iv) restabelecer uma melhor experiência sob a bandeira Centauro, já que não era uma prioridade máxima.

Principais gatilhos. A recuperação da margem EBITDA é, a nosso ver, a principal alavanca para resultados consistentes e, portanto, uma reclassificação. Outra alavanca são os níveis consistentes de crescimento da Fisia, validando a tese da Nike no Brasil.

Principais riscos. A incapacidade de reverter as pressões de lucratividade durante 2023 diminuiria a confiança do mercado na capacidade da empresa de aumentar efetivamente os lucros daqui para frente. O Grupo SBF desfruta de benefícios fiscais e seria impactado negativamente no caso de uma revisão fiscal. A não renovação do acordo com a Nike é um grande risco.

Grupo SBF R\$ Milhões	2022E	2023E	Δ %	2024E	Δ %
Receita Líquida	6.251	6.892	10,3%	7.841	13,8%
EBITDA Ajustado	777	1.005	29,3%	1.204	19,8%
Margem EBITDA	12,4%	14,6%	2,2 p.p.	15,4%	0,8 p.p.
Lucro Líquido	188	298	58,5%	433	45,3%

Fontes: Bradesco BBI

Guararapes (GUAR3): Dinâmica de resultado desafiadora para o curto prazo

A execução da Guararapes é historicamente marcada por altos e baixos, consistentemente ficando atrás da Renner, seu par mais próximo, em vendas (SSS ou vendas de mesmas lojas por m²) e margens brutas, o que acaba levando a retornos estruturais significativamente mais baixos (ROIC pré-pandêmico de 4-8%). Esses fundamentos, combinados com baixa liquidez (o free float representa 17% do patrimônio e baixo volume de negócios – em torno de R\$ 15 milhões), levou a um desconto no múltiplo P/L estrutural de 35 a 40% para Lojas Renner. Além disso, a dependência excessiva da Guararapes em serviços financeiros (quase 40% do EBITDA histórico) pode parecer um passivo no atual ambiente avesso ao risco se a qualidade dos ativos se deteriorar ainda mais. A partir de 2020, a expansão digital tomou parte relevante da agenda da Guararapes e de seus investimentos, o que era a coisa certa a fazer, pois as lojas estavam fechadas. Agora, a intensa competição na arena digital mudou os custos aquisição de clientes para um patamar mais elevado, levando o foco da empresa de volta à operação de loja física, já que no comércio eletrônico os retornos ficaram menores.

Valuation. O foco da Guararapes para 2023 é enxugar gastos (principalmente relacionados ao marketing digital) para aumentar a lucratividade, a fim de lidar com as pesadas despesas de juros de seu balanço alavancado (3,2x a relação dívida/EBITDA no 3T22). Essas partes móveis podem potencialmente resultar em uma margem líquida ainda “ínfima” de 1,4% para 2023, o que implicaria um elevado múltiplo P/L de 22,2x para 2023 (o mais alto de nossa cobertura de vestuário e calçados), com a maior parte da recuperação do resultado final acontecendo quando as taxas de juros diminuírem e os serviços financeiros se recuperarem (em 2024, de acordo com nossa modelagem). Ainda assim, o múltiplo P/VPA (de 0,5x) fornece uma proteção para um risco de queda forte.

O que observar em 2023? Esperamos expansão da área de vendas da Guararapes, focada em formatos de menor porte (Carters e Casa Riachuelo). Seu negócio de serviços financeiros deve mostrar alguma recuperação (respondendo por 48% de crescimento do EBITDA), embora ainda com desempenho abaixo de 2019, que, quando combinados com controles de despesas, devem gerar um resultado consolidado significativo (crescimento de 32%). Também esperamos um foco mais forte na proteção de caixa, dada altas incertezas.

Principais gatilhos. Uma melhoria nas tendências de qualidade de ativos pode reduzir as percepções de risco na Midway (braço de serviços financeiros da Guararapes), que está atualmente em um ponto baixo em termos de contribuições para EBITDA consolidado e pode indicar que uma recuperação total dos lucros está mais próxima do que o esperado. Por outro lado, uma maior deterioração da Midway ou uma recuperação mais lenta da margem EBITDA do varejo podem desencadear uma queda das ações da Guararapes.

Principais riscos. Desempenho de receita mais fraco do que o esperado, bem como um caminho de evolução lento para os números de EBITDA de varejo e serviços financeiros, seriam os principais indicadores para o baixo desempenho das ações.

Guararapes R\$ Milhões	2022E	2023E	Δ %	2024E	Δ %
Receita Líquida	8.436	9.389	11,3%	10.403	10,8%
EBITDA Ajustado	957	1.224	27,9%	1.611	31,6%
Margem EBITDA	11,3%	13,0%	1,7 p.p.	15,5%	2,4 p.p.
Lucro Líquido	80	132	65,0%	376	184,8%

Fontes: Bradesco BBI

C&A Modas (CEAB3): Estratégia certa interrompida devido ao ambiente desafiador

A C&A era líder de mercado no varejo de vestuário no Brasil até 2014, quando a empresa recuou no investimento e fechou lojas, enquanto o país mergulhava em uma recessão. Esperava-se que o ciclo de subinvestimento terminasse quando a C&A realizou o IPO no final de 2019, mas logo em seguida, a crise do Covid atingiu os resultados e o balanço da empresa, deixando-a fortemente alavancada (4,6x a relação dívida líquida/EBITDA no 3T22) e atrasando seus planos. Depois de navegar pela tempestade, a C&A voltou ao seu plano original de IPO, embora com menos ímpeto, dado um custo maior de capital próprio e restrições de caixa. Dos quatro pilares principais (expansão, distribuição, serviços financeiros e digital), a expansão digital foi reduzida, dados baixos retornos no canal, enquanto para os outros pilares, o foco foi mudado para extrair um aumento máximo na lucratividade.

Valuation. Com lucros esperados apenas em 2025, os múltiplos P/L são inúteis na avaliação, por isso recorremos ao nosso modelo de fluxo de caixa descontado. Ainda assim, vemos espaço limitado para quedas adicionais ao olhar para o múltiplo EV/EBITDA de quase 5x para 2023 da C&A, além de 0,3x P/VPA, que fornecem uma proteção.

O que observar em 2023? Recuperação de margem deve acontecer, impulsionada pelo varejo – uma vez que projetos, como Push & Pull, começam a entrar em ação e contribuem para uma expansão de margem EBITDA. Além disso, o mix de canais de e-commerce deve se estabilizar nos níveis atuais (quase 13% do total vendas), pois a C&A se concentra em melhorar a lucratividade em vez de acelerar o crescimento. Dinheiro é outra variável para acompanhar de perto, já que desembolsos de caixa significativos serão em 2023 (R\$ 680 milhões em dívidas e pagamento de R\$ 460 milhões para a Bradescard). A expansão deve ser muito limitada (5 novas lojas) devido às restrições de caixa.

Principais gatilhos. Expansão e/ou crescimento de margem mais rápidos também podem impulsionar o sentimento do mercado, assim como geração de caixa no varejo. Melhoria nas tendências de qualidade de ativos e aceleração do C&A Pay podem ajudar a melhorar as expectativas em relação à contribuição dos serviços financeiros para o EBITDA consolidado.

Principais riscos. Desempenho de receita mais fraco do que o esperado, bem como um caminho de evolução lento para os números do EBITDA, tanto no varejo quanto nos serviços financeiros, seriam os principais indicadores antecedentes para o baixo desempenho das ações. Aperto monetário adicional pode impactar substancialmente.

C&A Modas					
R\$ Milhões	2022E	2023E	Δ %	2024E	Δ %
Receita Líquida	6.163	6.761	9,7%	7.644	13,1%
EBITDA Ajustado	675	906	34,2%	1.105	22,0%
Margem EBITDA	11,0%	13,4%	2,4 p.p.	14,5%	1,1 p.p.
Lucro Líquido	(285)	(147)	-48,4%	(81)	-44,9%

Fontes: Bradesco BBI

Marisa (AMAR3): Um passeio de montanha-russa, agora enfrentando ventos contrários significativos

A Marisa vive uma “viagem de montanha-russa” desde seu IPO em 2007, quando a empresa passou a mais do que dobrar seu número de lojas e se tornou o maior player entre produtos de vestuário em 2014 (416 lojas). Depois da festa, veio a ressaca, com as aberturas de lojas não lucrativas levando ao fechamento de outras, enquanto a empresa lutava com margens brutas abaixo de 50% entre 2015 e 2018. Então, a empresa procurou se posicionar acima da proposta de valor do produto, que funcionou por um curto período (com margem bruta atingindo cerca de 50% em 2017), mas com a volatilidade do ticket médio levando os consumidores a rejeitar seu oferta de produtos, que deixou a empresa com altos níveis de estoque e inevitavelmente grandes promoções (e assim uma margem ainda menor). Essa série de tropeços parecia ter acabado quando a Marisa voltou a mudar seu foco para melhorar sua proposta de valor do produto, passando para uma oferta mais voltada para a moda, ao mesmo tempo em que capitalizava uma marca ainda forte, que apresentou resultados promissores em 2019. Isso resultou no processo de profissionalização da empresa em 2019 e levou a Marisa a realizar um follow-on, em que planejava crescer no digital e modernizar suas lojas. No entanto, a Covid atacou e a maior parte (se não todas) as receitas foram consumidas quando a empresa entrou no modo de sobrevivência, cortando custos e melhorando a produtividade para proteger suas margens e caixa. Na era pós-Covid, a operação digital da Marisa foi reduzida, devido às margens baixas (talvez negativas) e intensa concorrência de grandes players transfronteiriços (ou seja, Shein). Serviços financeiros, normalmente uma vaca leiteira para a Marisa (de 50 a 75% do EBITDA entre 2011 e 2019), lutou para se equilibrar em termos de EBITDA.

Valuation. Com estimativas de lucro apenas em 2028, o múltiplo P/L de AMAR3 não tem valor para avaliar o preço justo, bem como seu múltiplo EV/EBITDA (28x para 2023), dada a dinâmica operacional ainda deprimida. Se fôssemos supor uma margem EBITDA normalizada de 11% para Marisa (nossa previsão para 2032), então a ação seria negociada a 5,2x EV/EBITDA, um desconto de 35% para LREN3 e mais próxima do desconto histórico da Guararapes. Por fim, nosso preço-alvo de R\$ 1,60 não causa muito entusiasmo.

O que observar em 2023? Recuperação do volume e níveis de estoque devem ser os principais indicadores para monitorar se as coleções são lançadas e distribuídas com sucesso em 2023. O caixa é outra variável a acompanhar de perto, pois há um vencimento da dívida de R\$ 350 milhões até setembro e um vencimento adicional de R\$ 360 milhões em 2024, o que parece muito desafiador diante da atual geração operacional de caixa.

Principais gatilhos. Expansão e crescimento de margem mais rápidos podem impulsionar o sentimento do mercado, bem como a geração caixa no varejo. A recuperação na contribuição do EBITDA dos serviços financeiros também pode ajudar a aliviar o caixa e fornecer melhores opções de refinanciamento da dívida.

Principais riscos. Desempenho de receita mais fraco do que o esperado, bem como um caminho de evolução lento em relação ao EBITDA dos serviços financeiros e de varejo seriam os principais indicadores de tendência para o mau desempenho ações. Um aperto monetário adicional pode impactar substancialmente os resultados da Marisa.

Marisa R\$ Milhões	2022E	2023E	Δ %	2024E	Δ %
Receita Líquida	2.719	2.837	4,3%	2.995	5,6%
EBITDA Ajustado	262	341	30,2%	411	20,5%
Margem EBITDA	9,6%	12,0%	2,4 p.p.	13,7%	1,7 p.p.
Lucro Líquido	(237)	(228)	-3,8%	(171)	-25,0%

Fontes: Bradesco BBI



ÁGORA
INVESTIMENTOS

Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

RESEARCH ÁGORA

Dalton Gardimam

Economista-Chefe

José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI - Estrategista de Análise

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Maurício A. Camargo

CNPI-T - Analista Gráfico

Ernani Teixeira R. Júnior

CNPI-T - Analista Gráfico

Maria Clara W. F. Negrão

CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

Henrique Procopio Colla

CNPI-T - Analista Gráfico

Renato Cesar Chanes

CNPI - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte

Analista Assistente de Investimentos

DIRETOR GERAL

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade

Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A, empresa controlada pela Cosan S.A, emissora objeto de relatórios de análise.

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI está participando como coordenador na oferta pública de distribuição de Cogna Educação S.A.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: AES Brasil Energia S.A., Alparagatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Pan S.A., BRF S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A, Companhia Brasileira de Alumínio, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confeções S.A., Hypera S.A., Iguatemi S.A., Jochpe Maxiom S.A., JHSF Participações S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., MPM Corporeos S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações, Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Yduqs Participações S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Alparagatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Pan S.A., BRF S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A, Companhia Brasileira de Alumínio, CSHG Logística - FI, CSHG Recebíveis Imobiliários - FI, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A., Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Guararapes Confeções S.A., Hypera S.A., Iguatemi S.A., Jochpe Maxiom S.A., JHSF Participações S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Kora Saúde Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., Localiza Rent A Car S.A., MPM Corporeos S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações, Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Três Tentos Agroindustrial S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Yduqs Participações S.A.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).